



Universitat Autònoma de Barcelona



ESTUDIO DE LA RENTABILIDAD ECONÓMICA Y FINANCIERA DEL NEGOCIO DE LAS COMPAÑÍAS AÉREAS

Memoria del Trabajo Fin de Grado

en

Gestión Aeronáutica

realizado por

Pau Navarro Erausquin

y dirigido por

Anna Matas Prat

Escuela de Ingeniería

Sabadell, 6 de Julio de 2016

La abajo firmante, Anna Matas Prat

Profesora de la Escuela de Ingeniería de la UAB,

CERTIFICA:

Que el trabajo al cual corresponde esta memoria ha sido realizado bajo su
dirección por

Pau Navarro Erausquin

Y para que conste firma la presente.

Firmado:

Sabadell, 6 de Julio de 2016

FULL DE RESUM – TREBALL FI DE GRAU DE L'ESCOLA D'ENGINYERIA

Títol del Treball Fi de Grau (obligatori en tres idiomes: Català, Castellà, Anglès)

Estudi de la Rendibilitat Econòmica i Financera del negoci de les companyies aèries

Estudio de la Rentabilidad Económica y Financiera del negocio de las compañías aéreas

Study of Economic and Financial Performance of airlines business

Autor: Pau Navarro Erausquin

Data: Juliol de 2016

Tutora: Anna Matas Prat

Titulació: Grau en Gestió Aeronàutica

Paraules clau:

- Català: estudi econòmic, estudi financer, rendibilitat, aerolínies, negoci del transport aeri, retorn de capital
- Castellà: estudio económico, estudio financiero, rentabilidad, aerolíneas, negocio del transporte aéreo, retorno de capital
- Anglès: economic study, financial study, profitability, airlines, air transport business, capital returns

Resum del Treball Fi de Grau

Català: En el present Treball Fi de Grau s'ha realitzat un estudi econòmic i financer sobre la rendibilitat del negoci del transport aeri. A través de l'anàlisi dels aspectes econòmics, financers i operacionals del negoci de les companyies aèries es pretén clarificar la situació en relació a la seva rendibilitat i el baix retorn de capital ofert als inversors.

Castellà: En el presente Trabajo Final de Grado se ha realizado un estudio económico y financiero sobre la rentabilidad del negocio del transporte aéreo. A través del análisis de los aspectos económicos, financieros y operacionales del negocio de las compañías aéreas se pretende clarificar la situación en relación a su rentabilidad y el bajo retorno de capital ofrecido a los inversores.

Anglès: In this Final Project it has conducted an economic and financial study on the profitability of the air transport business. Through the analysis of economic, financial and operational aspects of the business of airlines it is to clarify the situation with regard to profitability and low return on equity offered to investors.

Índice de Contenido

Capítulo 1 - Introducción	1
1.1 Objetivos	2
1.2 Origen y motivación	2
1.3 Contenido de la Memoria	3
Capítulo 2 - Estudio de Viabilidad.....	4
Capítulo 3 - Estudio del Estado del Arte.....	5
Capítulo 4 - Identificación de la situación	6
4.1 Situación histórica: Regulación y Liberalización.....	6
4.2 Consecuencias de la Liberalización	7
4.3 Situación actual	9
4.4 Costes vs Beneficios	14
4.5 El retorno sobre el capital invertido.....	16
4.6 Necesidad de atraer capital.....	26
Capítulo 5 - La rentabilidad de las aerolíneas.....	29
Capítulo 6 - Estudio de rentabilidad: Aerolíneas Europeas	39
6.1 Lufthansa	41
6.1.1 Lufthansa 2006.....	42
6.1.2 Lufthansa 2009.....	43
6.1.3 Lufthansa 2015.....	44
6.2 British Airways.....	45
6.2.1 British Airways 2006.....	46
6.2.2 British Airways 2009.....	47
6.2.3 British Airways 2015.....	48
6.3 Ryanair.....	49
6.3.1 Ryanair 2006.....	50
6.3.2 Ryanair 2009.....	51
6.3.3 Ryanair 2015.....	52
6.4 EasyJet.....	53
6.4.1 EasyJet 2006	54
6.4.2 EasyJet 2009	55
6.4.3 EasyJet 2015	56

6.5	Comentarios del estudio por año estudiado.....	57
6.5.1	Año 2006	57
6.5.2	Año 2009	61
6.5.3	Año 2015	65
6.6	Conclusiones del estudio.....	70
Capítulo 7 - Conclusiones		74
7.1	Conclusiones personales	75
7.2	Desvíos de la planificación	76
7.3	Mejoras y ampliaciones.....	76
Glosario		77
Referencias		78

Índice de figuras

<i>Figura 4.1 Entradas, Salidas y Declaraciones de Bancarrota de Aerolíneas de los EEUU (1979-2005)</i>	8
<i>Figura 4.2 Aumento de las conexiones directas entre ciudades (1980-2012)</i>	9
<i>Figura 4.3 Aumento demanda servicios aéreos (1970-2012)</i>	9
<i>Figura 4.4 Crecimiento del RPK y FTK (2007-2014)</i>	10
<i>Figura 4.5 Evolución del coste del transporte aéreo expresado en dólares/RTK (1970-2012)</i>	11
<i>Figura 4.6 Modelo Porter's 5-forces de la industria aérea (2011)</i>	12
<i>Figura 4.7 Rentabilidad global del negocio de las aerolíneas (2000-2016)</i>	14
<i>Figura 4.8 Relación entre ingresos, costes y beneficios finales en el transporte aéreo (2012)</i>	14
<i>Figura 4.9 Precio real del transporte aéreo y coste real unitario (1970-2010)</i>	16
<i>Figura 4.10 ROIC vs WACC – Capital invertido en aerolíneas (1993-2013)</i>	19
<i>Figura 4.11 ROIC medio por sectores (1965-2007)</i>	20
<i>Figura 4.12 ROIC vs WACC por región y modelo de negocio (2004-2011)</i>	21
<i>Figura 4.13 Capital invertido y beneficios en la cadena de valor del transporte aéreo (2004-2011)</i>	22
<i>Figura 4.14 Capital invertido y beneficios en la cadena de valor del transporte aéreo</i>	23
<i>Figura 4.15 ROIC vs WACC del sector del transporte aéreo (2000-2015)</i>	25
<i>Figura 4.16 Evolución del precio del combustible VS Evolución de consumo de combustible por RTK (2000-2015)</i>	25
<i>Figura 4.17 Predicción del crecimiento de la industria aérea a escala mundial (realizada en 2009 para 2030)</i>	26
<i>Figura 4.18 Predicción del crecimiento del PIB desglosado geográficamente (realizada en 2009 para 2033)</i> ..	27
<i>Figura 4.19 Predicción del número de aviones requeridos para hacer frente a la demanda estimada de 2030.</i>	27
<i>Figura 5.1 Costes Operacionales reales por ASM para compañías tradicionales y Startups (EEUU, 1984-2007)</i>	31
<i>Figura 5.2 Evolución RPK y GDP (1971-2012)</i>	32
<i>Figura 5.3 Cambios en la demanda del transporte aéreo (1971-2011)</i>	33
<i>Figura 5.4 Cambios en los costes de mano de obra y cambios en la demanda del transporte aéreo (EEUU, 1989-2007)</i>	34
<i>Figura 5.5 Cambios en el precio del barril de Brent y del combustible para aviones expresado en US\$ (2008-2014)</i>	35
<i>Figura 5.6 Cambios en los costes de fuel y la demanda de transporte aéreo (EEUU, 1989-2007)</i>	36
<i>Figura 5.7 Cambios en la demanda, RPM, ASM y Load (EEUU, 1979-2007)</i>	37

Índice de Tablas

<i>Tabla 4.1 Resultados financieros de las aerolíneas en Europa (2012)</i>	15
<i>Tabla 4.2 Resumen estadístico de los costes y beneficios de las aerolíneas a nivel global (2007-2013E)</i>	17
<i>Tabla 4.3 Resultados financieros del sector del transporte aéreo (2013, 2014, 2015)</i>	24
<i>Tabla 6.1 Top 10 Aerolíneas Globales según su RPK (2013)</i>	41
<i>Tabla 6.2 Top 10 Grupos Empresariales de Aerolíneas según su beneficio neto (2013)</i>	42
<i>Tabla 6.3 Top 25 Aerolíneas Globales según su beneficio neto (2013)</i>	49
<i>Tabla 6.4 Aerolíneas Europeas según su RPK (2013)</i>	50
<i>Tabla 6.5 Top Aerolíneas Europeas según su RPK (2013)</i>	54
<i>Tabla 6.6 Resumen Rentabilidad Económica aerolíneas estudiadas (2006)</i>	58
<i>Tabla 6.7 Resumen Rentabilidad Financiera aerolíneas estudiadas (2006)</i>	59
<i>Tabla 6.8 Resumen ROIC aerolíneas estudiadas (2006)</i>	60
<i>Tabla 6.9 Resumen Rentabilidad Económica aerolíneas estudiadas (2009)</i>	61
<i>Tabla 6.10 Resumen Rentabilidad Financiera aerolíneas estudiadas (2009)</i>	62
<i>Tabla 6.11 Resumen ROIC aerolíneas estudiadas (2009)</i>	64
<i>Tabla 6.12 Resumen Rentabilidad Económica aerolíneas estudiadas (2015)</i>	66
<i>Tabla 6.13 Resumen Rentabilidad Financiera aerolíneas estudiadas (2015)</i>	67
<i>Tabla 6.14 Resumen ROIC aerolíneas estudiadas (2015)</i>	68

Capítulo 1 - Introducción

El negocio aéreo es muy sensible a cambios externos (terrorismo, oscilaciones en el precio del combustible etc.). La gestión de una aerolínea exige inversiones millonarias y en muy pocos casos supone beneficios del mismo volumen. Aun teniendo una gran gestión y dirección, la mayoría de las grandes aerolíneas obtienen unos beneficios muy ajustados en comparación con otros sectores, teniendo en cuenta la relación inversión – beneficio.

El transporte aéreo es una de las industrias que ha transformado el mundo en los últimos años. Proporcionar conexiones rápidas entre las grandes ciudades del mundo por vía aérea ha permitido a la globalización dar forma a la empresa moderna y proporcionar experiencias únicas e inconcebibles hace ciertos años a las personas. Las aerolíneas crean claramente un valor sustancial para los consumidores y la economía. Gracias a esta creación de valor, a día de hoy, el transporte aéreo es diez veces más grande que hace cuarenta años [26].

Sin embargo, durante este período las compañías aéreas prácticamente sólo han sido capaces de generar ingresos y beneficios suficientes para pagar a sus proveedores y trabajadores y el servicio de su deuda. El beneficio no ha sido suficiente para pagar a los inversores y poder propiciar capital para la industria aérea. Este es un hecho que sorprende a primera vista debido a que el 75% de las aerolíneas del mundo son, al menos en su gran parte, propiedad del sector privado. Debería ser una preocupación que en la historia reciente del sector los rendimientos sobre el capital invertido no justifiquen las inversiones en un sector como el del transporte aéreo.

La mejora de la eficiencia del capital y los rendimientos que generan para los inversores serán conceptos esenciales para atraer nuevas inversiones a la industria. En la actualidad, es un hecho que las inversiones tienen un buen rendimiento en la mayoría de los sectores que rodean a las compañías aéreas, como las agencias de viajes, los fabricantes de aeronaves, las empresas de mantenimiento de aeronaves (MRO) o el catering pero el rendimiento del capital invertido en el transporte de pasajeros ha estado por debajo todos estos años. Las ineficiencias y la lenta adopción de nuevas tecnologías y procesos han sido características comunes en el sector aéreo durante muchos años. Obviamente una mejora de la eficiencia sería una gran ganancia para todos los participantes directos o indirectos del transporte aéreo.

El coste no es el único desafío al cual han de hacer frente las compañías aéreas. De hecho, la industria ha reducido a la mitad los costes unitarios en términos reales durante los últimos cuarenta años. El problema ha sido la dificultad de mantener un margen razonable sobre estos costes. Con el fin de maximizar los grandes beneficios económicos que trae este sector a las economías globales, se debe buscar las mejores soluciones para esta situación.

Aunque este escenario está mejorando en los últimos años, en gran parte gracias a la caída de los precios del combustible y por lo tanto de los costes de las aerolíneas, la inversión en las compañías aéreas nunca ha sido para aquellos que prefieren optar por un valor seguro. De hecho, las aerolíneas tienen cinco veces más probabilidades de perder el 25% de su valor en únicamente un mes que el promedio de todos los sectores en la lista “Fortune 1000”. Por todos estos motivos, se plantea un estudio sobre cómo ha evolucionado la rentabilidad de las aerolíneas y su relación con los inversores del sector desde su nacimiento, focalizado en la etapa desregularizada, hasta el día de hoy, para que el sector haya sobrevivido con retornos tan bajos y esclarecer la respuesta a la pregunta de si realmente es rentable el negocio del transporte aéreo.

1.1 Objetivos

El presente trabajo pretende dar respuesta a todas las preguntas que surgen en relación con la rentabilidad del sector y su relación con los inversores de capital del mismo. Se analizará la historia del sector para poder entender esta situación un tanto anómala en la que se ha reproducido el sector del transporte aéreo durante años. Se estudiarán los fundamentos que crean esta situación y los diferentes desenlaces que puede causar y está causando en la actualidad, teniendo en cuenta una visión global del sector pero focalizando el estudio en Europa.

El objetivo de este Trabajo Final de Grado será, por lo tanto, clarificar el problema existente en relación con la rentabilidad de las compañías aéreas. Este problema afecta a todo el sector aeronáutico de una forma muy directa a la vez que a todos los consumidores del transporte aéreo y a la economía global, aunque sea de una forma más indirecta.

La rentabilidad del sector y la relación de las aerolíneas con sus inversores ha sido objeto de estudio durante toda su historia desde la desregulación del sector y el posterior traspaso de la propiedad de la mayoría de las aerolíneas del sector público al sector privado. Debido al entorno cambiante en el que vive el sector, el presente trabajo pretende dar una visión actual de la situación planteada, mostrando como ha cambiado en los años recientes la rentabilidad en las aerolíneas, cuáles han sido sus acciones para combatir el riesgo y mejorar la eficiencia y por último poder plantear hipótesis sobre cuál será la situación en los próximos años.

1.2 Origen y motivación

Desde la realización de la asignatura de Economía del Transporte Aéreo, el segundo año del Grado de Gestión Aeronáutica, descubrí el interés que tenía hacia esta parte de la industria. En particular, el lado económico y estratégico de las aerolíneas ha seguido llamando mi atención en los últimos años, por lo que he querido aprovechar este interés eligiendo un tema que fuera relacionado con ello.

El gran número de particularidades que caracterizan este sector pueden verse reflejadas en la parte económica y estratégica de las aerolíneas. La dificultad para conseguir una buena rentabilidad debido a las características del sector, como los altos costes de entrada en el mercado y la fuerte competencia en las principales rutas, las diferentes estrategias operacionales y de comercialización por las que optan las aerolíneas y los resultados que obtienen, son aspectos que considero merecedores de estudio.

Además, teniendo en cuenta que el sector de las aerolíneas lleva relativamente pocos años desregularizado y con una mayoría de capital privado a sus espaldas, la innovación y la experimentación por parte de las aerolíneas es mayor que en la mayoría de sectores maduros que llevan años funcionando de la misma manera. Esta innovación y experimentación que han llevado a cabo muchas aerolíneas ha tenido consecuencias muy positivas, con beneficios muy altos o consecuencias devastadoras causando la bancarrota de un elevado número de aerolíneas.

Por todo ello, he querido basar mi Trabajo Final de Grado en esta parte del sector: las aerolíneas y su rentabilidad, haciendo hincapié en el retorno sobre el capital invertido, con el que se premia a

los inversores, ya que es uno de los principales retos a los que se han enfrentado las aerolíneas los últimos años y al cual se siguen enfrentando a día de hoy.

Con la realización de este trabajo, teniendo en cuenta el contexto en el que se desarrolla, espero que me permita ampliar mis conocimientos sobre todos los aspectos mencionados.

1.3 Contenido de la Memoria

En el Capítulo 1 se presenta la introducción del presente TFG, los objetivos para su consecución y el origen y motivación que conduce a su realización.

En el Capítulo 2 se desarrolla el estudio para determinar la viabilidad de consecución del presente TFG, atendiendo a sus objetivos, metodología de desarrollo, recursos requeridos y costes de realización.

En el Capítulo 3 se estudian y detallan los contenidos teóricos de la temática del proyecto, relevantes para realizar el estudio pertinente.

En el Capítulo 4 se identifica la situación planteada. A través de una recopilación de información obtenida de estudios académicos, reportes, libros y otras referencias que demuestran y magnifican la situación estudiada se expone una sinopsis de toda la información necesaria en relación al caso.

En el Capítulo 5 se identifican las causas de esta situación a través del estudio de las características económicas, financieras y operacionales del negocio de las compañías aéreas.

En el Capítulo 6 se realiza un estudio empírico de las cuentas de resultados de cuatro aerolíneas seleccionadas durante tres años diferentes para corroborar la información obtenida en los apartados anteriores y obtener conclusiones propias sobre el caso.

En el Capítulo 7 se exponen las conclusiones finales obtenidas de la realización del presente TFG.

Capítulo 2 - Estudio de Viabilidad

El alcance de este proyecto será el de llegar a poder presentar de una forma clara la situación que sufren las compañías aéreas en relación con la rentabilidad económica y financiera de su negocio, cuál es la causa de esta situación, qué posibles desenlaces está causando y puede llegar a causar y, finalmente, las diferentes maneras de afrontar el problema que plantean las aerolíneas. Para ello, se deberá entender el contexto histórico y actual en el que se desarrolla el sector y las particularidades de este negocio en cuanto a su parte económica y financiera.

Aunque la situación actual de la rentabilidad en el conjunto global de las aerolíneas del momento es mejor que la de los últimos años, gracias a la ayuda de la caída del precio del barril de Brent, el crecimiento del sector exige un aumento de la eficiencia del negocio, que aún tiene mucho margen de mejora. Cada aerolínea afronta esta situación con unas políticas de costes diferentes y aunque no existe una única respuesta al problema puede extrapolarse cuales son las más adecuadas y/o seguras en cuanto a la rentabilidad sobre la inversión, observando cuales son las que han dado una mejor rentabilidad en los últimos años.

La opción de estudio escogida para poder llegar a los resultados esperados es la que se considera más adecuada teniendo en cuenta el contexto. En el caso de no estudiar el contexto histórico y actual de las aerolíneas y entender las particularidades de su negocio no podría obtenerse unas conclusiones claras y reales de la situación estudiada. También será necesario contemplar información obtenida de diversas fuentes con diferentes planteamientos o maneras de entender la situación y posibles soluciones o propuestas de mejora.

El único coste que supondrá este trabajo será el coste del tiempo que se dedicará a realizarlo. Se utilizarán fuentes fiables y consolidadas para obtener todos los datos y la información que se utilizará para su desarrollo.

Capítulo 3 - Estudio del Estado del Arte

El estudio sobre la rentabilidad del negocio del transporte aéreo ha existido desde los inicios de esta actividad. Debido al valor que crea y aporta a la sociedad esta industria, durante toda su historia ha sido objeto de análisis. Además, los intensos cambios que ha sufrido el sector, como la regulación y la posterior desregulación, y las particularidades que caracterizan este negocio han impulsado la realización un gran número de investigaciones.

Siempre se ha planteado y cuestionado la rentabilidad de las compañías aéreas. Hasta 1978 el negocio del transporte aéreo estaba regulado en todo el mundo. Esta regulación pretendía dar estabilidad a la industria y beneficios para los consumidores y la economía global. No más lejos de la realidad, los resultados de esa regulación fueron elevadas tarifas, ineficiencia en las operaciones y una alta volatilidad en las ganancias de las aerolíneas. Durante esos años, el sector fue objeto de estudios que defendían la regulación de las compañías aéreas y mostraban sus beneficios o de otros que, en su defecto, defendían la desregulación y hacían notar las ineficiencias del sistema regulado del momento.

Años después, en gran parte gracias a esta cantidad de estudios y documentos que mostraban el problema de la regularización, EEUU desregularizó el transporte aéreo, al igual que hizo Europa unos años después. Este cambio, que dio un giro total al sector, volvió a motivar el análisis del sector una vez más, ya estando liberalizado. La volatilidad extrema del negocio de las aerolíneas y el coste millonario de sus inversiones ayudaron a que siguieran los estudios y análisis sobre la rentabilidad de este sector durante los años más recientes.

En el día de hoy el caso sigue siendo estudiado tanto por participantes del sector como economistas de fuera del mismo debido a que siguen existiendo miles de dudas sin resolver sobre como las aerolíneas pueden ser más rentables y como puede estabilizarse la situación económica de su negocio.

Como ejemplos de estos estudios sobre la rentabilidad del negocio de las aerolíneas podemos destacar los reportes anuales o mensuales que publican diferentes organizaciones internacionales del transporte aéreo como IATA o OACI, así como otros organismos internacionales externos al sector aéreo como la Comisión Europea. A su vez, infinidad de artículos de grandes investigadores y/o economistas como: Nancy L. Rose, Severin Borenstein o Rigas Doganis han sido publicados durante la historia de este sector.

Para la documentación del presente trabajo se utilizarán fuentes de información con origen tanto de dentro como de fuera del sector aeronáutico para poder contemplar diferentes puntos de vista y poder tratar la información de la manera más objetiva posible.

Capítulo 4 - Identificación de la situación

Para poder identificar la situación hay que conocer la historia del mercado del transporte aéreo, cual ha sido el entorno en que se ha desarrollado este sector, las regulaciones a las que han estado sometidas las aerolíneas y como han competido durante los años.

4.1 Situación histórica: Regulación y Liberalización

La industria aérea estaba fuertemente regulada antes de 1978. La regulación del transporte aéreo antes de esa fecha pretendía dar estabilidad a la industria y beneficios para los consumidores y para la economía. No más lejos de la realidad, el resultado de esa regulación fue tarifas con precios elevados, ineficiencia en las operaciones y una alta volatilidad en las ganancias de las aerolíneas [23, 27,28].

En Europa en 1930 se optó por nacionalizar las compañías aéreas y que éstas funcionasen como monopolios controlados¹ en cada uno de sus países. Estas compañías eran llamadas compañías de bandera y estaban reguladas por el gobierno de cada país.

A nivel internacional, los vuelos estaban controlados por acuerdos bilaterales entre los países interesados. Por ejemplo, para una ruta entre dos países como podrían ser Francia y España, cada uno de ellos con su compañía de bandera, que este caso eran Air France e Iberia respectivamente, se fijaban los precios en un acuerdo concertado entre los dos países. Además, se compartía capacidad al 50%, de manera que las dos compañías ganaban lo mismo con la conexión. Con el paso de los años, se demuestra que los costes eran más elevados debido a la regulación y que por lo tanto ésta era totalmente ineficiente.

Los grandes problemas con la regulación económica del mercado del transporte aéreo impulsaron un cambio pionero en 1978. Como en muchos otros aspectos de la aviación, fue en EEUU dónde se inició este gran cambio. En ese año de cambios se aprobó en los EEUU la ley: "Desregulation Act". Esta ley liberalizaba los precios, la entrada al mercado y la entrada a las rutas [23, 27,28].

La liberalización en los EEUU se lleva a cabo en un tiempo récord. En el año 1983 la liberalización ya estaba casi completamente implementada. La agencia reguladora por excelencia de los EEUU, CAB, se eliminó en 1985 [27,28].

Cuando la liberalización llegó a los EEUU las compañías aéreas en su mayoría ya eran empresas pertenecientes al sector privado, a diferencia de la situación que se estaba viviendo en ese mismo tiempo en Europa.

Poco a poco, la regulación empezó a cambiar también en Europa. Países como Inglaterra y Holanda empezaron a acordar libertad de precios y de capacidad en las rutas entre sus países en un inicio y finalmente rompieron también con la designación única². Esto causó en poco tiempo una caída de los precios del transporte aéreo entre estos países [28].

¹ Monopolio controlado: situación de privilegio legal o fallo de mercado, en el cual existe un productor (monopolista) que posee un gran poder de mercado y es el único en una industria dada que posee un producto, bien, recurso o servicio determinado y diferenciado el cual está controlado por el gobierno.

² Designación única: situación en que únicamente podía existir una aerolínea por país.

Cerca de los años 80 y siguiendo el camino marcado por EEUU, comenzó una lucha por conseguir la liberalización total del mercado del transporte aéreo en Europa. Se aprobaron documentos pro liberalización y poco a poco se fueron cediendo libertades y aprobando medidas liberalizadoras. En 1992 se aprobó finalmente el documento que otorgaba la liberalización total del mercado del transporte aéreo. Su aplicación se demoró hasta el 1998, año en el que empezó la liberalización real del transporte aéreo en Europa.

La liberalización en Europa fue lenta y larga, sobre todo si se compara con el mismo proceso llevado a cabo en EEUU. En el continente europeo el proceso tardó muchos años en conseguir su total aplicación, tiempo en el que las compañías de bandera pudieron adaptarse, mientras que en los EEUU se llevó a cabo todo el proceso en 4 años y supuso un cambio más radical debido que no fue tan progresivo como en Europa [23,27].

Que el sector del transporte aéreo haya estado regulado en sus años de vida iniciales marca fuertemente su trayectoria. Esta época en el ciclo de vida de las compañías aéreas reduce las posibilidades de desarrollo de las aerolíneas que nacen y crecen bajo la regulación. Esta regulación no permite que el sector crezca tan rápidamente y de forma eficiente como si lo pudieron hacer otros sectores. La regulación y sobre todo la nacionalización de las compañías aéreas hacen que en el sector no se compita por el mercado reduciendo la eficiencia y que no se exija un retorno sobre la inversión ya que la inversión principal era pública.

4.2 Consecuencias de la Liberalización

Con la desregulación, las tarifas disminuyen y la eficiencia mejora. Aun así, la inestabilidad de los ingresos de la industria continua y los ingresos promedio no tienden a aumentar en los primeros años después de la desregulación. Sin embargo, la continua agitación en la industria no muestra signos de impedir el flujo de la inversión en líneas aéreas o los beneficios para los consumidores [Borenstein, Rose, 2008].

Las consecuencias de la liberalización empezaron a hacerse visibles en el mercado:

- Aumenta el número de frecuencia de vuelos con un número de escalas también más alto.
- Aumenta notablemente el load factor o nivel de ocupación en los aviones.
- Mejoran los servicios a bordo con el objetivo de ofrecer calidad y fidelizar a los clientes.
- Aumentan los retrasos y la congestión, debido al aumento de vuelos.

Las compañías del transporte aéreo empiezan a ser más eficientes y a reducir sus costes:

- Se empiezan a planificar más y mejor los horarios.
- Se reduce el tiempo de estacionamiento de las aeronaves y su turnaround³.
- Se reducen los costes de personal.

Respecto al impacto de la liberalización sobre los respectivos mercados interiores de los estados miembros de la Unión Europea, puede afirmarse que los usuarios del transporte aéreo obtuvieron

³ Turnaround: tiempo que pasa un avión parado en tierra entre un aterrizaje y un despegue.

beneficios en términos de posibilidad de elección de compañía, aumento de la frecuencia del servicio y reducción de precios en las rutas de mayor densidad de tráfico [23].

Desde entonces hasta el día de hoy, las compañías aéreas continúan apostando por mejoras en su productividad, optando por las medidas más efectivas de reducción de costes, mejorando su completa planificación y apostando por las nuevas tecnologías que facilitan este desarrollo.

Los rendimientos promedio que las compañías aéreas han obtenido desde la desregulación hasta estos últimos años parecían insuficientes para poder sostener la industria en su estado actual. Aunque, obviamente, afirmar esto sería una falta de conocimiento conociendo la velocidad a la que ha estado creciendo la industria durante los últimos años.

La naturaleza volátil de la demanda del transporte aéreo probablemente siempre va a causar unas ganancias menos estables que en otras industrias, aun así, hay otros factores que han hecho reducir las ganancias durante muchos años que son potencialmente controlables [Borenstein, Rose, 2008].

Gran parte de la inestabilidad que se ha vivido desde la desregulación en el mercado de las compañías aéreas ha sido resultado de la experimentación con programaciones de vuelo, programas de fidelidad, sistemas de distribución y nuevos métodos de organización. Experimentación lógica, teniendo en cuenta que es una industria que lleva relativamente pocos años desregularizada (menos de 20 años, en el caso de Europa).

La mayoría de los consumidores se han beneficiado de la desregulación del transporte aéreo. Para muchas aerolíneas ha sido un experimento costoso a las que muchas de ellas no han podido sobrevivir. Como podemos ver en la *Figura 4.1*, tomando como ejemplo los EEUU, la historia de las aerolíneas siempre ha estado marcada por un alto porcentaje de empresas del sector que finalizan sus operaciones declarándose en bancarrota.

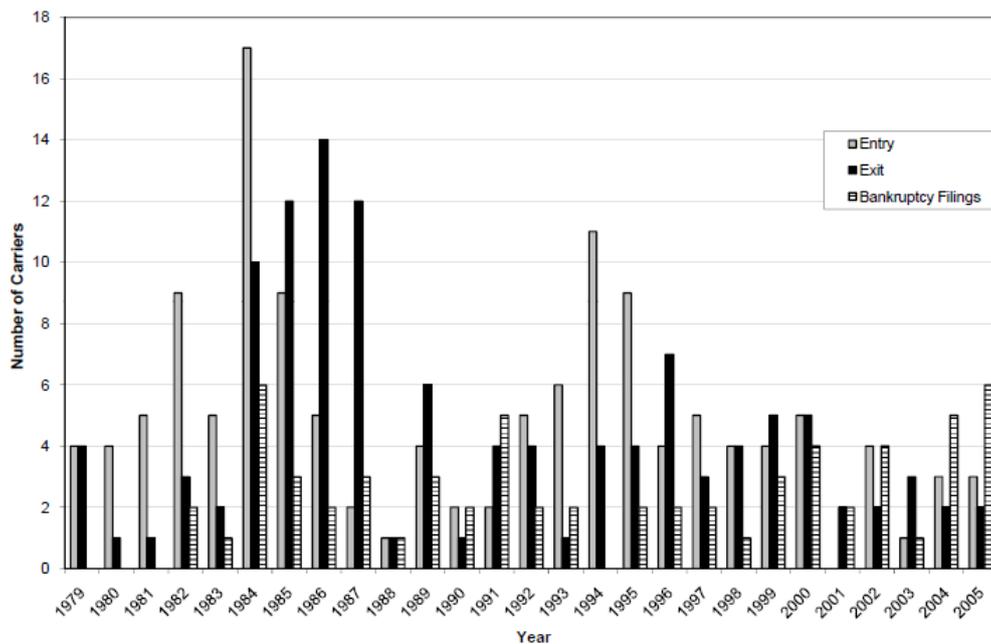


Figura 4.1 Entradas, Salidas y Declaraciones de Bancarrota de Aerolíneas de los EEUU (1979-2005). Fuente: Borenstein, Rose, 2008

4.3 Situación actual

Desde la desregularización, el transporte aéreo no ha dejado de crecer, creando nuevas conexiones entre ciudades, aumentando el abanico de destinos a los que se puede llegar a través del transporte aéreo desde un determinado punto:

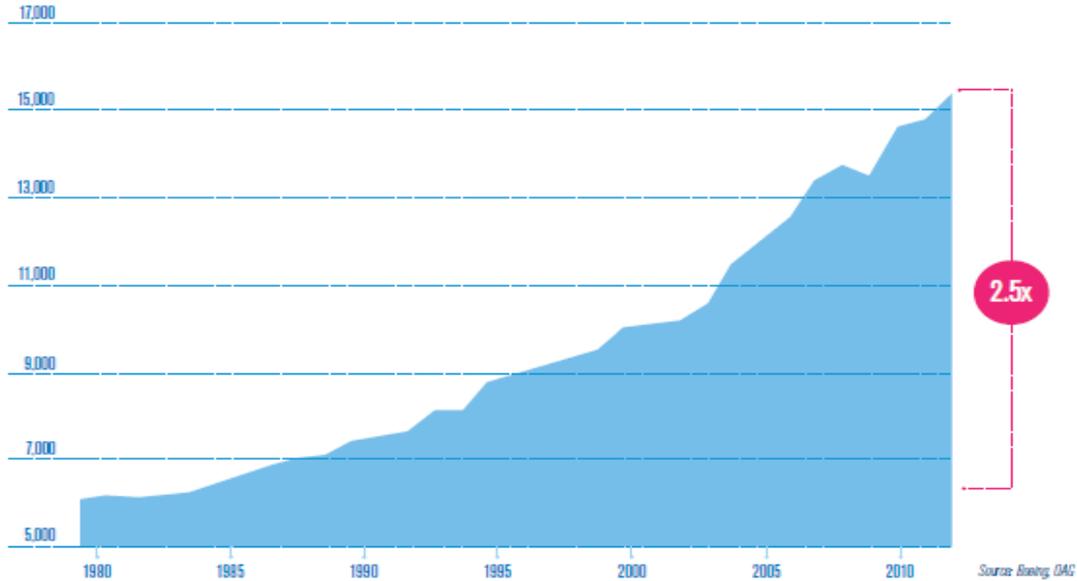


Figura 4.2 Aumento de las conexiones directas entre ciudades (1980-2012). Fuente: IATA, 2013

Las conexiones directas entre ciudades han aumentado a escala mundial con una relación del 2,5 en los últimos 30 años (de poco más de 6.000 conexiones en 1980 a más de 15.000 conexiones en 2012). Este conjunto de conexiones han facilitado el aumento de la demanda y han hecho que el transporte por vía aérea sea la opción número uno para viajar de un punto a otro.

Esta demanda del transporte aéreo no ha dejado de crecer a ritmos exponenciales en los últimos años:

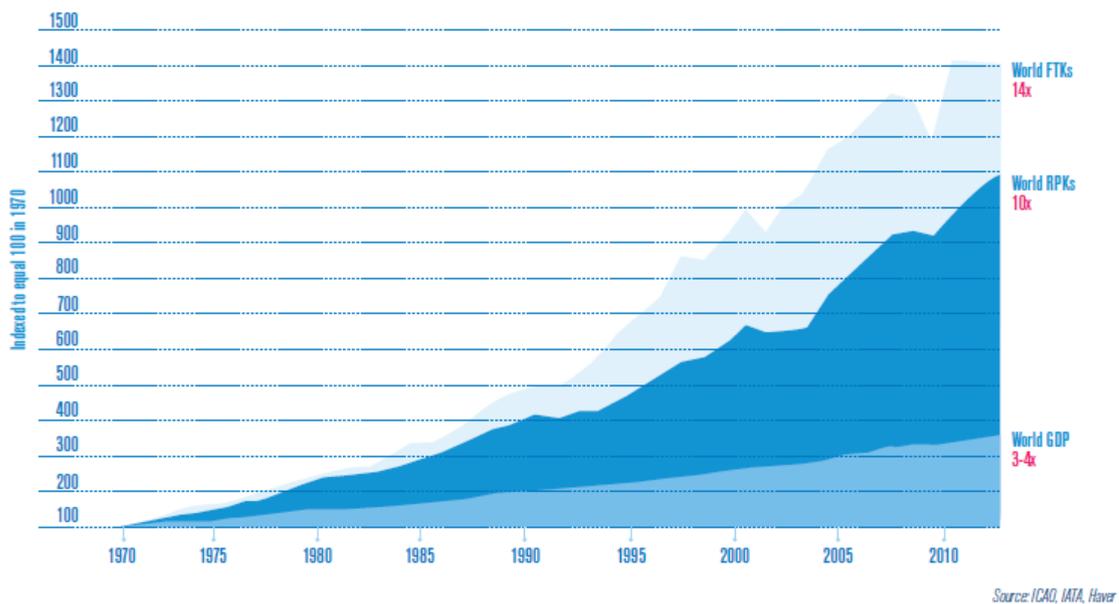


Figura 4.3 Aumento demanda servicios aéreos (1970-2012). Fuente: IATA, 2013

Expresada a través del RPK, la demanda de servicios aéreos crece más rápido que la mayoría de bienes y servicios del mundo. Desde sus inicios en 1970 a 2012, la demanda del transporte aéreo ha aumentado 10 veces su volumen y la demanda de transporte de carga aérea ha aumentado 14 veces el suyo. Tomando como referencia la expansión de la economía mundial (GDP o PIB) que es de un aumento de entre 3 y 4 veces su tamaño, podemos afirmar que el transporte aéreo crece a una gran velocidad.

En Europa, la demanda del transporte aéreo tampoco ha cesado su crecimiento en los últimos años:



Figura 4.4 Crecimiento del RPK y FTK (Europa, 2007-2014). Fuente: European Commission, 2015

Podemos observar como en Europa la demanda del transporte aéreo no ha parado de crecer en los últimos años, dejando de lado la recesión del 2009 en que se dejó de crecer y se redujo unos puntos el RPK total del continente. El crecimiento constante del PIB durante los últimos años ha ayudado a mantener la tendencia de crecimiento positivo de la demanda del tráfico aéreo.

Gracias a gran cantidad de innovaciones en la gestión e organización de las compañías aéreas, mejoras de la eficiencia y obtención de nuevas tecnologías, el coste del transporte aéreo también se ha reducido en gran medida durante su historia:

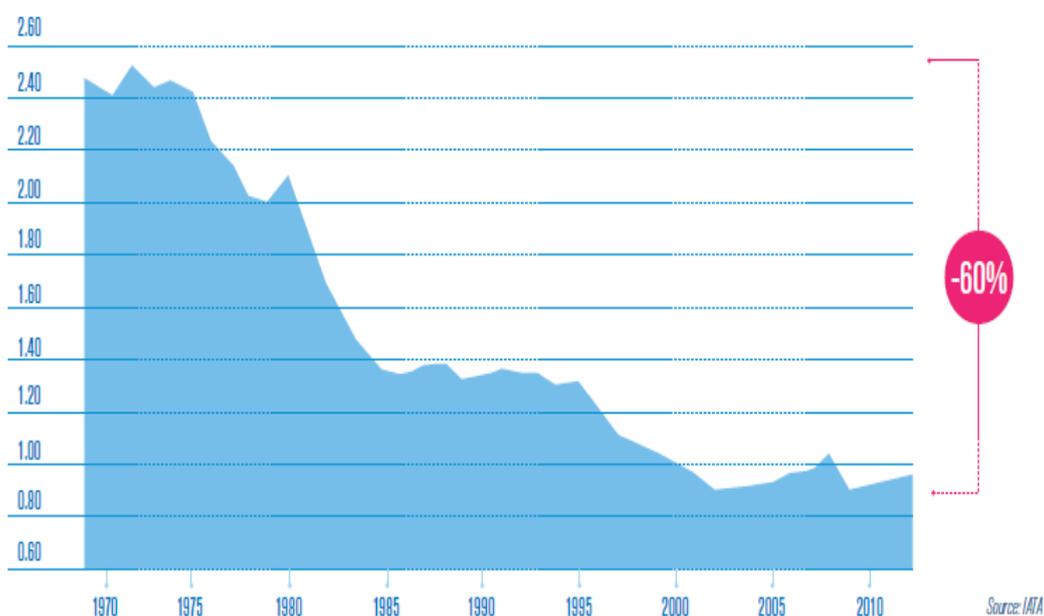


Figura 4.5 Evolución del coste del transporte aéreo expresado en dólares/RTK (1970-2012). Fuente: IATA, 2013

Después de ajustar los precios a la inflación general, el transporte aéreo ha conseguido reducir un 60% el precio de volar, demostrando ser una industria en continua mejora. Aun así, la rentabilidad de las compañías del transporte aéreo muestra muchas oscilaciones y no se muestra como un valor seguro para los inversores.

Las compañías aéreas necesitan grandes inversiones a sus espaldas para poder operar y poder sacar beneficio de su actividad. Este sector es muy sensible a los cambios externos y solo un 40% de sus costes de operación se clasifican como variables en el corto plazo, por lo que su rentabilidad es muy inestable. Por ejemplo, si mañana se produce un atentado en un avión, la demanda del transporte aéreo se reducirá en una medida considerable. Cualquier compañía, por mucho que sea conocedora de esta situación y pretenda reducir su oferta para adaptarse a la nueva demanda, no podrá reducir gran parte de sus costes ya que la reducción de estos no será proporcional a la reducción de la oferta.

Para entender el entorno en que operan las compañías aéreas hay que tener en cuenta el concepto de elasticidad de la demanda. Como se ha comentado, históricamente algunos de los mercados aéreos estaban operados únicamente por una compañía de bandera o por un conjunto reducido de compañías. Por lo tanto, el mercado estaba controlado por un monopolio o por un oligopolio⁴. Siendo esta la situación, las compañías tenían una elasticidad de la demanda muy pequeña. Es decir, las variaciones que se aplicaban en el precio, causaban una variación de inferior magnitud en la demanda.

En la actualidad, el 90% de las compañías aéreas del mundo pertenecen al sector privado. En Europa, ya no existen los monopolios en este sector y podemos afirmar que existe competencia en el mercado. Esta competencia favorece a los consumidores ya que aumenta la oferta y se reducen los precios. En este escenario actual, las compañías aéreas tienen una demanda altamente elástica en la mayoría de los casos. Existen excepciones, como en rutas operadas únicamente por una

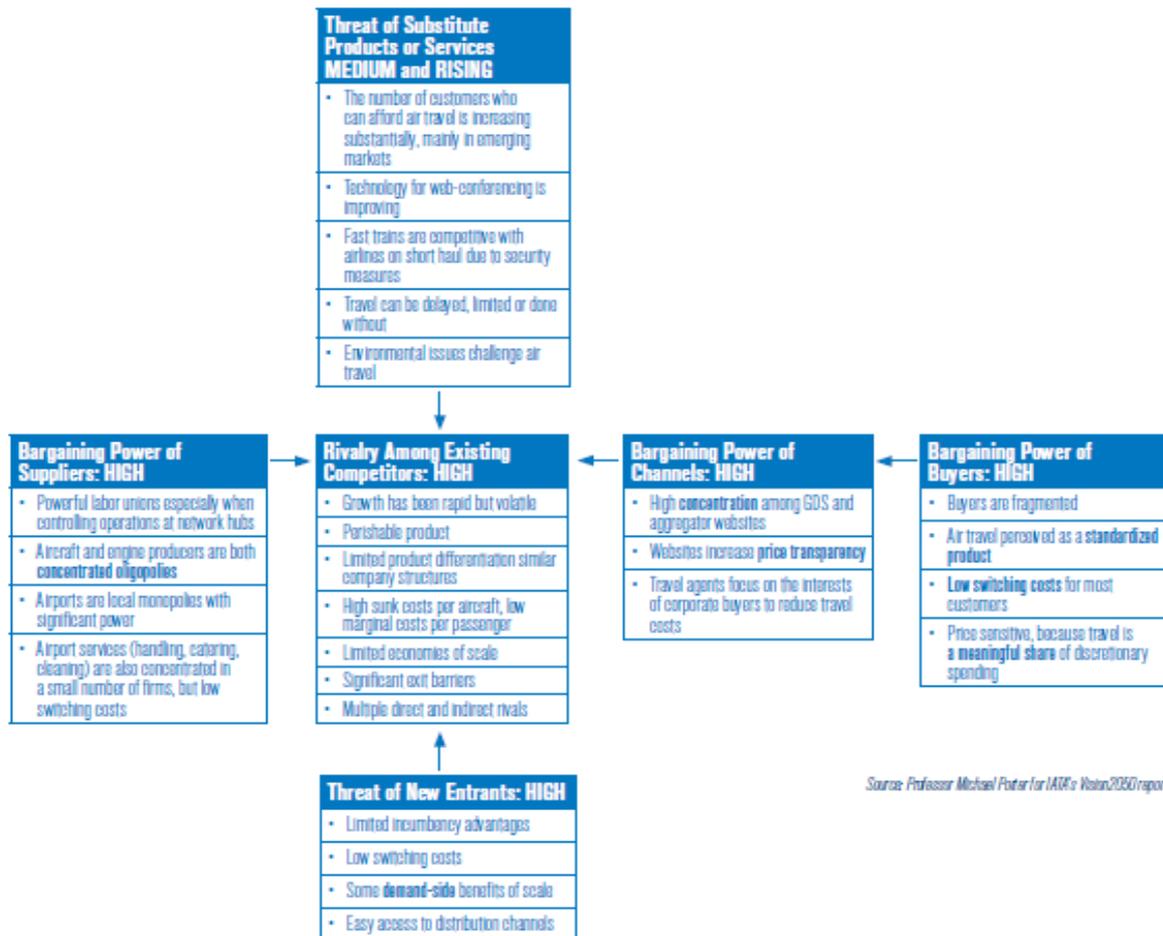
⁴ Oligopolio: Situación del mercado en la que el número de vendedores es muy reducido, de manera que controlan y acaparan las ventas de determinados productos como si hubiera monopolio.

compañía o por un número reducido de ellas, en las que la demanda tenga un comportamiento menos elástico, pero generalmente cuando tratamos la demanda del transporte aéreo hablamos de una demanda elástica en su conjunto.

Podemos afirmar que el mercado de las compañías aéreas es altamente volátil y que en su generalidad tiene una demanda elástica. Por lo que si por cualquier motivo una compañía necesita subir los precios para hacer frente a los costes variables la gran mayoría de los consumidores dejarán de volar con esta compañía.

Por lo tanto, es un sector muy sensible a los cambios externos y sus costes son muy poco adaptables. De manera que en caso de bajar la demanda, la capacidad de reacción es muy pequeña y se debe seguir haciendo frente a la mayoría de los costes.

Una de las maneras de entender la situación en la que se encuentra la industria aérea en la actualidad es a través del modelo de las 5 fuerzas de Porter (Porter's 5-Forces):



Source: Professor Michael Porter for IATA's Vision2050 report

Figura 4.6 Modelo Porter's 5-forces de la industria aérea (2011). Fuente: IATA, 2013

Este modelo es muy útil para entender en un solo vistazo cuales son los "riesgos" o "problemas" del sector aéreo en la actualidad. Podemos observar los aspectos más importantes para resumir el estado de un mercado: la rivalidad entre competidores, el riesgo de nuevos entrantes en el mercado, el riesgo de productos sustitutos, el poder de negociación de los clientes y el poder de negociación de los proveedores.

Este estudio fue solicitado por IATA en 2011 al profesor de Harvard Michael Porter para observar las interacciones competitivas del sector y su influencia en la rentabilidad de las aerolíneas. Porter concluyó que existen pocas industrias donde las “5-fuerzas” sean tan fuertes como en la industria aérea [IATA, 2013]:

El poder de negociación de los proveedores es alto debido a los poderosos sindicatos laborales que protegen a los trabajadores (especialmente en operaciones de hub⁵ y compañías tradicionales), los fabricantes de aviones y motores que forman oligopolios concentrados, los monopolios locales en los aeropuertos y el aumento de la concentración de la oferta de servicios aeroportuarios en un pequeño número de empresas.

El poder de negociación de los GDS (Global Distribution System) es muy alto ya que cada uno de los tres principales GDS está aislado de la competencia por su poder de mercado. Además, las páginas web aumentan la transparencia de los precios y las agencias de viajes focalizan sus intereses en reducir los costes de viajar para sus consumidores.

El poder de negociación de los compradores también es alto, en gran parte debido a la comoditización⁶ percibida por los usuarios del transporte aéreo y los costes de cambio bajos.

La amenaza de los servicios sustitutivos es media pero está aumentando, debido a una mejora en la tecnología que facilita aspectos como las conferencias web que evitan el transporte y la competencia de los trenes de alta velocidad en los mercados de corto radio.

La amenaza de nuevos competidores es alta, con una fácil entrada en muchos mercados, fácil acceso a los canales de distribución y limitadas ventajas de los que ya ocupan un sitio en el mercado.

La rivalidad entre los competidores existentes también es alta, en parte debido a la economía del negocio. Además, las barreras de salida también son altas, hecho que dificulta que las compañías abandonen a tiempo, antes de la bancarrota.

Por ello, el crecimiento de las aerolíneas puede ser rápido pero también volátil. El producto final está muy poco diferenciado debido a estructuras de compañía similares y los canales de distribución indirectos fomentan la mercantilización y la competencia en precio.

Aun así, a día de hoy la industria aérea está batiendo records en cuanto a su demanda y el beneficio obtenido:

⁵ Hub: es un aeropuerto que una aerolínea usa como punto de transferencia para cubrir sus destinos.

⁶ Comoditización: es el proceso económico por el cual los bienes, que tienen valor económico y se distinguen en términos de atributos, terminan convirtiéndose en un producto en el que el consumidor no percibe diferencias con otros similares ofrecidos por otras empresas, por lo que solo se compara el precio.

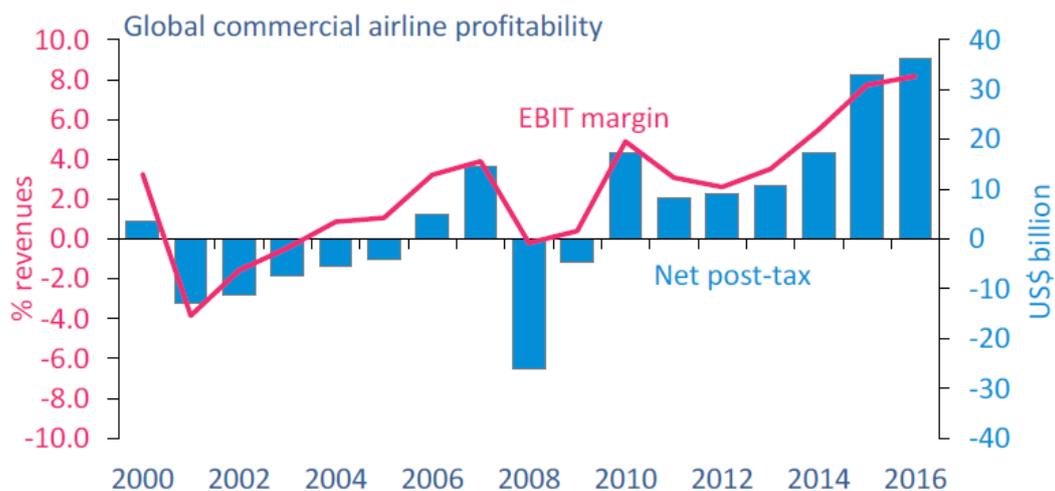


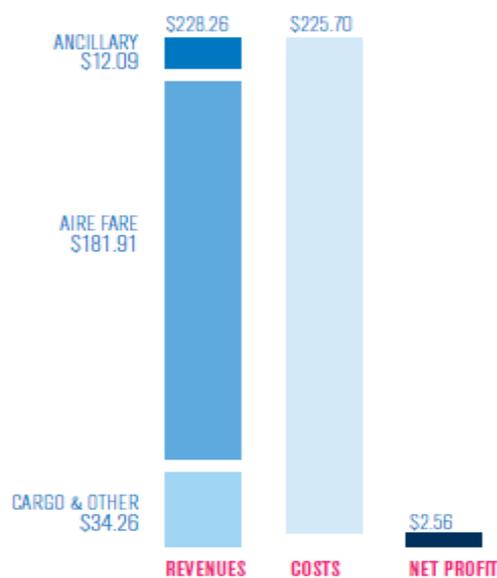
Figura 4.7 Rentabilidad global del negocio de las aerolíneas expresada en millones de US \$ (2000-2016). Fuente: IATA, 2013

Los beneficios de este año serán los mejores de la historia de las aerolíneas creando cerca de 40 millones de dólares EEUU y con un importante margen sobre el EBIT.

4.4 Costes vs Beneficios

Debido a todos los conceptos expuestos, los retornos sobre la inversión en las compañías aéreas no han sido suficientes durante muchos años para justificar la inversión y atraer todo el capital necesario para la industria.

Parte de la culpa de esta situación la tienen los bajos beneficios netos que obtienen las aerolíneas por pasajero al descontar los costes operacionales, impuestos e intereses de la deuda:



Source: Ancillary revenues from Idea Works 2012 estimate; other data IATA. Costs include operating items and debt interest.

Figura 4.8 Relación entre ingresos, costes y beneficios finales en el transporte aéreo (2012). Fuente: IATA, 2015

La relación entre ingreso y beneficio final continúa siendo muy pobre en la actualidad. A pesar del claro valor que está creando para los clientes, mostrado en las figuras anteriores, las aerolíneas tienen muchas dificultades para llegar a un nivel mínimo de beneficios. En el año 2012, las aerolíneas generaron una media de poco más de 228\$ por pasajero. Conociendo el gran volumen del tráfico de pasajeros transportados, esta cifra puede parecer realmente buena y rentable, como para obtener grandes beneficios, pero rápidamente nos damos cuenta que no es así al conocer los costes. A esos 228\$ le debemos restar unos 226\$ de costes aproximadamente, de manera que después de pagar impuestos e intereses de la deuda el beneficio neto por pasajero es de solo 2,56\$ de media.

Si ya estos valores vistos de forma global pueden parecernos pobres, hemos de tener en cuenta que en el año 2012 los mejores valores fueron obtenidos en Norte América, Oriente medio y Asia-Pacífico y que si contemplamos los valores de Europa estos son aún más demolidores:

Europe	
Net post-tax profit, \$billion	0.4
Per Passenger, \$	0.53
EBIT margin, % revenue	0.7%
RPK growth, %	4.5%
ASK growth, %	2.8%
Load factor, % ATK	66.5%
Breakeven load factor, % ATK	66.0%

Tabla 4.1 Resultados financieros de las aerolíneas en Europa (2012). Fuente: European Commission, 2015

En el año 2012 en Europa se obtuvieron de media únicamente 0.53\$ por pasajero transportado. Este valor facilita crearnos una idea de la dificultad que existe hoy en día en Europa para crear beneficios a través de la explotación de una compañía aérea.

La industria ha logrado reducir a la mitad los costes unitarios con total éxito en los últimos cuarenta años, lo cual debería suponer un aumento de la rentabilidad de las compañías aéreas y de los retornos a los inversores:

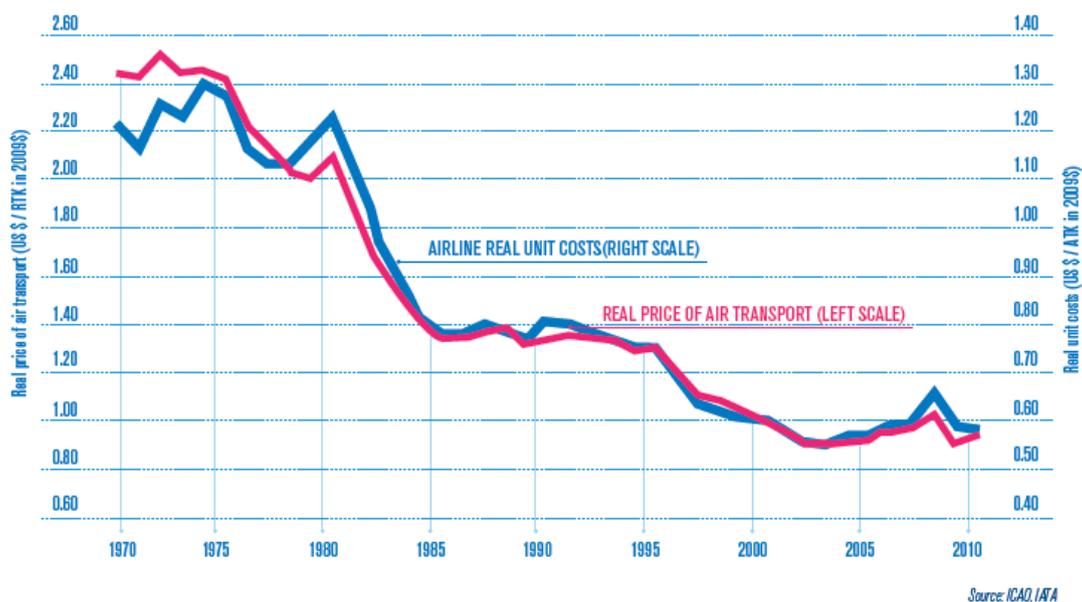


Figura 4.9 Precio real del transporte aéreo y coste real unitario (1970-2010). Fuente: IATA, 2013

Sin embargo, prácticamente todos los beneficios de estas ganancias de eficiencia se han trasladado directamente a los consumidores a través de unos precios más bajos, en parte debido a la competencia intensa del sector. Este aumento de eficiencia ha causado valor para los clientes, factor muy importante, pero a su vez ha dejado a los inversores de capital del sector sin ninguna recompensa por haber invertido su capital en las compañías aéreas.

La Figura 4.9 nos muestra que la mercantilización⁷ y la estructura de la industria pueden ser causas importantes de escasa rentabilidad debido a que todo el aumento de eficiencia que ha tenido como resultado una disminución del precio del transporte aéreo ha sido absorbido por los consumidores.

4.5 El retorno sobre el capital invertido

Existen infinidad de indicadores que sirven para medir la rentabilidad de un negocio. Los más destacados son la Rentabilidad Económica y la Rentabilidad Financiera, ambas explicadas con detalle en el estudio que puede encontrarse a en el Capítulo 6 del presente trabajo. De forma resumida, puede decirse que la Rentabilidad Económica mide el rendimiento promedio obtenido por las inversiones en el activo de la empresa y la Rentabilidad Financiera mide el rendimiento promedio obtenido por las inversiones en el Patrimonio Neto de la empresa [31, 32, 33].

Aunque ambas son realmente útiles para calcular diferentes tipos de rentabilidades de un negocio, ninguna de las dos mide el retorno que la empresa ofrece al inversor por su capital. Para poder comparar y entender la situación del negocio de las compañías aéreas en relación a la devolución sobre el capital invertido en el sector aéreo hemos de entender los diferentes indicadores financieros que nos sirven para medir estos valores. Existen muchas maneras de medir la

⁷ Mercantilización: es el proceso de transformación en cómo las personas aprecian los bienes y servicios, de una manera tal que dejan de ser apreciados por sí mismos y pasan a ser vistos también como mercancías comercializables con fines de lucro. Es decir que así, el valor de cambio de los objetos prevalece sobre su valor de uso.

rentabilidad. Como también nos interesa estudiar la capacidad a largo plazo que tendrán las aerolíneas para atraer capital, hemos de ponernos en la piel del inversor y medir la rentabilidad con el ROIC (Return on Invested Capital o Rendimiento del capital invertido). El ROIC es esencialmente el resultado de explotación después de impuestos, ajustado por arrendamientos operativos, expresado como porcentaje del capital invertido [31, 32, 33].

A nivel global, estos han sido los beneficios, costes y finalmente los retornos sobre el capital invertido para los inversores de las aerolíneas en los últimos años:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E
Fuel, US\$ billion	133	187	123	138	174	208	210
% of expenses	27	33	26	26	29	31	30
Crude oil price, US\$/barrel	73	99	62	79.4	111.2	111.8	108.8
Jet kerosene price, US\$/barrel	90	126.7	71.1	91.4	127.5	129.6	124.5
Fuel consumption, billion gallons	70	69	66	69	71	72	73
CO2 emissions, million tonnes	665	661	626	655	673	682	700
Non-Fuel, US\$ billion	357	384	351	398	430	459	480
Cents per ATK (non-fuel unit cost)	38.1	40	38.2	41.7	42.5	44.1	44.1
% change	-0.1	4.9	-4.6	9.3	1.9	3.8	0
Capacity growth, ATK, %	6.6	2.7	-4.2	3.7	6	2.9	4.5
Flights, million	26.7	26.5	25.9	27.8	30.1	31.2	32.2
Load Factors							
Break-even load factor, %	59.9	61.8	61.4	63.2	64.3	64.8	64.2
Weight load factor achieved, %	62.4	61.7	61.6	66.4	65.8	66	66
Passenger load factor achieved, %	77	76	76.1	78.6	78.4	79.3	79.7
OPERATING PROFIT, US\$ billion	19.9	-1.1	1.9	27.6	14	12.1	20.3
% margin	3.9	-0.2	0.4	4.9	2.3	1.8	2.9
NET PROFIT, US\$ billion	14.7	-26.1	-4.6	17.3	7.5	6.1	10.6
% margin	2.9	-4.6	-1	3.1	1.2	0.9	1.5
per departing passenger, US\$	5.78	-10.11	-1.86	6.45	2.64	2.05	3.37
RETURN ON INVESTED CAPITAL, %	5.5	1.4	2	6.3	4.7	3.7	4.4

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E
REVENUES, US\$ billion	510	570	476	564	618	679	710
% change	9.6	11.7	-16.5	18.4	9.7	9.8	4.6
Passenger, US\$ billion	399	444	374	445	500	539	569
Cargo, US\$ billion	59	63	48	66	67	64	61
Traffic Volumes							
Passenger growth, RPK, %	8	2.4	-1.2	8	6.3	5.3	5.7
Scheduled passenger numbers ,millions	2,543	2,581	2,479	2,681	2,845	2,977	3141
Cargo growth, FTK, %	4.7	-0.7	-8.8	19.4	0.4	-1	1.8
Freight tonnes, millions	42.5	41.1	40.8	48.6	49.7	49.2	50.2
World economic growth, %	4.3	1.8	-1.7	4.3	3.1	2.5	2.4
Passenger yield, %	1.7	8.2	-13.7	9.6	5	2.9	-0.2
Cargo yield, %	5.6	7	-15.2	14.4	0.8	-4.1	-4.9
EXPENSES, US\$ billion	490	571	474	536	604	667	690
% change	8.8	16.5	-16.9	13.1	12.7	10.4	3.5

Tabla 4.2 Resumen estadístico de los costes y beneficios de las aerolíneas a nivel global (2007-2013E). Fuente: European Comision, 2015

Podemos observar en la media de las aerolíneas a nivel global en los últimos años unos retornos sobre el capital invertido desde 1.4% hasta 6.3%. Para concluir si estos valores pueden ser considerados “suficientes” debemos conocer cuáles son los retornos sobre el capital invertido en otros sectores.

El ROIC es el pago que reciben los inversores a cambio de proporcionar el capital para la industria asumiendo un riesgo considerable. El quid de la cuestión es como considerar cuál es el nivel “apropiado” de ROIC. El enfoque más seguido habitualmente en estudios de este tipo es medir el “coste de oportunidad⁸” para el inversor, es decir, lo que ganaría el inversor si su capital estuviera invertido en otra parte, asumiendo un riesgo similar, en el mismo país. Este coste de oportunidad se mide por el WACC (Weighted Average Cost of Capital o Promedio Ponderado del Coste del Capital), que agrega al estudio el concepto de rentabilidad esperada sobre el capital.

Pero, ¿cuál es el WACC que pueda considerarse “adecuado”? En una industria altamente competitiva los inversores invertirán más capital si los rendimientos son altos a no ser que el ROIC esté por debajo de los niveles de retorno de capital que podrían obtenerse en otras industrias, en activos de riesgo similar, es decir hasta que el ROIC esté por debajo del WACC.

Algunas industrias y empresas no generan rendimientos mucho más altos que su WACC. Si se sostiene en ciertos casos es debido a las barreras de entrada de nuevo capital, que podría ser debido a la innovación, como por ejemplo puede ser el caso de Apple, debido a una sólida reputación por la calidad, como por ejemplo puede ser el caso de BMW o podría ser debido al poder de mercado, como por ejemplo es el caso de las compañías petroleras nacionales en el cartel de la OPEP [IATA, 2013].

Aun así, es muy extraño que el ROIC esté persistentemente por debajo de su WACC, como ocurre en la industria aérea, debido a que los inversores tienen incentivos para retirar su capital hasta que el retorno sobre el capital invertido haya mejorado llegando al coste de oportunidad [IATA, 2013].

⁸ Coste de oportunidad: designa el coste de la inversión de los recursos disponibles a costa de la mejor inversión alternativa disponible, o también el valor de la mejor opción no realizada

Este es el ROIC obtenido por los inversores del sector del transporte aéreo comparado con el rendimiento que podrían haber obtenido en otros sectores de riesgo similar (WACC). La diferencia entre ambos indicadores muestra la pérdida de valor que han sufrido los inversores al invertir en aerolíneas:

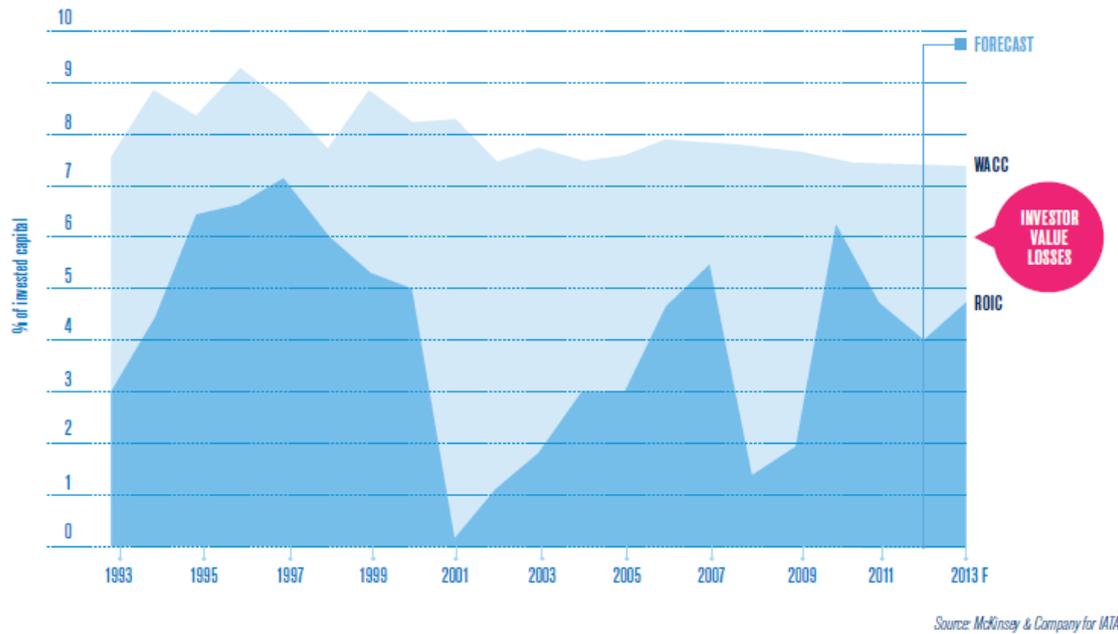


Figura 4.10 ROIC vs WACC – Capital invertido en aerolíneas (1993-2013). Fuente: IATA, 2013

Otras industrias como por ejemplo las que trabajan con innovaciones protegidas por patentes o las industrias con gran reputación, recompensan a los inversores con retornos sobre el capital invertido muy superiores a su WACC. Por otro lado, en una industria competitiva, una nueva entrada en el mercado muestra unos retornos por debajo del WACC. La Figura 4.10 muestra que la estructura de competencia intensa de la industria de las aerolíneas nunca en los últimos veinte años ha logrado generar devoluciones sobre el capital invertido que cumplan lo que los inversores consideraría lo mínimo para una industria competitiva de sus características.

Estos fueron los ROIC medios obtenidos por otros sectores entre 1965 y 2007:

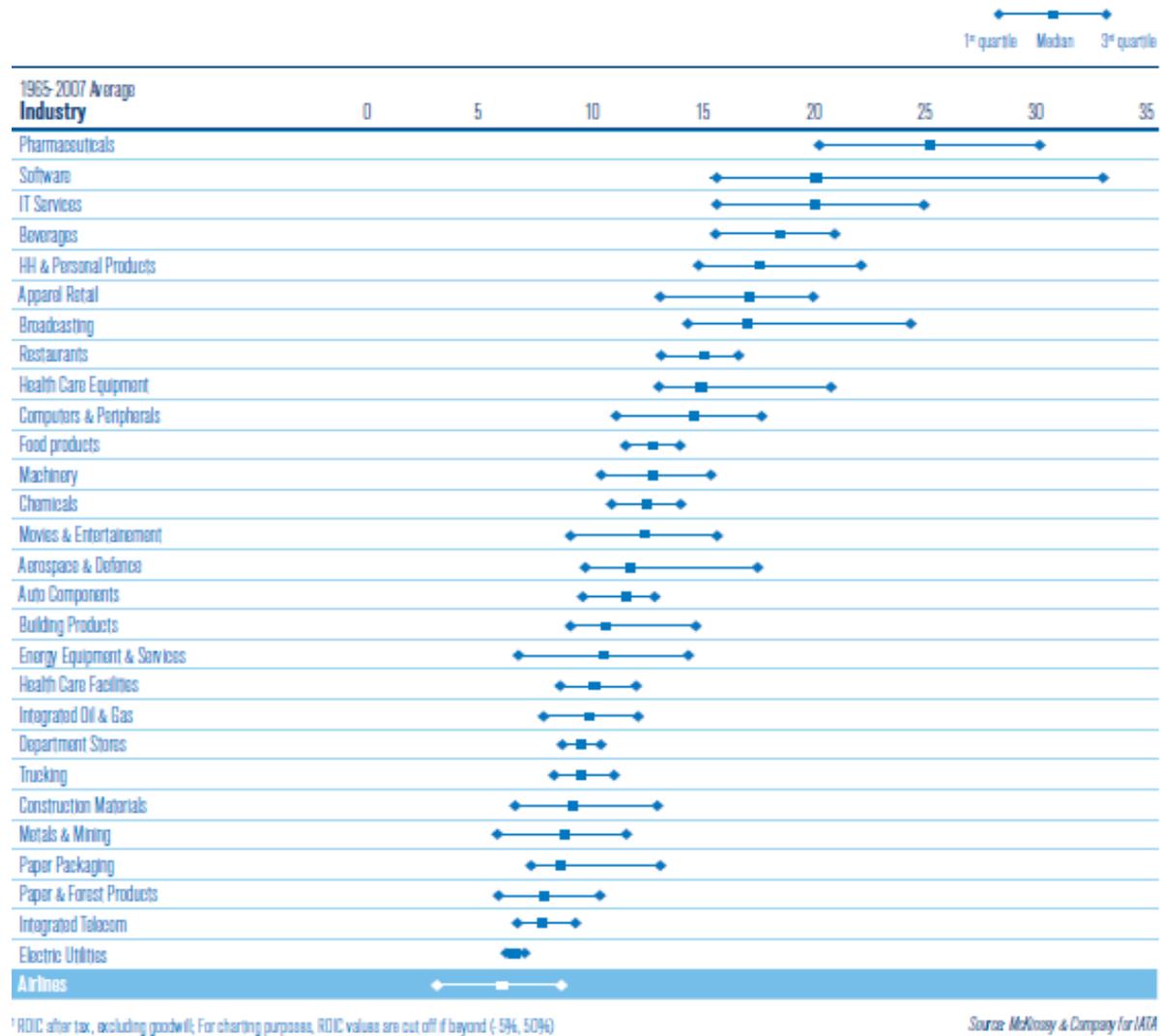


Figura 4.11 ROIC medio por sectores (1965-2007). Fuente: IATA, 2013

La Figura 4.11 muestra el ROIC obtenido en diferentes sectores con actividades totalmente diversas. Durante los últimos 30-40 años la industria aérea ha generado uno de los retornos sobre el capital invertido más bajos de entre todas las industrias representadas. Aun así, la industria ha sobrevivido y crecido mientras este estado de baja rentabilidad ha persistido. Este hecho hace plantearnos cuestiones como: ¿Hasta qué punto es realmente importante el retorno sobre el capital invertido en este sector?, ¿Por qué el sector sobrevive con una rentabilidad tan baja?, ¿Puede mantenerse así infinitamente? [IATA, 2013]

Con el objetivo de conocer si existe un patrón que causa esta baja rentabilidad observamos el ROIC y e WACC por regiones y por tipo de modelo de negocio:



Figura 4.12 ROIC vs WACC por región y modelo de negocio (2004-2011). Fuente: IATA, 2013

Como hemos visto, la industria aérea es una industria con un comportamiento inusual en cuanto a la generación de retornos persistentemente por debajo de su WACC. Hay algunas compañías aéreas que crean consistentemente valor para sus inversores de capital, pero estas compañías están en la minoría. Por ello, podemos plantearnos las siguientes preguntas: ¿La pobre rentabilidad está causada por los modelos de negocio inadecuados? ¿La falta de rentabilidad está limitada a unas pocas regiones geográficas? ¿O esto solo ocurre en mercados maduros como el de América del Norte y Europa? [IATA, 2013]

La evidencia de los últimos años sugiere que la mala rentabilidad de las aerolíneas ciertamente no es debida únicamente al modelo de negocio ni ocurre únicamente en ciertas regiones. Es cierto que las aerolíneas con modelo LCC tienden a obtener un mayor retorno sobre el capital que las aerolíneas tradicionales operadoras de red y que la rentabilidad ha sido más baja en los mercados más maduros (Norte América y Europa). Sin embargo, aún sin tener en cuenta estos casos ningún modelo ni ninguna región ha conseguido generar un ROIC suficiente para cumplir con el mínimo esperado por los inversores.

Las aerolíneas de todas las regiones y modelos de negocio, en los últimos ciclos económicos completos estudiados en la Figura 4.12, generan ROIC medios por debajo de sus WACC. Es decir, en todos los modelos de negocio y en todas las regiones los inversores habrían sido capaces de obtener un rendimiento sobre el capital invertido superior al invertir su capital en activos de riesgo similar fuera de la industria de las aerolíneas.

Si comparamos el ROIC y el WACC de las aerolíneas con la de otras empresas del sector aéreo:



Figura 4.13 Capital invertido y beneficios en la cadena de valor del transporte aéreo (2004-2011). Fuente: IATA, 2013

La Figura 4.13 muestra datos sobre el rendimiento del capital invertido en el sector aeronáutico que dejan claro que las compañías aéreas están rodeadas por socios comerciales más fuertes en cuanto al retorno del capital para los inversores. Cada uno de los sectores de la cadena de suministro obtiene mayores retornos de capital que el propio negocio del transporte de los pasajeros explotado por las aerolíneas. De hecho, la mayoría del resto de sectores obtiene retornos cerca de su WACC o incluso por encima del mismo.

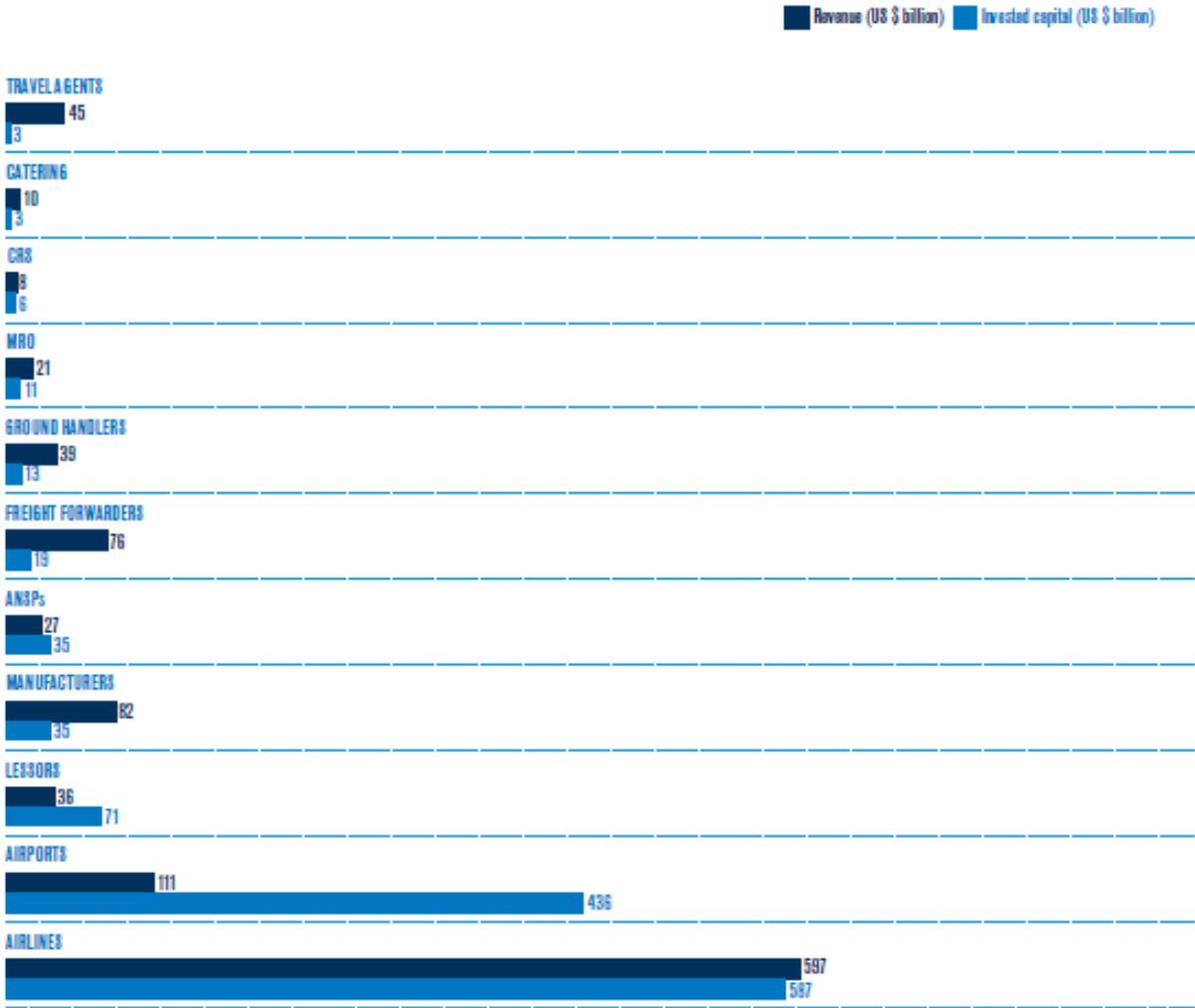
Muchos de los proveedores de las compañías aéreas ganan retornos sobre el capital superiores al coste de su capital. Los servicios como el catering, MRO o los servicios de tierra, que han sido subcontratados por alrededor de la mitad de la industria, obtienen un retorno alrededor del 11% comparado con un WACC del 7-9%. Los ANSP (proveedores de servicios de navegación aérea), de los cuales solo unos pocos han sido privatizados, generan un retorno medio del 9% comparado con un WACC del 6-8%. Por otro lado, durante este ciclo, los fabricantes, arrendadores y los aeropuertos han generado aproximadamente el coste del capital de sus inversores.

Los rendimientos más altos en la cadena de suministro del transporte aéreo se han conseguido en los sectores de distribución. Los CRS (Computer Reservation System o Sistemas de reserva informatizados) proporcionados por los GDS (Global Distribution Services) que obtienen un retorno medio del 20%, doblando el 10-11% de WACC de su capital invertido. Los agentes de viajes también parece que obtengan altos rendimientos pero estas estimaciones son realmente las más inciertas, debido a que es muy difícil separar los ingresos provenientes de la parte del negocio no relacionada con el sector aéreo. Por otro lado, es evidente que el transporte de la carga es también muy

rentable con los “freight forwarders⁹” obteniendo una rentabilidad media del 15% en comparación con un WACC del 7-8% [IATA, 2013].

Es evidente que los rendimientos sobre el capital se distribuyen de manera desigual e ineficiente a través de la cadena de suministro del transporte aéreo ya que si las aerolíneas no obtuviesen el rendimiento del capital adecuado y tuvieran que cesar su actividad el resto de los sectores de la cadena de suministro caerían con ellas. Pero, ¿es esta la principal causa de la escasa rentabilidad obtenida por las aerolíneas?

Parte de la explicación de este problema es que los sectores rentables en el transporte aéreo son relativamente pequeños, comparados con el de las aerolíneas, por lo que la rentabilidad no es totalmente comparable:



Source: McKinsey & Company for IATA

Figura 4.14 Capital invertido y beneficios en la cadena de valor del transporte aéreo. Fuente: IATA, 2013

Puede observarse claramente como los sectores que obtienen un ROIC por encima de su WACC (Agencias de viajes, Catering, MRO, servicios de tierra, ANSPs etc) representan únicamente un 7%

⁹ Freight Forwarder: es un agente que le presta sus servicios expertos a los exportadores e importadores, gracias a su conocimiento cabal sobre las reglas y regulaciones en esta materia.

de los 1.2 billones de dólares invertidos en la cadena de suministro del transporte aéreo. Las ganancias de los proveedores y distribuidores estarían lejos de compensar las pérdidas de rentabilidad de las aerolíneas si contemplásemos el sector aéreo como un conjunto. Esto queda más claro si los rendimientos de capital ROIC y WACC son medidos en dólares absolutos, multiplicando los rendimientos del sector por el capital que se ha invertido como podemos observar en la *Figura 4.14 [IATA, 2013]*.

Desde 2015, la imposibilidad de obtener un Retorno del Capital Invertido al nivel o por encima del coste de este capital ha cambiado. Después de toda una historia ofreciendo a los inversores retornos sobre el capital invertido persistentemente por debajo de su WACC, en el año 2015 por primera vez en la historia los inversores han obtenido una rentabilidad sobre el capital invertido que puede considerarse “aceptable” o “normal”:

<i>Worldwide airline industry</i>	2013	2014	2015
ROIC, % invested capital	4.9%	5.7%	7.5%
ROIC-WACC, % invested capital	-1.9%	-1.2%	0.7%
Investor value, \$ billion	-13.0	-8.3	4.9
EBIT margin, % revenue	3.5%	4.6%	6.9%
Net post-tax profits, \$billion	10.6	16.4	29.3
% revenues	1.5%	2.2%	4.0%
\$ per passenger	3.37	4.94	8.27

Tabla 4.3 Resultados financieros del sector del transporte aéreo (2013, 2014,2015). Fuente: IATA, 2015

Este último año, las aerolíneas han sido capaces de generar suficientes ingresos para sus propias cuentas y para pagar a sus proveedores de capital. Aunque en la mayoría de los casos los márgenes netos de beneficio después de pagar impuestos han sido bastante reducidos, dejando poco para pagar a los inversores.

Podemos observar como los dólares de beneficios por pasajero después de impuestos ha aumentado hasta 8.27\$, casi el doblando el valor obtenido el año anterior. Se ha llegado a obtener un ROIC del 7.5%, el cual por primera vez puede considerarse una recompensa adecuada para los inversores de capital:

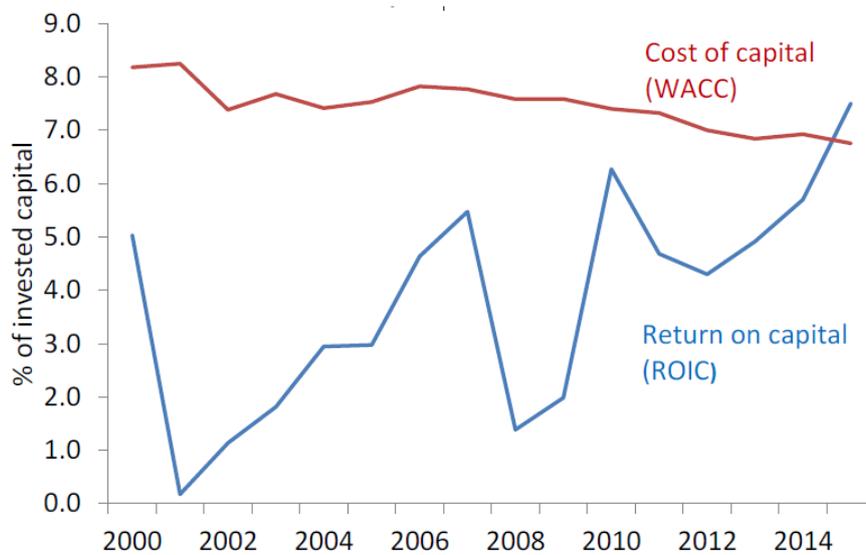


Figura 4.15 ROIC vs WACC del sector del transporte aéreo (2000-2015). Fuente: IATA, 2015

Esta tendencia a la mejora de la rentabilidad está siendo causada por unos efectivos cambios en las estructuras de las aerolíneas así como por un mayor acercamiento al punto de equilibrio del Load Factor de los aviones. Además, las aerolíneas han conseguido aumentar su eficiencia en los últimos años reduciendo considerablemente sus costes operacionales.

Es importante tener en cuenta que los rendimientos más altos de capital han sido obtenidos en los EEUU mientras que en el resto de continentes, entre ellos Europa, generalmente los retornos han seguido siendo insuficientes.

En los últimos dos años (2014-2016) el precio del petróleo se ha desplomado gracias a las mejoras en las tecnologías de extracción de petróleo, el exceso de oferta y la disminución de la demanda. Gran parte de la reducción de los costes operacionales que ha favorecido el aumento del ROIC medio generado por las aerolíneas está siendo impulsada por los menores precios del combustible que permiten reducir los costes de las aerolíneas de forma directa [36, 37, 38]:

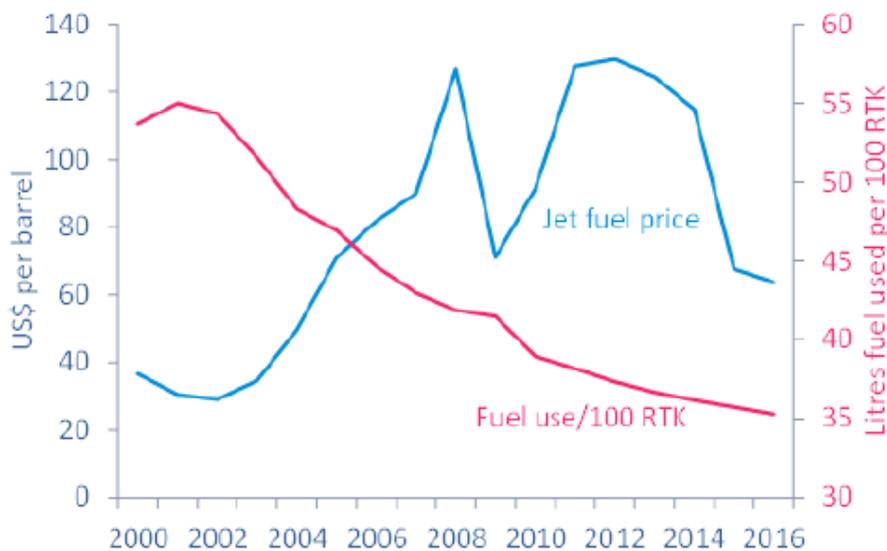


Figura 4.16 Evolución del precio del combustible VS evolución de consumo de combustible por RTK (2000-2015). Fuente: IATA, 2015

Como podemos observar en la *Figura 4.16* precio del combustible disminuye desde el 2012 siendo esta reducción de precio mucho más drástica en los últimos años (2014-2016). Además, el consumo de combustible de los aviones no deja de reducirse gracias a las innovaciones tecnológicas en este campo.

4.6 Necesidad de atraer capital

Una de las principales preocupaciones de los últimos años causada por la pobre rentabilidad de la industria de las aerolíneas es una posible incapacidad para atraer los 4-5 billones de dólares de nuevo capital que se consideran necesarios para proveer la expansión de los mercados emergentes en los próximos veinte años. Por ello, tomar conciencia de la mala situación que se ha vivido desde el punto de vista del inversor en la historia reciente del sector parece ser apropiado para hacer posible este crecimiento.

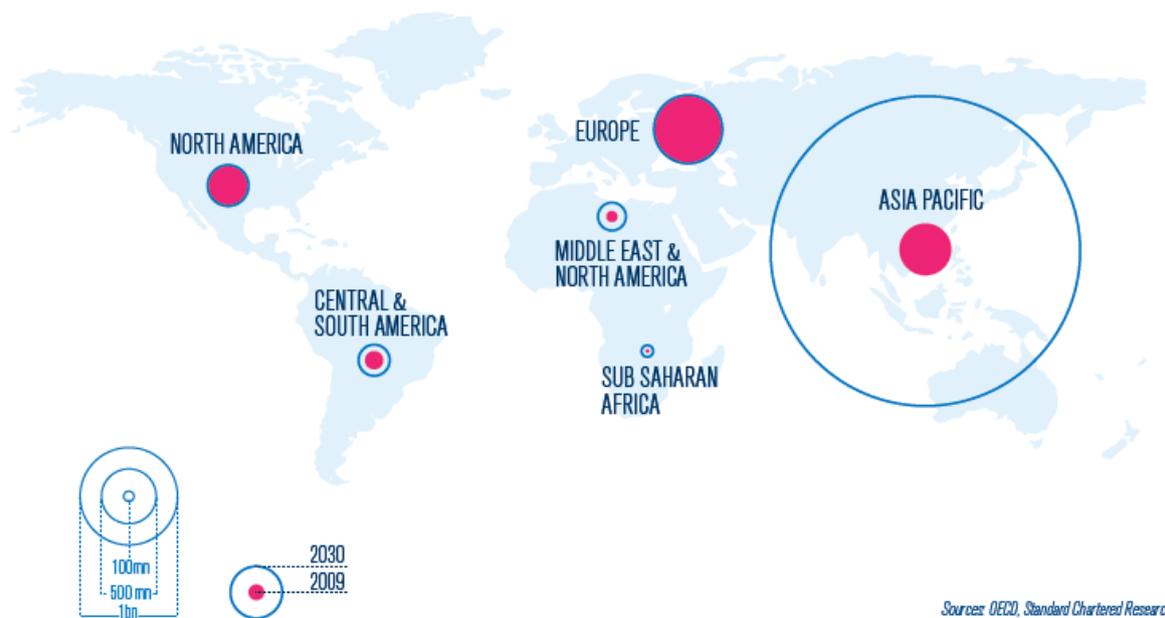


Figura 4.17 Predicción del crecimiento de la industria aérea a escala mundial (realizada en 2009 para 2030).

Fuente: IATA, 2013

La industria aérea espera triplicar o cuadruplicar sus servicios en los próximos veinte años con el fin de hacer frente a la demanda de servicios del transporte aéreo generados por la expansión de la clase media en Asia y el Pacífico así como por las economías emergentes de América Latina, Oriente Medio y el África Sub Sahariana [IATA, 2013] [25]:

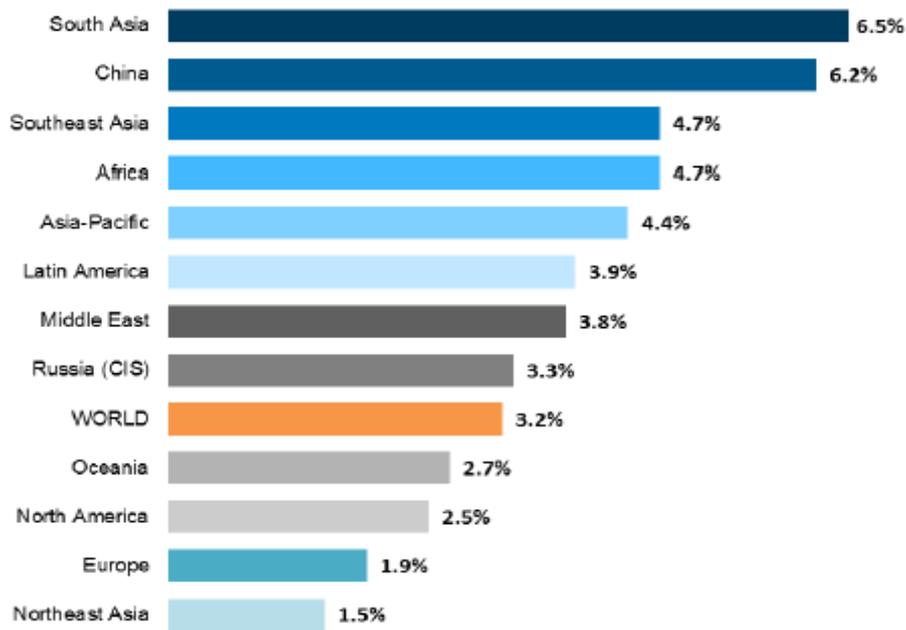


Figura 4.18 Predicción del crecimiento del PIB desglosado geográficamente (realizada en 2009 para 2033).
Fuente: European Commission, 2015

En la *Figura 4.18* puede observarse el crecimiento esperado del PIB a nivel global desglosado por zonas con la cual podemos apreciar la fuerza con la que se espera que crezcan las nuevas economías emergentes llegando a ritmos de hasta el 6.5% de crecimiento esperado para Sud Asia en 2033. Europa en concreto espera que crecer un 1.9% comparado con un 3.2% a escala mundial.

Para hacer frente a esta creciente demanda a nivel global, focalizada en algunos puntos como el Sud de Asia, se calcula que serán necesarias grandes inversiones en el sector. Para hacerse una idea, contemplando únicamente el coste que habría que afrontar para la compra de los aviones que serían necesarios para saciar esta creciente demanda, puede observarse la magnitud de la inversión de la que estamos hablando [25]:

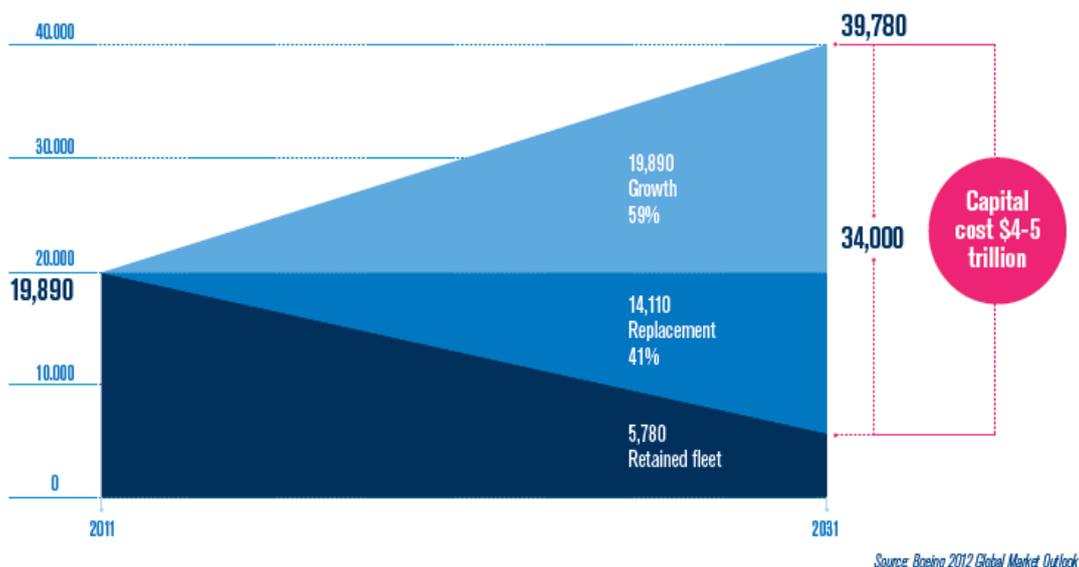


Figura 4.19 Predicción del número de aviones requeridos para hacer frente a la demanda estimada de 2030.
Fuente: IATA, 2013.

Esta es una muestra del ingreso de capital necesario, calculado por Boeing en el 2012, para hacer frente a la creciente demanda. Teniendo en cuenta los aviones que deberán ser remplazados y los nuevos aviones que deberán ser comprados el sector deberá atraer de cuatro a cinco billones de dólares desde 2011 a 2030 [IATA, 2013].

También es importante tener en cuenta que para cumplir con estas predicciones de tráfico será necesaria un alta inversión en aeropuertos, sobre todo en las zonas en las que la demanda va a crecer más, ya que hay que tener en cuenta las futuras restricciones de capacidad aeroportuaria que aparecerían con el escenario mostrado.

Como nos muestran las figuras anteriores con gran claridad, el transporte aéreo puede crecer en los próximos años a una velocidad muy grande, aprovechando las bolsas de demanda mundiales, pero para ello necesita atraer inversiones muy elevadas que no sabemos si llegarán con la incertidumbre causada por la relación de inversión – beneficio de los últimos años.

Capítulo 5 - La rentabilidad de las aerolíneas

En el ambiente desregularizado en que compiten las compañías aéreas a día de hoy se debe conocer cuáles son las características de esta competencia para comprender sus resultados (la rentabilidad obtenida) y el retorno ofrecido a sus inversores. Desde la desregulación hasta día de hoy se ha planteado con frecuencia la siguiente pregunta:

¿Es sostenible la competencia entre aerolíneas?

En este apartado se analizan las características y particularidades del negocio de las aerolíneas que causan la situación expuesta en los anteriores apartados en relación a la rentabilidad y el retorno de capital a los inversores del sector.

La gran cantidad de episodios de inestabilidad que han sufrido las aerolíneas en su historia y las continuas fluctuaciones en sus beneficios aéreos han creado dudas en cuanto a la afirmación de que la competencia entre aerolíneas es sostenible [29,30].

El beneficio neto obtenido por las aerolíneas los años después de la desregulación ha fluctuado mucho. Por ejemplo, en los EEUU de los casi 5.4 millones de dólares de beneficio neto obtenidos por el sector aéreo en 1999 se pasó a los casi 11 millones de dólares netos de pérdidas en 2002. Dicho en otras palabras, la industria de las aerolíneas estadounidenses prácticamente perdió más dinero en el año 2002 del que había ganado en toda su historia [Borenstein, Rose, 2008].

Después de hazañas como la anterior, surgieron varias teorías que intentaban demostrar que la competencia entre compañías aéreas no era sostenible. Diversos estudios clasifican la competencia entre aerolíneas como competencia destructiva. La idea básica de estos estudios era que la competencia sin restricciones conducía a precios demasiado bajos para el mercado, que llegaban a ser insostenibles para las compañías aéreas. Por ello, se planteaba que el posible resultado de esta situación sería un monopolio o un oligopolio estrecho [Borenstein, Rose, 2008] [30].

Debido a las grandes reconfiguraciones que se han llevado a cabo en la industria causadas por los ciclos económicos. Varios investigadores han sugerido durante la historia que esta situación tiene sentido debido a que la industria de las compañías aéreas es un "empty core". Es decir, que no existe un equilibrio natural del mercado. Una de las características económicas de este tipo de mercados es que existen un número reducido de participantes consiguen generar beneficios por encima de lo esperado teniendo en cuenta su inversión. Esta situación, atrae la entrada de nuevos competidores que desde fuera observan las grandes ganancias de las grandes empresas rentables y ven posibles bolsas de demanda donde operar. Sin embargo, esta entrada de nuevas compañías crea una competencia frenética y se crea un juego de desgaste, pudiendo llegar a causar situaciones de tan alta competencia, a causa del gran número de entradas al mercado, que produce pérdidas para todos los participantes del mismo. La consecuencia de esta situación conduce a la salida del mercado de numerosos participantes y una solidificación en el mercado de los competidores sobrevivientes que obtienen amplios beneficios, muy superiores a lo esperado, que nuevamente atraen entradas en el negocio. Si bien los pilares de esta teoría están basados en características del mercado, existen grandes problemas teóricos para explicar y demostrar esta teoría en el sector del transporte aéreo [David Gillen, 2006] [24,30].

Otra de las teorías, denota que la industria tiene unos costes fijos muy elevados y unos activos muy específicos que se utilizan para producir un bien homogéneo. Al mismo tiempo, el sector está sujeto

a una demanda totalmente cíclica y a cambios frecuentes en el coste variable. Es por ello que se considera que en un ambiente desregulado de la industria, los ciclos de auge y caída, respectivamente, son inevitables y darán lugar a una falta de inversión o en la situación más extrema a un colapso total de la financiación de la industria [Borenstein, Rose, 2008].

Aunque la descripción de los costes fijos de la industria y de la demanda cíclica en la que se ve envuelta el sector es totalmente verídica, se debe tener en cuenta que estas características no son exclusivas en el sector del transporte aéreo, sino que hay otros sectores que se encuentran en la misma situación. Por otro lado, el posible desenlace de colapso planteado es difícil de conciliar teniendo en cuenta la historia de la industria.

Estas características singulares en la industria del transporte aéreo a las que se tienen que atener las compañías aéreas presentan un problema real solo en el caso en que la imprevisibilidad de lugar a un rendimiento insuficiente como para generar suficiente inversión en la industria para hacer frente a la demanda.

En el caso de las aerolíneas, históricamente la falta de inversión nunca ha sido un problema. De hecho, durante muchos años el exceso de inversión en la industria aérea se ha planteado como un problema por diversas aerolíneas y analistas del sector. Acompañando estas quejas, se ha llegado a plantear peticiones de limitación de la entrada de dinero en el sector para limitar la expansión con el fin de racionalizar la capacidad y garantizar un rendimiento adecuado de la inversión, dando por hecho que una inversión desmesurada dificulta garantizar un buen rendimiento de la inversión [Borenstein, Rose, 2008].

Otra de las teorías apela a la existencia de economías de alcance y de red en la producción de transporte aéreo. Los defensores argumentan que la configuración eficiente de la producción en estas economías sugiere que el número de empresas viables ha de ser suficientemente pequeño para mantener un equilibrio.

Ciertamente, existe poca evidencia empírica para todas y cada una de las teorías expuestas. De hecho, hay un amplio consenso entre investigadores y participantes de la industria en que existen economías de escala y densidad de pasajeros en el sector, pero las estimaciones empíricas de la magnitud encuentran modestas ventajas a tener un gran tamaño dentro del sector. Esto es debido a que las aerolíneas trabajan generalmente con rendimientos constantes a escala, es decir, que el tamaño de la empresa no causa una reducción de costes o causa una reducción reducida [Doganis, 2002]. Aun así, las compañías aéreas buscan aumentar su tamaño debido a que este tamaño les permite operar un conjunto más grande de rutas interconectadas o aumentar el aprovechamiento de los aviones aumentando la red de vuelos entre otros aspectos [Borenstein, Rose, 2008].

Los retornos estimados de operar en escala, generalmente medidos con el incremento de los costes esperados de duplicar el "output" y el tamaño de la red, tienden a ser más o menos constantes en las escalas de las principales compañías aéreas. Por otra parte, parece que hay poca correlación entre el tamaño global de las operaciones y el coste unitario, aunque realmente es bastante difícil de ajustar estos cálculos teniendo en cuenta la calidad y la diferente gama de productos ofrecidos [Borenstein, Rose, 2008].

En la siguiente figura, pueden observarse los costes operacionales de las compañías tradicionales, operadoras de escala, comparados con los costes operacionales de “Startups¹⁰” en los EEUU entre 1984 y 2007:

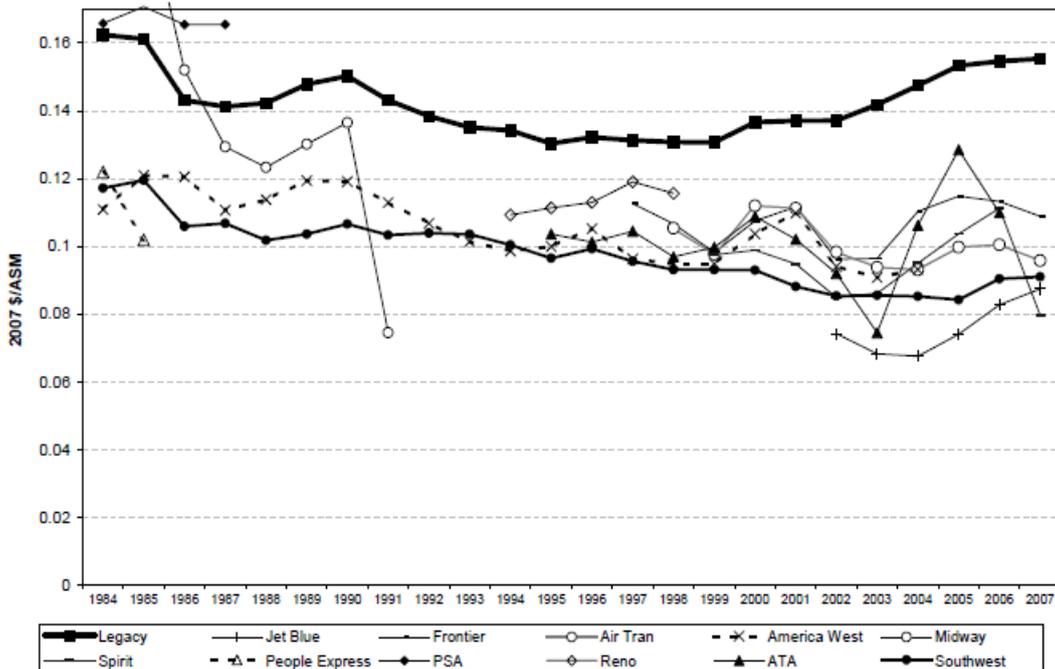


Figura 5.1 Costes Operacionales reales por ASM para compañías tradicionales y Startups (EEUU, 1984-2007).
Fuente: Borenstein, Rose, 2008

La Figura 5.1 muestra que no hay evidencia de que las compañías tradicionales se vean beneficiadas por unos costes menores que las compañías de nueva entrada al mercado, de hecho parece apuntar a lo contrario si se tienen en cuenta los costes de las compañías incluidas en el gráfico.

Es importante remarcar que los problemas y las quejas en relación con los retornos insuficientes de la inversión no existen únicamente en un entorno desregulado ni tampoco únicamente en la industria de las aerolíneas. Antes de 1978, los reguladores se quejaban de una insuficiencia de beneficios del sector, aunque los análisis económicos sugerían que los retornos cubrían el coste del capital de la industria y que los intentos de mejorar los retornos a través de tasas más altas generalmente tendían a una mayor inversión en lugar de a una mejor rentabilidad.

¹⁰ Startups: Una compañía Startup es una compañía emergente.

En la siguiente figura puede observarse la volatilidad de los beneficios en la industria tanto antes como después de la regularización. Concretamente, de 1971 a 2012:

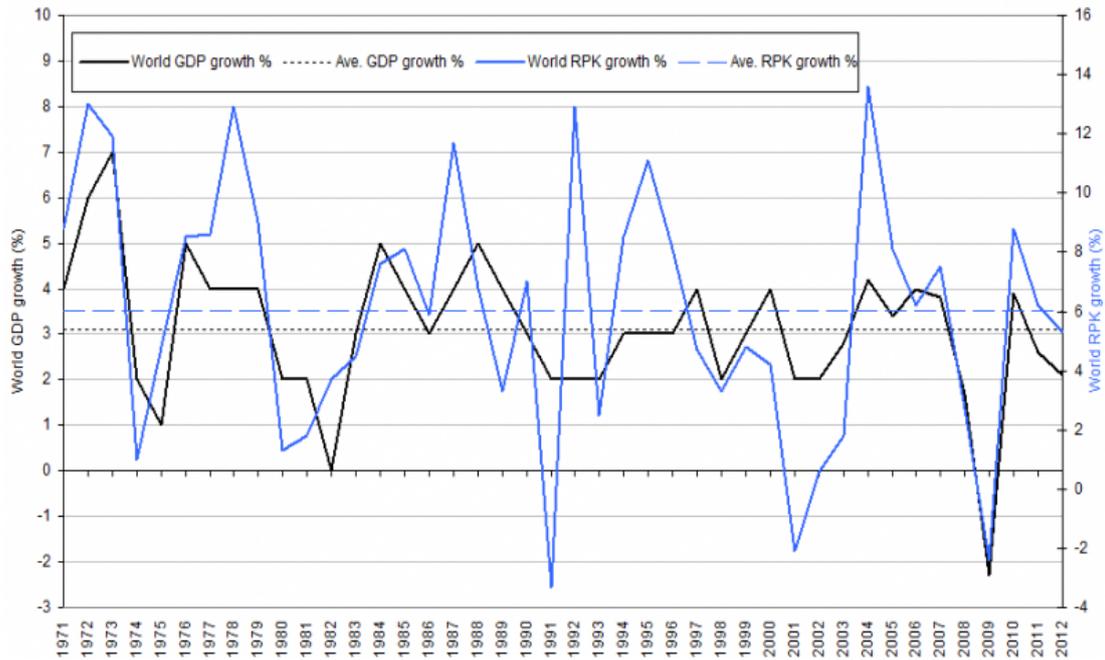


Figura 5.2 Evolución RPK y GDP (1971-2012). Fuente: IATA, 2012

La Figura 5.2 muestra como el comportamiento cíclico de los beneficios de la industria del transporte aéreo, expresados a través de las variaciones del RPK, ha existido siempre, tanto antes como después de la desregulación.

Para comprender esta volatilidad de las ganancias en el sector debemos tener en cuenta en primer lugar los aspectos de economía fundamentales. El negocio de las aerolíneas se caracteriza por una demanda volátil, unos costes fijos elevados y una lenta adaptación a los cambios. Estos tres aspectos se combinan para crear un ambiente en el que los beneficios son susceptibles de cambiar rápido y drásticamente.

Por otro lado, cabe destacar que la industria ha sufrido y sigue sufriendo un nivel muy alto de experimentación en cuanto al modelo de negocio: en la fijación de precios, la logística, las estrategias competitivas y las formas de organización. Con las compañías todavía inseguras sobre algunos aspectos de las operaciones y las interacciones del mercado, no es sorprendente que los errores y aciertos estratégicos significantes causen unos impactos negativos y positivos en las ganancias finales.

Como es conocido, debido a sus características la demanda del transporte aéreo es y ha sido durante toda su historia altamente volátil:



Figura 5.3 Cambios en la demanda del transporte aéreo (1971-2011). Fuente: European Commission, 2015

Como puede observarse en la Figura 5.3 los drásticos cambios en la curva de la demanda han existido tanto antes como después de la regulación del transporte aéreo. Esta volatilidad de la demanda crea una aún mayor volatilidad en las ganancias si las empresas no son capaces de modificar el tamaño de la producción de una manera ágil, reduciendo la oferta y los costes cuando la demanda disminuye y expandiendo la oferta cuando la demanda aumenta.

Los elevados costes fijos del sector hacen muy difícil que exista esta rapidez en el sector del transporte aéreo. Estos costes siguen existiendo por mucho que la oferta de servicios de la compañía se reduzca al mínimo y suponen los costes más importantes de las aerolíneas.

Por otro lado, también es cierto que los costes de capital (arrendamiento, costes de depreciación y amortización de aeronaves y otros capitales) que forman también uno de los tipos de costes más importantes que deben asumir las aerolíneas no son fijos en el usual sentido económico pero también dificultan esta capacidad de reacción. Aunque existen mercados de reventa para aeronaves y otros equipos y los costes de transacción se consideran bajos, el valor económico de estos recursos fluctúa con su demanda y está altamente correlacionada entre todas las empresas del sector. Así, por ejemplo, una aerolínea difícilmente pueda recuperar el valor que tiene una aeronave en un periodo de actividad regular si lo intenta vender cuando el sector se enfrenta a una desaceleración de la demanda.

En términos económicos, la desaceleración de la demanda crea una pérdida de capital para la aerolínea, ya que está en poder de aviones en el momento en que el valor de los aviones ha disminuido. En términos de contabilidad, la aerolínea continúa asumiendo costes de financiación y de la depreciación cada año. Así, por ejemplo, la enorme pérdida de capital que las compañías tuvieron que asumir por ser poseedoras de aeronaves después del 11 de Septiembre 2001, se

presentó en términos de contabilidad como depreciación del coste original de los aviones durante los siguientes años [Borenstein, Rose, 2008].

Otros de los costes que históricamente han dificultado el aumento de la rentabilidad de las aerolíneas han sido los costes laborales, unos de los costes más elevados de las compañías aéreas. Al ser estos costes tan elevados también suponen un problema a la hora de hacer frente a una demanda cíclica que puede obligar a la compañía a reducir la oferta de un día para el otro, pretendiendo también reducir también sus costes en consecuencia, lo cual no suele ser posible.

La siguiente *Figura 5.4* reproduce los cambios en los costes de mano de obra reportados por las aerolíneas durante los años 1989-2007 en los EEUU. Como es lógico, los cambios en los costes de mano de obra no siguen los cambios bruscos que sufre la demanda sino que son variaciones mucho más suaves. Esto es lógico teniendo en cuenta que las aerolíneas no pueden dejar de pagar a la mitad los trabajadores de un día para otro aunque la demanda se haya visto reducida a la mitad. Esto ayuda a causar, también, una volatilidad de las ganancias en la industria aérea debido a que no solo los costes fijos, sino que también los costes de mano de obra, son lentos respondiendo a cambios en la demanda [39]:

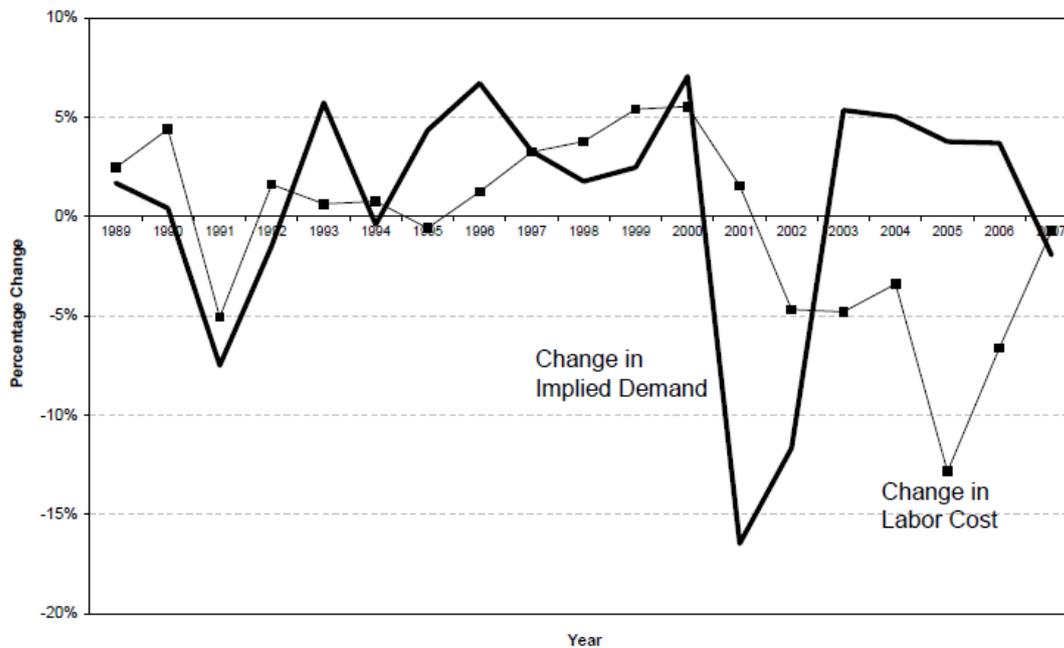


Figura 5.4 Cambios en los costes de mano de obra y cambios en la demanda del transporte aéreo (EEUU, 1989-2007). Fuente: Borenstein, Rose, 2008

Aunque los costes de mano de obra sean considerados como costes variables, sin duda son costes que no son ni fáciles ni rápidos de reducir, debido en parte a la alta sindicalización de la industria aérea. Por lo tanto, en el negocio de las compañías aéreas los costes de mano de obra no pueden ser tratados como costes variables como tales aunque tampoco cumplen con todas las características de los costes fijos. Generalmente, los costes fijos solo se pueden modificar con cierto retraso, pero su precio se establece de forma exógena. En cambio, el salario de los tripulantes de las compañías aéreas es endógeno a la demanda del transporte aéreo y a los beneficios de las compañías aéreas. Los cambios en la salud financiera de una aerolínea afectan tanto a la cantidad de input¹ semifijo que necesita como al salario que se paga [Borenstein, Rose, 2008], [39].

Las relaciones laborales en la industria aérea son algo más complejas que en otros sectores, debido a los conocimientos especializados y la certificación de seguridad requerida para las tripulaciones. Este punto implica que no siempre existe disponibilidad de trabajadores cualificados disponibles a corto plazo.

El poder de los trabajadores en la industria aérea ha convertido históricamente a los trabajadores y los sindicatos en cuasi un accionista de las aerolíneas en cuanto a su poder de decisión. Durante los periodos de alta rentabilidad, los trabajadores han sido capaces de negociar paquetes de compensación atractivos, mientras que en los periodos de perdidas han conseguido reducciones negociadas. Después de la liberalización, el poder de negociación de los trabajadores se ha visto reducido pero sigue siendo decisivo en las compañías aéreas a día de hoy.

Entre los costes que contribuyen a la volatilidad de las ganancias el coste del combustible es probablemente el que ha sido objeto de más debates. El precio exógeno del combustible ha sido muy volátil durante los últimos años y ha favorecido aún más a la volatilidad de los beneficios de las compañías aéreas. En la actualidad podemos considerar que en la mayoría de aerolíneas el coste de fuel es del 30% del total de los costes aproximadamente [European Comission, 2015].

La siguiente figura muestra los cambios del precio del Barril de Brent de 2008 a 2015:

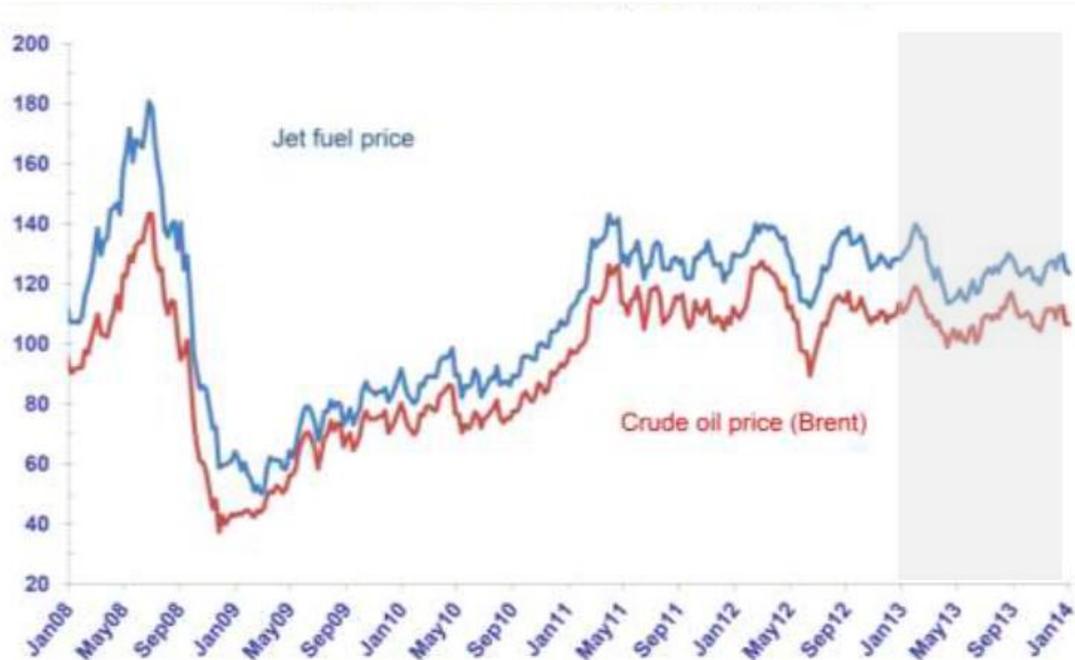


Figura 5.5 Cambios en el precio del barril de Brent y del combustible para aviones expresado en US\$ (2008-2014). Fuente: European Comission, 2015

Si bien es cierto que las aerolíneas pueden implementar cambios en sus operaciones para variar gasto de combustible al que tienen que hacer frente, volando a velocidades inferiores o usando los aviones más eficientes en cuanto a consumo de combustible, su coste por asiento por milla disponible (ASM) está determinado principalmente por las fluctuaciones del precio del petróleo. La volatilidad de precios puede ser enorme y solo en ciertos casos está relacionada con la demanda del transporte aéreo. Teniendo en cuenta el gran porcentaje que supone el combustible dentro de los

costes de las compañías aéreas se considera que las fluctuaciones del precio del petróleo tienen consecuencias directas en la volatilidad de las ganancias de las aerolíneas.

La *Figura 5.6* muestra el cambio anual en el coste del combustible por asiento por milla disponible (ASM):

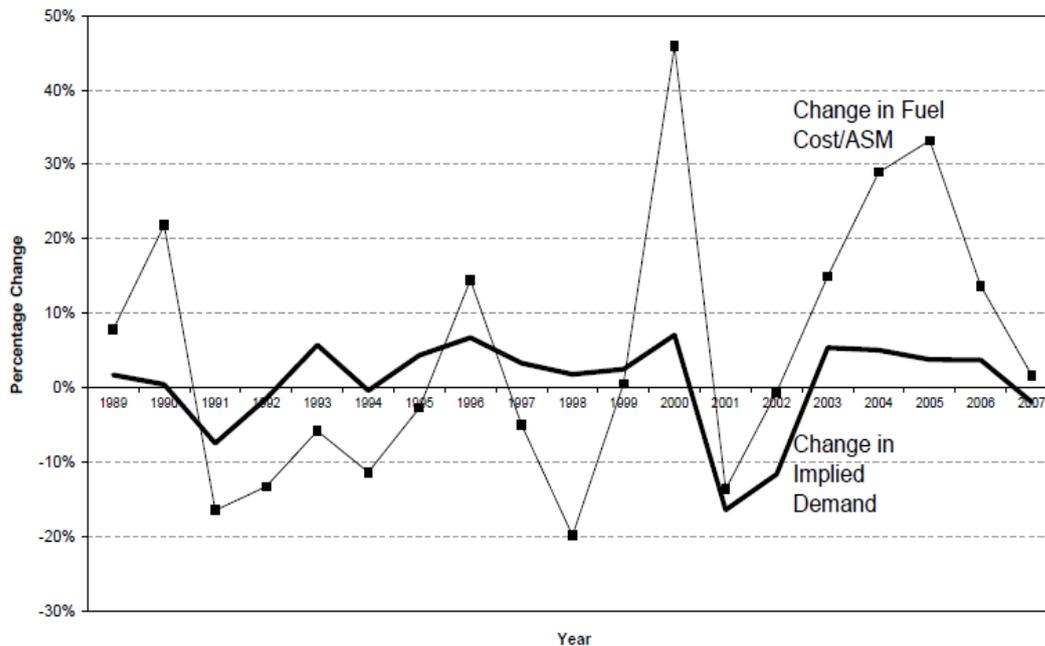


Figura 5.6 Cambios en los costes de fuel y la demanda de transporte aéreo (EEUU, 1989-2007). Fuente: Borenstein, Rose, 2008

Como puede observarse el coste por asiento por milla disponible no varía de forma similar a la demanda sino que lo hace de forma exógena, a causa de motivos totalmente externos al transporte aéreo, como pueden ser decisiones políticas o estratégicas de los países productores de petróleo.

Como en la mayoría de industrias consumidoras de este producto, los compradores se quejan de ser incapaces de adaptarse a los aumentos de los precios de la energía tan rápido como les gustaría. La producción en el caso de las aerolíneas puede explicar claramente cuáles son las dificultades en este sector.

Para un determinado vuelo, el aumento de transportar a un pasajero adicional es bastante pequeño, por lo que el combustible está más cerca de lo normal de ser un coste fijo, teniendo en cuenta un cierto número fijo de vuelos. La compañía puede modificar este coste de manera considerable variando en el número de vuelos que produce. Si las aerolíneas tuvieran que adaptarse rápidamente a los cambios en el precio del combustible, el número de vuelos se reducirían y el Load Factor aumentaría cada vez que el precio del combustible aumentara [Borenstein, Rose, 2008].

Como es evidente, las compañías aéreas son reacias a llevar a cabo reducciones en el número de vuelos que operan en respuesta a los aumentos de precios, en parte debido a razones logísticas que requieren la reprogramación de aviones y cambios en las reservas de todos los pasajeros que ya

han comprado billetes, además de por razones estratégicas de competencia, debido a que una programación de vuelos reducida hará a la compañía menos atractiva que sus competidoras de cara al consumidor final.

Por otro lado, también es evidente que las compañías aéreas no pueden traspasar a sus consumidores el coste del aumento de precios del combustible debido a que la demanda bajaría drásticamente. Para evitar tener que hacer cambios en su producción o aumentar drásticamente los precios a causa de los cambios en el precio del combustible las aerolíneas utilizan el “Hedging¹¹”.

En la siguiente figura puede observarse la demanda implícita junto a los cambios en el output vendido (RPM), medido por los ingresos por milla por pasajero, la capacidad medida por asiento disponible por milla (ASM) y el Load Factor:

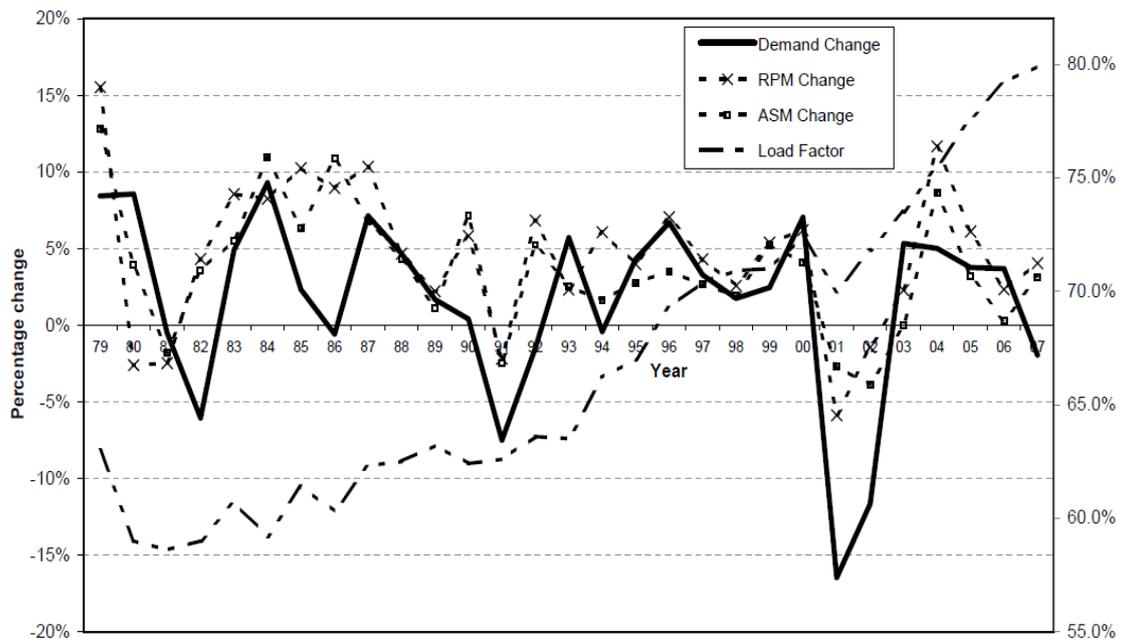


Figura 5.7 Cambios en la demanda, RPM, ASM y Load (EEUU, 1979-2007). Fuente: Borenstein, Rose, 2008

La percepción común de que los aviones vuelan llenos cuando la demanda es muy fuerte y prácticamente vacíos cuando la demanda es más reducida no es corroborada por los datos. Como podemos ver en la Figura 5.7 el Load Factor no parece verse muy afectado por todas las variaciones de la demanda que esta sufre en los años contemplados en la figura. Ninguna de las principales caídas de la demanda después de la desregulación fue acompañada por una caída tan significativa de los factores de carga de las aeronaves. Esto significa que las compañías aéreas han sabido gestionar la cantidad de output ofrecido y los precios para mantener la proporción de asientos ocupados más o menos constante, aun sufriendo grandes perturbaciones en la demanda.

Por otro lado, los fuertes cambios en el precio del combustible tampoco parecen conducir a grandes cambios en los Load Factor. Por ejemplo, las grandes subidas en el precio del fuel como las de 1990, 2000 o 2005 no pueden asociarse de manera directa con un Load Factor inusual. Desde las desregulación ha habido una clara tendencia a un mayor Load Factor, aun pasando por varias fluctuaciones durante los años [Borenstein, Rose, 2008].

¹¹ Hedging: Política de cobertura de riesgos realizada sobre contratos, para reducir el impacto financiero o de coste, de modificaciones en los tipos de cambio, tipos de interés o precios futuros sujetos a oscilaciones del mercado.

Para entender el concepto de la volatilidad en los costes de las aerolíneas también tenemos que tener en cuenta el concepto de la innovación en el sector. Con menos de 20 años con una industria totalmente desregulada en Europa sería un error suponer que las aerolíneas han tenido tiempo suficiente para adaptarse al nuevo entorno empresarial. Aun así, la industria aérea post desregulación ha sido una de las industrias líderes en la experimentación con procesos alternativos de producción, modelos de precios y formas de organización

La innovación tecnológica en el sector aéreo ha sido relativamente lenta comparada con otros sectores como el de telecomunicaciones, electrónica, medios de comunicación u otras industrias, debido a las particularidades y dificultades del negocio.

Otra de las formas de innovación más importantes llevadas a cabo por parte de las aerolíneas es la forma de organización. En las épocas iniciales del negocio del transporte aéreo, una compañía aérea era una entidad independiente que vendía billetes para viajar por las rutas que operaba. Años después la mayoría de grandes compañías han empezado a formar alianzas de código compartido con otras aerolíneas más pequeñas que les proporcionan tráfico de alimentación para sus centros de operaciones. Con los años, las alianzas estratégicas han aumentado en número, alcance geográfico y dimensiones. Estas alianzas, sin ser fusiones, son un tipo de organización en que las aerolíneas compiten en algunos mercados al mismo tiempo que cooperan de forma conjunta en otros mercados.

Las capacidades de gestión necesarias para hacer una aerolínea eficiente están en constante cambio. Las aerolíneas continúan experimentando con enfoques alternativos para las operaciones de vuelo, la programación, los precios, la forma de organización y de distribución y muchos otros aspectos del negocio.

Es necesario cierto tiempo para concluir el resultado de una prueba o un experimento empresarial por lo que esta experimentación tiene un gran riesgo. Como es obvio, muchos de los experimentos no han tenido éxito en el sector del transporte de pasajeros por vía aérea.

En resumen, el negocio de las aerolíneas posee unas características que determinan y condicionan la rentabilidad y el retorno que las compañías aéreas pueden ofrecer a los inversores de capital. Debido a estas características, durante los años, muchos analistas han pensado que este mercado desregulado llevaría a una competencia destructiva en la que finalmente el sector no obtendría la financiación necesaria para hacer frente a la demanda o que el mercado desregulado de este negocio tendía a ser un monopolio o un oligopolio estrecho en el que únicamente pueden sobrevivir un número reducido de aerolíneas.

Aunque las bases de estos razonamientos, basadas en características obvias de este negocio, son verídicas, el mercado desregulado actual no parece apuntar a ninguna de estas situaciones. Aun así, es cierto que la demanda cíclica del sector sumado a unos costes fijos altísimos que dificultan la adaptación a los cambios en la demanda, unos costes de mano de obra muy elevados que tampoco pueden adaptarse a esta demanda, unos costes de combustible que varían independientemente de la demanda subiendo y bajando drásticamente los costes operacionales y ,por último, un sector nuevo que lleva menos de 20 años desregularizado, caracterizado por su innovación y experimentación en la producción, en los modelos de precios y en formas de organización, lo que conlleva un riesgo asociado, han generado durante los años una gran volatilidad en las ganancias de las aerolíneas que obviamente también dificulta y empeora los retornos de capital ofrecidos a los inversores del sector aéreo.

Capítulo 6 - Estudio de rentabilidad: Aerolíneas Europeas

Para observar de forma directa cual es, ha sido y puede llegar a ser en un futuro, la situación en relación a la rentabilidad de las compañías aéreas y el retorno a los inversores, se ha realizado un estudio de las cuentas de resultados anuales de cuatro aerolíneas distintas, publicadas oficialmente en su página web. Estas aerolíneas son: Lufthansa, British Airways, Ryanair y EasyJet.

A través de estos informes anuales se ha procurado obtener toda la información posible en referencia a la rentabilidad y al retorno de capital para los inversores de cada una de las compañías cada uno de los años que se ha estudiado. Por ello, se ha considerado calcular la Rentabilidad Económica, la Rentabilidad Financiera y por último el ROIC.

La Rentabilidad Económica o ROA (Return on Assets) mide el rendimiento promedio obtenido por las inversiones en la empresa en relación al activo. Con este indicador se puede obtener la rentabilidad del activo de la empresa o el beneficio que estos han generado por cada euro invertido en la empresa, con independencia de la financiación de esta inversión. Esto permite la comparación de la rentabilidad entre empresas sin que la diferencia de sus estructuras financieras afecte al valor de la ratio. Para calcularla se utilizará la siguiente formula [34,35]:

$$\text{Rentabilidad Económica} = \frac{\text{BAII}}{\text{Activo total}}$$

La Rentabilidad Financiera o ROE (Return on Equity) mide los beneficios que se obtienen mediante ciertos recursos en un periodo de tiempo determinado. Relaciona el beneficio económico con los recursos necesarios para obtener ese lucro. Dentro de la empresa, muestra el retorno para los accionistas. Se considera una medida de rentabilidad más apropiada para los accionistas o propietarios que la Rentabilidad Económica y por ello es el indicador de rentabilidad básico para los directivos que buscan maximizar el interés de los propietarios o inversores. Para calcularla se utilizará la siguiente formula [34,35]:

$$\text{Rentabilidad Financiera} = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Patrimonio neto}}$$

Por último, el Retorno sobre el Capital Invertido o ROIC (Return on Invested Capital) mide la rentabilidad que han obtenido los inversores (accionistas y acreedores) por el capital prestado para financiar los proyectos emprendidos por la empresa. Es decir, es la valoración o medida de la riqueza generada que puede destinarse a la retribución de la financiación obtenida. El ROIC complementa las ratios de Rentabilidad Económica y Financiera. Debido a que analiza el retorno que obtiene la financiación retribuable, el numerador contempla el beneficio después de impuestos de sociedades pero antes de intereses financieros. El denominador, por lo general, ya que existen infinitas formas de calcular el ROIC, contempla los fondos propios (Patrimonio Neto) y la denominada deuda financiera. Es decir, normalmente, incluye el volumen total de Patrimonio Neto y todo el pasivo descontando el pasivo espontáneo. El denominado pasivo espontáneo es aquel pasivo a corto plazo que genera automáticamente el propio ciclo productivo. El volumen de pasivo

espontaneo varía de forma automática y proporcional con el momento de ciclo productivo y económico en que se encuentre la empresa. Por ejemplo, crece en épocas de expansión y se reduce en épocas de crisis. Básicamente lo constituyen las financiaciones sin coste financiero como podrían ser proveedores o administraciones públicas. Debido a que no siempre es fácil y directo extraer el pasivo espontaneo del pasivo total y puede conllevar muchas dudas de interpretación además de que no siempre está indicado en la cuenta de resultados se ha decidido hacer una aproximación al ROIC teniendo en cuenta todo el Patrimonio Neto y todo el Pasivo. Por lo tanto se utilizará la siguiente formula [31, 32, 33]:

$$ROIC = \frac{\text{Resultado antes de intereses y después de impuestos}}{\text{Capital invertido (Patrimonio Neto + Deuda a corto y largo plazo)}}$$

Por ello, es importante tener en cuenta que el cálculo realizado es aproximado y las comparaciones entre los resultados de diferentes estudios en los cuales se calcula el ROIC han de hacerse con cierto criterio, teniendo en cuenta una posible variación. Es decir, aunque diferentes estudios muestran resultados del ROIC obtenido por ciertas compañías aéreas, no se conoce cuál ha sido el método de cálculo en todos los casos y puede existir una variación en los resultados según las partidas que se hayan tenido en cuenta al realizar el cálculo. Por ello, se ha decidido ser cautos con este cálculo y considerar todo el Capital Invertido en el denominador para eliminar diferencias y dudas entre el cálculo de las diferentes compañías, debido a la infinidad de maneras diferentes en que cada una de las compañías expresan sus resultados en sus cuentas anuales [31, 32, 33].

Para este estudio se ha tratado de interpretar los datos teniendo en cuenta el tipo de servicio que ofrece al pasajero, la competencia en sus operaciones y todos los aspectos considerados trascendentes para tratar de acercarse el máximo posible a las razones por las que se han obtenido cada uno de los resultados publicados. A través del estudio de las cuentas de resultados, podrán observarse y analizarse las diferentes estrategias empresariales utilizadas por las aerolíneas para hacer frente a las dificultades, expuestas en el anterior apartado, que caracterizan el negocio de las líneas aéreas.

Para obtener una visión amplia de la historia reciente de la rentabilidad de las compañías aéreas europeas estudiadas se ha decidido estudiar las cuentas de resultados anuales de los años: 2006, 2009 y 2015. El primer año, antes de la crisis, el segundo en plena crisis económica y el último utilizando los datos de resultados anuales más recientes que podemos encontrar. Con ello, se pretende contrastar los resultados de cada una de las aerolíneas en las diferentes situaciones en las que han operado, intentando entender el porqué de cada uno de los resultados, observando las acciones tomadas cada uno de los años.

Para poder contemplar y comparar diferentes tipos de estrategias enfocadas a diferentes mercados y diferentes tipos de pasajero en algunos casos, se ha elegido, por un lado, dos compañías de estilo "tradicional", de corto y largo radio, con una flota de aviones variada, enfocadas a la calidad en sus servicios y el servicio al pasajero, como son Lufthansa y British Airways. Por otro lado, se ha elegido dos compañías de corto radio, enfocadas a la reducción de coste y con una flota única de aviones, como son Ryanair y EasyJet. De esta manera podrá compararse también la rentabilidad según la estrategia principal de la compañía y determinar cuál ha sido la más rentable en los años estudiados.

6.1 Lufthansa

Deutsche Lufthansa AG, con código *IATA LFH* y código *OACI DLH*, es una compañía alemana con sede en Colonia. Desde 2009, es considerada la compañía aérea más grande de Europa. La aerolínea forma parte de un gran grupo denominado: “*Grupo Lufthansa*” que actualmente engloba servicios de línea aérea, logística, MRO, catering y otros segmentos de negocio de pasajeros, ocupando en todos sus segmentos una importante posición de liderazgo en sus respectivos mercados. En 2015, el Grupo Lufthansa generó unos ingresos de 32.1 billones de euros y ha dado empleo a un promedio de 119.559 empleados.

Deutsche Lufthansa AG es la sociedad matriz y mayor empresa de funcionamiento individual dentro del Grupo Lufthansa. El Consejo Ejecutivo de Deutsche Lufthansa AG es el responsable de la gestión de la Sociedad y la definición de su dirección estratégica. Deutsche Lufthansa AG ha creado los diferentes segmentos de negocio para aumentar el valor de la empresa de forma sostenible.

El objetivo del Grupo Lufthansa es ser la primera opción en la aviación para los clientes, empleados, accionistas y colaboradores. De cara al futuro, el Grupo Lufthansa, tiene la intención de seguir desempeñando un papel importante en la configuración del mercado mundial de la aviación.

A la vez que Deutsche Lufthansa AG ha diversificado su negocio principal, el transporte de pasajeros, reforzándolo con otros servicios como el catering, la logística o el MRO, también ha ampliado este negocio para adaptarse a los diferentes tipos de demanda que existen actualmente. Es por ello que además de la conocida Lufthansa, dentro del Grupo Lufthansa también se incorporan otras aerolíneas como: Austrian, Swiss, Germanwings, Brussels Airline, Edelweiss y SunExpress, con las cuales el grupo ofrece servicio de corto radio a un precio más competitivo. En su conjunto el Grupo Lufthansa ofrece a sus clientes una red global de 271 destinos en 107 países. [40]

Rank	Airline	Region	RPKs (billions)	% chg
1	Delta Air Lines	North America	313.7	1
2	United Airlines	North America	287.3	-0.5
3	Emirates Airline	Middle East	215.4	14.2
4	American Airlines	North America	206.6	1.6
5	Southwest Airlines	North America	168.1	1.5
6	Lufthansa	Europe (EU)	153.3	2.3
7	Air France	Europe (EU)	136.4	0.5
8	British Airways	Europe (EU)	131.3	3.9
9	China Southern	Asia Pacific	121.8	8.6
10	China Eastern	Asia Pacific	120.5	10.4

Tabla 6.1 Top 10 Aerolíneas Globales según su RPK (2013). Fuente: European Commission, 2015

En 2013 Lufthansa, como compañía aérea, se consolidaba como la sexta aerolínea mundial según el RPK siendo la primera en Europa con un margen considerable por encima de su seguidora Air France con 153.3 millones de RPKs para este año.

Por otro lado, en cuanto al beneficio obtenido, el Grupo Lufthansa se consolidó en 2013 como la segunda fuerza en el mundo aeronáutico:

Ranking in 2013	Group/Airline	Country	Region	Revenues (US\$ m)	Net Profit (\$m)	
					2013	2012
1	American Airlines Group	United States	North America	40,419	-1,233	-1,239
2	Lufthansa Group	Germany	EU	39,920	416	1,584
3	United Continental Holdings	United States	North America	38,279	571	-723
4	Delta Air Lines	United States	North America	37,773	10,540	1,009
5	Air France/KLM Group	France	EU	33,940	-2,417	-1,574
6	FedEx	United States	North America	27,121		
7	International Airlines Group	United Kingdom	EU	24,686	195	-898
8	Emirates Group	United Arab Emirates	Middle East	23,895	1,112	845
9	Southwest Airlines	United States	North America	17,699	754	421
10	Qantas	Australia	Asia-Pacific	16,218	6	-253

Tabla 6.2 Top 10 Grupos Empresariales de Aerolíneas según su beneficio neto (2013). Fuente: European Commission, 2015

Como puede observarse, el grupo obtuvo 39.920 millones de dólares estadounidenses de beneficios netos, a escaso medio millón del número uno mundial en cuanto a beneficios: American Airlines Group. El grupo alemán muestra unos grandes beneficios consolidándose también como el mejor grupo europeo a gran distancia de su grupo seguidor: Air France / KLM Group.

6.1.1 Lufthansa 2006

Lufthansa en 2006 consiguió 803 millones de euros de beneficios netos. Según los analistas de la compañía los motivos que llevaron a estos grandes resultados fueron el buen rendimiento operativo de la aerolínea junto con las correctas perspectivas de negocio a las que se enfocó la operativa, los éxitos en la reorganización de la empresa de catering además de la venta de Thomas Cook, propiedad de Lufthansa hasta 2006, vendido con el objetivo de centrarse en el núcleo del negocio.

El precio de las acciones de Lufthansa creció en más de un 66% en este año resultando en la capitalización de mercado más alta de todas las compañías aéreas europeas. El grupo batió records de número de contratos y reservas para todos los segmentos del negocio en los que estaba involucrado. Se ha avanzado hacia la sostenibilidad durante los últimos años, llegando a incluir en este año a Lufthansa en el Índice de Sostenibilidad Dow Jones. Se considera que la estrategia de Lufthansa estaba funcionando correctamente, aumentando en 2006 el beneficio operacional en un 46.4% respecto al año anterior llegando a los 845 millones de euros gracias a unos mayores ingresos y a una mejor gestión de los costes.

Lufthansa en 2006 se posicionaba como una aerolínea capaz de responder mucho más rápido y de una manera más flexible a los cambios competitivos de lo que era capaz de hacerlo hace unos años,

constituyendo una muy buena posición en el mercado, con una gran presencia en el segmento “premium”. Además, se llevó a cabo la integración de SWISS con gran éxito, diversificando así el enfoque del negocio de transporte de pasajeros del Grupo Lufthansa, ofreciendo mayor red de destinos a menor coste a través de SWISS [Lufthansa, 2006].

Los resultados de las ratios calculadas para este año fueron los siguientes:

Rentabilidad Económica

$$RE = \frac{1078}{\frac{19461 + 19272}{2}} = \frac{1078}{19366.5} = 0.05566 = \mathbf{5.57\%}$$

Rentabilidad Financiera

$$RF = \frac{897}{\frac{4903 + 4522}{2}} = \frac{897}{4712.5} = 0.19034 = \mathbf{19.03\%}$$

Retorno sobre el capital invertido:

$$ROIC = \frac{1078 - 230}{\frac{19461 + 19272}{2}} = \frac{848}{19366.5} = 0.04378 = \mathbf{4.38\%}$$

6.1.2 Lufthansa 2009

Golpeados por la crisis, al igual que el resto de competidores, Lufthansa entró en pérdidas en 2009. Después de presentar en 2008 los segundos mejores resultados de lo que llevaba de historia la compañía, en 2009, Lufthansa finaliza el año con 130 millones de euros de beneficio operativo y 112 millones de euros de pérdidas de resultado neto del periodo.

Wolfgang Mayrhuber (Presidente del Consejo Ejecutivo de Deutsche Lufthansa AG) mostraba su insatisfacción con estos resultados pero destacaba que fueron muy buenos comparados con los de sus principales competidores. La crisis golpeó a todos los segmentos de negocio del grupo Lufthansa aunque se consiguió equilibrar las pérdidas más grandes de los segmentos más afectados con otros a los que la crisis no hizo tanto daño.

La compañía se mostraba con buenas perspectivas para los siguientes años por lo que la inversión no se vio reducida en 2009. La política de dividendos que premia a los inversores en años con buenos resultados con altos dividendos permite no pagar dividendos al finalizar el año debido a los resultados negativos de la compañía en el año 2009 y el entorno macroeconómico incierto de este año.

Todos los segmentos de negocio fueron capaces de responder al cambio en el mercado y adaptar sus costes, capacidad y la inversión de las nuevas circunstancias con gran flexibilidad [Lufthansa, 2009].

Los resultados de las ratios calculadas para este año fueron los siguientes:

Rentabilidad Económica

$$RE = \frac{271}{\frac{26392 + 22408}{2}} = \frac{271}{24400} = 0.0111 = \mathbf{1.11\%}$$

Rentabilidad Financiera

$$RF = \frac{-229}{\frac{6202 + 6594}{2}} = \frac{-229}{6398} = -0.03579 = \mathbf{-3.58\%}$$

Retorno sobre el capital invertido:

$$ROIC = \frac{271 + 129}{\frac{26392 + 22408}{2}} = \frac{400}{24400} = 0.016393 = \mathbf{1.64\%}$$

6.1.3 Lufthansa 2015

El ejercicio de 2015 de Lufthansa se ha visto ensombrecido por el accidente de Germanwings el 24 de Marzo de 2015. Incluso después de esta tragedia, las operaciones del grupo no podían cesar ya que después de la seguridad, la prioridad más importante del grupo es su propia viabilidad futura, según declara en su cuenta de resultados de este mismo año. Por ello, se tomaron las decisiones comerciales necesarias para salvaguardar el futuro de la compañía y el grupo. Todo ello, resulto en un resultado operativo de 1555 millones de euros y un resultado neto del ejercicio, después de intereses y tasas de 1698 millones de euros.

En este año complicado para Lufthansa también se han sufrido las huelgas masivas de trabajadores de la compañía debido a las modificaciones de los convenios colectivos. A pesar de las huelgas Lufthansa ha sido capaz de establecer un nuevo record de número de pasajeros y load-factor en los aviones de la compañía. Además, se iniciaron nuevas join-ventures y un nuevo modelo estratégico de distribución que pretendía estabilizar los rendimientos del grupo.

Cabe destacar el éxito financiero en este año de las empresas de servicios del grupo que permiten ampliar su propio crecimiento y ampliar la posición de rentabilidad dentro de sus respectivos mercados [Lufthansa, 2015].

Los resultados de las ratios calculadas para este año fueron los siguientes:

Rentabilidad Económica

$$RE = \frac{1555}{\frac{32462 + 30474}{2}} = \frac{1555}{31468} = 0.04941 = \mathbf{4.94\%}$$

Rentabilidad Financiera

$$RF = \frac{1722}{\frac{5845 + 4031}{2}} = \frac{1722}{4938} = 0.34872 = \mathbf{34.87\%}$$

Retorno sobre el capital invertido:

$$ROIC = \frac{1555 - 304}{\frac{32462 + 30474}{2}} = \frac{1251}{31468} = 0.03975 = \mathbf{3.97\%}$$

6.2 British Airways

British Airways, con código IATA BA y código OACI BAW, es la compañía bandera del Reino Unido y una de las principales aerolíneas “premium” a nivel mundial. Con sede en Waterside, British Airways es miembro fundador de la alianza de aerolíneas Oneworld junto con American Airlines, Cathay Pacific, Qantas y Iberia L.A. Su sede principal está en Londres, el mayor mercado de viajes premium del mundo. La aerolínea posee una fuerte presencia en los aeropuertos de Heathrow, Gatwick y London City.

British Airways tiene su principal centro de operaciones en la Terminal 5 de Heathrow, la mejor terminal aeroportuaria a escala internacional según la última encuesta realizada por SkyTrax, que recoge las opiniones de viajeros de líneas aéreas de todo el mundo.

Opera una de las mayores redes internacionales de servicios aéreos regulares del mundo. Teniendo en cuenta sus acuerdos de negocio conjunto, código compartido y franquicias, British Airways vuela a más de 70 países, transporta a casi 40 millones de pasajeros al año y tiene una flota de más de 280 aviones, tanto de corto como de largo radio.

En el 2009, en plena crisis económica British Airways anuncia haber alcanzado un acuerdo preliminar de fusión con Iberia. La fusión entre las dos aerolíneas formaba en aquel entonces la tercera mayor aerolínea en términos de ingresos anuales y el segundo mayor grupo de Europa. La fusión fue confirmada en 2010 para finalmente fusionarse de manera oficial después de recibir la aprobación de la Comisión Europea en 2011 para crear formalmente International Airlines Group (IAG), a la que más adelante se añadirá Vueling y por último Aer Lingus.

Sin tener en cuenta sus socios del grupo, British Airways es una de las compañías con uno de los índices RPK más elevados a nivel global. Como puede observarse en la *Tabla 6.1* del anterior apartado, en 2013 British Airways se situaba como la octava aerolínea mundial según su RPK, siendo la tercera en Europa con 131.1 millones de RPKs, únicamente por debajo de Lufthansa y Air France.

Por otro lado, en cuanto al beneficio obtenido, el grupo al que pertenece British Airways, IAG se consolidó en 2013 como la séptima fuerza en el mundo aeronáutico con 24.686 US\$, siendo el tercer grupo europeo con más ingresos por detrás del grupo Lufthansa y Air France / KLM (*Tabla 6.2*) [41].

6.2.1 British Airways 2006

2006 fue un año de transición y renovación de la compañía que hizo un progreso constante hacia sus objetivos financieros y en el desarrollo de la nueva cartera de productos que permitían proporcionar al cliente el mejor servicio.

En este año, Willie Walsh, a día de hoy actual presidente ejecutivo de IAG, asumió el cargo de presidente ejecutivo de British Airways. Con su llegada, se implantaron nuevas estrategias para mejorar la lucha contra las áreas menos rentables del negocio, reestableciendo el control en los costes a través de una reestructuración de la gestión y la planificación de las operaciones.

El resultado operativo del año fue de 705 millones de libras que después de pagar intereses finalizaron en 620 millones de libras antes de impuestos. Este se consideró un buen resultado, pudiéndose comparar favorablemente con sus principales competidores. El resultado del ejercicio atribuible a los miembros de British Airways Plc ascendió a 451 millones de libras, frente a un beneficio de 377 millones de libras el año anterior. Con el fin de seguir fortaleciendo el balance de la sociedad, el consejo de dirección de la compañía recomendó no volver a recomendar el pago de dividendo para el año siguiente [*British Airways, 2006*].

Los resultados de las ratios calculadas para este año fueron los siguientes:

Rentabilidad Económica

$$RE = \frac{705}{\frac{12174 + 11671}{2}} = \frac{705}{11922.5} = 0.05913 = \mathbf{5.91\%}$$

Rentabilidad Financiera

$$RF = \frac{467}{\frac{1861 + 1185}{2}} = \frac{467}{1523} = 0.30663 = \mathbf{30.66\%}$$

Retorno sobre el capital invertido:

$$ROIC = \frac{705 - 153}{\frac{12174 + 11671}{2}} = \frac{552}{11922.5} = 0.04629 = \mathbf{4.63\%}$$

6.2.2 British Airways 2009

El año 2009 se transportaron a más de 33 millones de pasajeros. British Airways generó beneficio saciando la demanda de viajes de negocio, ofreciendo conexiones vitales para este mercado de pasajeros, así como proporcionando viajes de placer para familias y amigos.

En este complicado año, se generaron casi 9 mil millones de libras de beneficios, un 2.7% más que el año anterior. Aun así, a final de año, los resultados de la compañía muestran pérdidas. Los resultados operacionales finalizaron con 220 millones de libras de pérdidas que daban como resultado 401 millones de libras de pérdidas después de impuestos. El transporte de pasajeros represento un 87.1% de estos ingresos, proviniendo el 7.5% de carga aérea y 5.4% de otras actividades.

Económicamente, fue un año difícil para la compañías aéreas, al igual que para el resto de la industria. Además del entorno económico que tuvieron que sufrir todas las aerolíneas y negocios en general en esta etapa, como resulta obvio, los viajes de negocios se redujeron de forma considerable en estos años de crisis, lo que hizo perder ingresos a British Airways de forma directa.

Sin embargo la dirección se mostraba optimista debido a los niveles de calidad alcanzados en este año. La compañía intentaba equilibrar la necesidad de tomar medidas a corto plazo para poder obtener beneficios en un entorno comercial complicado con el objetivo, a largo plazo, de crear una compañía de alto rendimiento, centrada al mercado y de alta calidad.

Debido a las deterioradas condiciones del momento, la dirección de la compañía consideró un error recomendar dividendos o bonos a los ejecutivos de alto rango. El objetivo a largo plazo era proporcionar a los accionistas un flujo de dividendos creciente y consistente y poder pagar bonos para empleados acordes con estos dividendos pero en ese momento no podían justificarse debido a la situación del mercado [*British Airways, 2009*].

Los resultados de las ratios calculadas para este año fueron los siguientes:

Rentabilidad Económica

$$RE = \frac{-220}{\frac{10488 + 11292}{2}} = \frac{-220}{10890} = -0.02020 = \mathbf{-2.02\%}$$

Rentabilidad Financiera

$$RF = \frac{-358}{\frac{1646 + 3062}{2}} = \frac{-358}{2354} = -0.15208 = \mathbf{-15.20\%}$$

Retorno sobre el capital invertido:

$$ROIC = \frac{-220 + 43}{\frac{10488 + 11292}{2}} = \frac{-177}{10890} = -0.016253 = -1.62\%$$

6.2.3 British Airways 2015

British Airways finalizó este año con un beneficio operativo de 1264 millones de libras, considerablemente superiores a los 975 millones de libras obtenidos en 2014. Los ingresos totales para el año fueron de 11333 millones de libras, los cuales significan una caída del 3.3% respecto al año anterior. Esta caída fue en gran parte causada por una disminución de 288 millones de libras en los ingresos obtenidos del transporte de pasajeros debido al aumento de competencia en las principales rutas del Atlántico Norte y una disminución en los clientes corporativos en las rutas clave para el negocio del petróleo debido a la continua caída del precio del petróleo.

La capacidad disponible (ASK) aumentó en un 2% como resultado de la obtención de los nuevos aviones que significaron un aumento del número de pasajeros transportados, los cuales llegaron a los 43 millones. Por otro lado, los ingresos por pasajero por kilómetro transportado (RPK) disminuyeron en un 5.2% respecto al último año, también como resultado del incremento de competencia en rutas clave de la compañía.

En 2015 BA ha dado la bienvenida a 15 nuevos aviones, entre ellos cinco Boeing 787-9. La compañía se ha centrado en la inversión en el producto final, que se considera lo más importante para sus clientes, así como la introducción de nuevos aviones y la renovación de los más antiguos que posee la compañía [British Airways, 2015].

Los resultados de las ratios calculadas para este año fueron los siguientes:

Rentabilidad Económica

$$RE = \frac{1239}{\frac{15376 + 13426}{2}} = \frac{1239}{14401} = 0.08603 = 8.60\%$$

Rentabilidad Financiera

$$RF = \frac{2508}{\frac{4398 + 1900}{2}} = \frac{2508}{3149} = 0.79644 = 79.64\%$$

Retorno sobre el capital invertido:

$$ROIC = \frac{1239 - 120}{\frac{15376 + 13426}{2}} = \frac{1119}{14401} = 0.07770 = 7.77\%$$

6.3 Ryanair

Ryanair, Plc, con código IATA: FR y OACI: RYR, es una aerolínea de bajo coste con sede social en Irlanda. Se define como la aerolínea con la que el cliente puede ir donde quiera, de forma barata, fiable y sin preocupaciones. Es la aerolínea europea que realiza más viajes en Europa, con más de 1500 vuelos diarios y 58 bases en todo el continente.

Su modelo simple y de bajo coste ha revolucionado el sector de las compañías aéreas en Europa. Además de los precios más bajos Ryanair presume de ser la compañía europea más puntual del sector. Siempre se ha caracterizado por su rápida y continua expansión, especialmente tras la desregulación de la industria aérea europea en 1997. Se ha consolidado durante los años recientes como una de las aerolíneas más rentables del mundo.

Actualmente, la compañía cuenta con 300 nuevos Boeing 737-800 en funcionamiento y 283 nuevos Boeing 737 pedidos. A día de hoy, la media de edad de los aviones de la compañía es de únicamente 6.8 años, lo que la sitúa como una de las flotas más nuevas de todo el sector a nivel global.

Cabe destacar el gran número de críticas que ha recibido la compañía durante su historia. Ha sido acusada de saltarse las políticas de la UE y de realizar publicidad engañosa en varias ocasiones. Se la ha culpado también en numerosas ocasiones de no dar el servicio adecuado a los pasajeros y de no tratarlos adecuadamente.

Ryanair se ha defendido de todo ello calificando todas estas afirmaciones de campañas para desprestigiar a la compañía. Si observamos los datos, a día de hoy, Ryanair es la compañía aérea europea con menos retrasos en sus vuelos, menos maletas perdidas y menos número de cancelaciones [42].

En 2013, Ryanair se situaba en el puesto 24 del ranking global de aerolíneas según su beneficio con 6.763 US\$, siendo la sexta en cuanto a aerolíneas Europeas.

Ranking in 2013	Group/Airline	Country	Region	Revenues (US\$ m)	Net Profit (\$m)	
					2013	2012
24	Ryanair	Ireland	EU	6,763	702	733
25	Thai Airways International	Thailand	Asia-Pacific	6,685	-389	203

Tabla 6.3 Top 25 Aerolíneas Globales según su beneficio neto (2013). Fuente: European Commission, 2015

En cuanto al RPK la compañía irlandesa se sitúa en el cuarto puesto europeo solo por debajo de Lufthansa, Air France y British Airways a nivel europeo, siendo la aerolínea “low-cost” con mayor RPK de Europa:

Airline	Passenger Data				% change vs. previous year			PLF Pts
	Passengers Boarded (million)	Traffic RPK (million)	Capacity ASK (million)	Load Factor %	Pax	Traffic	Capacity	
Lufthansa	76.3	153,334	193,807	79.1	1.4	2.3	1.0	1.0
Air France	47.8	136,435	165,350	82.5	-5.5	0.5	-0.8	1.0
British Airways	40.0	131,333	161,444	81.3	6.3	3.9	2.0	1.5
Ryanair	81.7	100,000	120,000	83.0	3.0	3.8	2.4	0.8
Turkish Airlines (non-EU)	48.3	92,003	116,423	79.0	23.6	23.2	21.1	1.3

Tabla 6.4 Aerolíneas Europeas según su RPK (2013). Fuente: European Commission, 2015

6.3.1 Ryanair 2006

En 2006, la dirección de la compañía se mostraba orgullosa de los logros obtenidos en un año considerado como complicado debido al impacto que causó en el negocio el precio del combustible. Por ello, se consideró como muy positivo el 12% de aumento en el beneficio neto ajustado después de impuestos, obteniendo 302 millones de euros a pesar del aumento del 74% de los costes de combustible que sufrió la compañía en este año. Estos resultados, un año en el que el precio del combustible dificultaba la obtención de beneficio, demostraban la fuerza del modelo de negocio impuesto por Ryanair, capaz de generar beneficios incluso durante periodos de dificultad comercial.

En 2006 los pasajeros transportados aumentaron en un 26% logrando llegar a los 35 millones de pasajeros. Se eliminaron de la flota el resto de Boeing 737-200 que aún disponía la compañía, lo que resultó en una reducción significativa de la edad media de la flota a 2.4 años. Al mismo tiempo, se obtuvieron 25 nuevos Boeing 737-800, dejando a la compañía con la flota más importante de Europa.

Este año, se abrieron cinco nuevas bases, poniendo en marcha 75 nuevas rutas y ampliando las operaciones a tres nuevos países. Los precios del combustible representaban en ese año el 35% de los costes operativos de la compañía comparados con un 27% el año pasado. Los costos unitarios cayeron en un 5% aun teniendo en cuenta el aumento del precio del combustible. Desde el año 2000 los costos operativos unitarios se redujeron en un 40%.

Ryanair siguió centrándose en la reducción máxima de costes, previendo más reducción del coste unitario para el próximo año. El producto ofrecido al cliente continuaba mejorando siendo la compañía número uno en Europa en cuanto a puntualidad, siendo la compañía con el menor número de cancelaciones y el nivel más bajo de maletas perdidas [Ryanair, 2006].

Los resultados de las ratios calculadas para este año fueron los siguientes:

Rentabilidad Económica

$$RE = \frac{375}{\frac{4634 + 3818}{2}} = \frac{375}{4226} = 0.08873 = \mathbf{8.87\%}$$

Rentabilidad Financiera

$$RF = \frac{307}{\frac{1992 + 1734}{2}} = \frac{307}{1863} = 0.16478 = \mathbf{16.48\%}$$

Retorno sobre el capital invertido:

$$ROIC = \frac{375 - 32}{\frac{4634 + 3818}{2}} = \frac{343}{4226} = 0.08116 = \mathbf{8.12\%}$$

6.3.2 Ryanair 2009

Ryanair obtuvo en 2009 un beneficio neto después de impuestos de 105 millones de euros, resultado que catalogaban como decepcionante comparándolo con el beneficio record del año anterior que fue de 481 millones de euros. Sin embargo, el resultado de 2009 fue un logro significativo si se tiene en cuenta la afectación que sufrió la compañía por la crisis financiera y por los altos precios del petróleo que causaron que la factura a pagar de combustible llegara a los 466 millones de euros.

En 2009 el tráfico de pasajeros creció un 15%, transportando a 59 millones de pasajero. Se obtuvieron 18 aviones nuevos con los cuales la flota de Ryanair ascendía a 181 Boeing 737-800. También se abrieron 6 nuevas bases. Además, el servicio hacia el pasajero mejoró y se consolidaba como líder en Europa, mejorando la puntualidad y reduciendo el número de maletas perdidas y cancelaciones.

Mirando hacia el futuro, la dirección de la compañía auguraba un incremento del beneficio neto después de impuestos como resultado de los ahorros obtenidos por los programas de cobertura de combustible y reducción de costes. Ryanair disponía en ese año de un 90% de cobertura para los tres primeros trimestres de 62\$ por barril de Brent, precio considerablemente por debajo del precio de mercado de ese año.

Las expectativas de la compañía eran optimistas, esperando salir de la recesión aumentando considerablemente el tráfico, con una mayor cuota de mercado, precios más bajos y una base de costos todavía más bajos [Ryanair, 2009].

Los resultados de las ratios calculadas para este año fueron los siguientes:

Rentabilidad Económica

$$RE = \frac{93}{\frac{6388 + 6328}{2}} = \frac{93}{6358} = 0.01462 = \mathbf{1.46\%}$$

Rentabilidad Financiera

$$RF = \frac{-169}{\frac{2425 + 2502}{2}} = \frac{-169}{2463.5} = -0.06860 = \mathbf{-6.86\%}$$

Retorno sobre el capital invertido:

$$ROIC = \frac{93 - 11}{\frac{6388 + 6327}{2}} = \frac{82}{6357.5} = 0.000157 = \mathbf{0.02\%}$$

6.3.3 Ryanair 2015

La compañía finalizaba este último año con un aumento del 66% de las ganancias después de impuestos respecto al año anterior, obteniendo 867 millones de euros netos. Estos resultados fueron debidos a un aumento del 11% de pasajeros transportados, un incremento del 5% del coeficiente de ocupación de los aviones, llegando al 88%, y de una fuerte disciplina de costes en el negocio.

Además del buen resultado obtenido a final de año, durante el transcurso de este se abrieron 8 nuevas bases con 143 nuevas rutas y se reservaron 200 Boeing 737-Max-200 con una entrega estimada para el 2019-2023 (100 firmados y 100 con opción a compra). Por otro lado, se emitieron 2 eurobonos con un valor acumulado de 1.7 billones de euros y se premió a los accionistas con un dividendo especial en febrero de 2015 de 520 millones de euros y 400 millones de euros sobre el programa de recompra de acciones finalizada en agosto de 2015.

En este año Ryanair se mantenía líder en puntualidad de Europa y experimentaba mejoras en la experiencia del cliente gracias al programa "AGB" (Always Getting Better) que ha ayudado a impulsar un fuerte crecimiento.

El enfoque de la compañía sigue centrado en los costes, expresados a través de los costes unitarios los cuales aún haber crecido significativamente en los aeropuertos principales, se han reducido en cómputo global un 5% [Ryanair, 2015].

Los resultados de las ratios calculadas para este año fueron los siguientes:

Rentabilidad Económica

$$RE = \frac{1043}{\frac{12185 + 8812}{2}} = \frac{1043}{10498.5} = 0.09934 = \mathbf{9.93\%}$$

Rentabilidad Financiera

$$RF = \frac{867}{\frac{4035 + 3286}{2}} = \frac{867}{3660.5} = 0.23685 = \mathbf{23.68\%}$$

Retorno sobre el capital invertido:

$$ROIC = \frac{1043 - 116}{\frac{12185 + 8812}{2}} = \frac{927}{10498.5} = 0.08829 = \mathbf{8.83\%}$$

6.4 EasyJet

EasyJet, con código IATA U2 y código OACI EZY, es una aerolínea británica de bajo coste con sede en el aeropuerto de Luton (Londres).

A día de hoy, EasyJet es la segunda principal aerolínea de corto radio en Europa. Opera más de 800 rutas a través de más de 30 países con una flota de 240 Airbus. Transportando casi 70 millones de pasajeros al año, la compañía se define como la aerolínea capaz de ofrecer billetes por menos de 30 libras y el mejor servicio al cliente. EasyJet emplea a más de 10.000 personas, incluyendo 2.300 pilotos y 5.000 tripulantes de cabina.

Durante los últimos veinte años la compañía se ha convertido en la aerolínea de bajo coste que ofrece los retornos a los accionistas más altos del mercado.

La red de aeropuertos principales, rutas y slots, combinado con un enfoque claro a hacer el transporte aéreo fácil y cómodo para los pasajeros, hacen que EasyJet ofrezca un servicio amable y eficiente con las tasas más bajas para sus clientes.

La compañía tiene fuerte presencia en aeropuertos europeos clave, siendo la compañía número uno en: Gatwick, Edimburgo, Niza, Milán Malpensa, Marco Polo de Venecia, Nápoles, Basilea y Ginebra, y la número dos en: Amsterdam, Londres Stansted, París Charles De Gaulle, y Lyon [43].

En 2013 EasyJet se situaba como la séptima compañía europea en según sus RPKs, siendo la segunda de bajo coste solo por debajo de Ryanair:

Airline	Passenger Data				% change vs. previous year			
	Passengers Boarded (million)	Traffic RPK (million)	Capacity ASK (million)	Load Factor %	Pax	Traffic	Capacity	PLF Pts
Lufthansa	76.3	153,334	193,807	79.1	1.4	2.3	1.0	1.0
Air France	47.8	136,435	165,350	82.5	-5.5	0.5	-0.8	1.0
British Airways	40.0	131,333	161,444	81.3	6.3	3.9	2.0	1.5
Ryanair	81.7	100,000	120,000	83.0	3.0	3.8	2.4	0.8
Turkish Airlines (non-EU)	48.3	92,003	116,423	79.0	23.6	23.2	21.1	1.3
KLM Royal Dutch Airlines	26.6	89,039	103,793	85.8	3.1	3.2	3.0	0.1
EasyJet	60.8	67,573	74,223	91.0	4.1	3.6	2.8	0.7
Aeroflot Russian Airlines (non-EU)	20.9	60,226	76,429	78.8	18.4	19.2	17.8	0.9
Air Berlin	31.5	48,575	57,251	84.8	-5.4	-3.6	-5.1	1.3
Transaero Airlines (non-EU)	12.5	47,018	56,235	83.6	21.0	14.7	13.1	1.1
Iberia	10.6	41,493	52,429	79.1	-28.8	-16.5	-14.0	-2.4

Tabla 6.5 Top Aerolíneas Europeas según su RPK (2013). Fuente: European Commission, 2015

6.4.1 EasyJet 2006

EasyJet experimentó en 2006 un rentable crecimiento, con un aumento de beneficio antes de impuestos del 56% comparado con el año anterior, llegando a los 129 millones de libras. Esta mejora se consideró como resultado de la combinación de tarifas bajas con el cuidado del pasajero, por lo que 33 millones de pasajeros en 21 países diferentes escogieron EasyJet este año, lo que significaba un 11.5% más que el año anterior.

Los ingresos por pasajero aumentaron en un 5.9% llegando a ser de 2.13£ por asiento. Los costes unitarios, excluyendo combustible, se redujeron en un 1.5% estando en 2006 a 28.36£. Se abrieron 11 nuevos destinos con 58 nuevas rutas en total. La flota de la compañía creció hasta los 122 aviones con una edad media de 2.2 años, una de las más modernas y respetuosas con el medio ambiente de Europa.

Estas mejoras estuvieron alineadas con los objetivos de retornos a los inversores. La compañía seguía centrada en la mejora del rendimiento sobre el capital a largo plazo a través del plan de gestión puesto en práctica el año anterior. En 2006 se mejoró el rendimiento sobre el capital en 3 puntos porcentuales, llegando hasta el 10.1%, aumentando el beneficio neto un 59% llegando a los 94 millones de libras. Estos resultados daban confianza en que los objetivos marcados, aún ser exigentes, eran posibles y realizables [EasyJet, 2006].

Los resultados de las ratios calculadas para este año fueron los siguientes:

Rentabilidad Económica

$$RE = \frac{118}{\frac{2124 + 1630}{2}} = \frac{118}{1877} = 0.06286 = \mathbf{6.29\%}$$

Rentabilidad Financiera

$$RF = \frac{94}{\frac{983 + 863}{2}} = \frac{94}{923} = 0.10184 = \mathbf{10.18\%}$$

Retorno sobre el capital invertido:

$$ROIC = \frac{118 - 35}{\frac{2124 + 1629}{2}} = \frac{83}{1876.5} = 0.04423 = \mathbf{4.42\%}$$

6.4.2 EasyJet 2009

2009 fue un año difícil para EasyJet al igual que para el resto de compañías. La baja confianza depositada por parte del consumidor hacia las compañías aéreas y el precio del combustible conjuntamente con la volatilidad de la moneda, permitió crear un ambiente de negocio incierto durante este año. Aun así, EasyJet fue una de las pocas compañías consiguió mantenerse rentable, con unas ganancias antes de impuestos de 44 millones de libras.

Aún ser una pérdida considerable comparándose con los resultados del año anterior, que fueron de 123 millones de libras, el resultado se consideró como positivo teniendo en cuenta las circunstancias económicas y financieras del mercado.

El ingreso total por asiento creció un 10.9%. El número de pasajeros transportados aumento un 3.4%, llegando hasta los 45.2 millones de pasajeros transportados. El Load Factor mejoró en un 1.4% llegando al 85.5%. Los costes operacionales crecieron un 3.9% respecto al año anterior en gran parte debido al aumento de la red de la compañía, que forzaba una menor utilización de las aeronaves.

EasyJet aprovecho los recortes llevados a cabo por otras compañías para ganar participación en importantes mercados europeos, aumentando la cartera de franjas horarias en los aeropuertos más congestionados.

En un entorno económico complicado, el modelo de operación de EasyJet basado en la simplicidad y el bajo costo consiguió los rendimientos obtenidos, considerablemente por encima de la media europea [EasyJet, 2009].

Los resultados de las ratios calculadas para este año fueron los siguientes:

Rentabilidad Económica

$$RE = \frac{60}{\frac{3673 + 3100.5}{2}} = \frac{60}{3386.75} = 0.01771 = \mathbf{1.77\%}$$

Rentabilidad Financiera

$$RF = \frac{71}{\frac{1307 + 1278}{2}} = \frac{71}{1292.5} = 0.05493 = \mathbf{5.49\%}$$

Retorno sobre el capital invertido:

$$ROIC = \frac{60 + 16}{\frac{3672 + 3100}{2}} = \frac{76}{3386} = 0.2244 = \mathbf{2.24\%}$$

6.4.3 EasyJet 2015

En el último año EasyJet, entregaba un beneficio record por quinto año consecutivo, aumentando en un 18% el beneficio antes de impuestos obtenido, llegando a los 686 millones de libras. En este año, EasyJet se consolidaba como la segunda mayor aerolínea de corta distancia en Europa, transportando casi 70 millones de pasajeros al año. Durante los 20 años que cumplía la compañía en 2015 se ha conservado el espíritu empresarial que mantiene el mismo enfoque centrado en ofrecer a los clientes el mejor servicio a un precio reducido, razón que lleva al éxito a la compañía.

Por otro lado, la estrategia empresarial de la compañía sigue centrada en la innovación líder en el mercado en cuanto al servicio al cliente a la vez que sus operaciones en una gran red de rutas y frecuencias que permiten una fuerte demanda. Por ello, la compañía se ve capaz de crecer de una manera rentable y continua como para realizar el acuerdo de 36 A320 adicionales que se sumarán a la flota actual en los próximos años.

En 2014 el Consejo de la compañía anunció el aumento de la relación del pago de dividendos al 40% del beneficio después de impuestos, en línea con el mercado general. En este año la compañía recomienda un dividendo del ejercicio de 52.2 peniques por acción, lo que significa un aumento del 22% [EasyJet, 2015].

Los resultados de las ratios calculadas para este año fueron los siguientes:

Rentabilidad Económica

$$RE = \frac{688}{\frac{4828 + 4482}{2}} = \frac{688}{4655} = 0.14779 = \mathbf{14.78\%}$$

Rentabilidad Financiera

$$RF = \frac{548}{\frac{2249 + 2172}{2}} = \frac{548}{2210.5} = 0.24792 = \mathbf{24.79\%}$$

Retorno sobre el capital invertido:

$$ROIC = \frac{688 - 138}{\frac{4828 + 4482}{2}} = \frac{550}{4655} = 0.11815 = \mathbf{11.81\%}$$

6.5 Comentarios del estudio por año estudiado

6.5.1 Año 2006

La industria aérea en 2006, el primero de los años estudiados, se encontraba en pleno auge pero a su vez el mercado se enfrentaba a una demanda muy variable y muy sensible a los ciclos de la economía y a factores externos, como es habitual en el negocio del transporte aéreo. Aunque la economía de la zona euro y de la Unión Europea crecía al mejor ritmo desde hacía seis años, la industria acumulaba millonarias pérdidas de los últimos años producto de la fuerte competencia y el elevado precio del petróleo. Además, el sector aún se veía afectado por los atentados terroristas de los últimos años que causaron una reducción de la demanda de este servicio a nivel global.

El mercado competitivo causaba constantes guerras de precios y competencia extrema por ciertas rutas, que en muchos casos tenía como consecuencia la quiebra de algunas de las compañías que competían por ellas y que no tenían una estrategia de negocio suficientemente robusta basada en flexibilidad y eficiencia.

Se ha escogido estudiar este año ya que se quiere comparar el estado del sector antes de la crisis, en plena crisis y después de esta. Por ello, 2006 se consideró un año con la distancia prudente y suficiente con el momento en que la crisis estalló, como para ser estudiado como el año de antes de la crisis. Por otro lado, también guarda un margen considerable con los terribles atentados de 2001 que también marcaron un antes y un después en el transporte de pasajeros por vía aérea.

Para este año, los resultados obtenidos al calcular la Rentabilidad Económica de las aerolíneas estudiadas son los siguientes:

Aerolínea	Rentabilidad Económica - 2006
Lufthansa	5.57%
British Airways	5.91%
Ryanair	8.87%
EasyJet	6.29%

Tabla 6.6 Resumen Rentabilidad Económica aerolíneas estudiadas, 2006

Aunque la diferencia entre los resultados obtenidos no sea totalmente significativa, podemos observar que las dos compañías con estrategia enfocada a los costes, Ryanair y EasyJet, muestran una Rentabilidad Económica superior en este año.

Por ello, podemos llegar a la conclusión que era más rentable invertir en los activos de estas dos compañías que en las compañías de estilo tradicional, Lufthansa y British Airways. Es decir, la inversión en los activos de las compañías que apostaban por una reducción de costes como estrategia principal parecía asegurar una mayor probabilidad de obtención de un beneficio bruto más elevado por euro invertido en activos.

Llegar a esta conclusión parece lógico teniendo en cuenta el elevado valor de los activos que poseen las compañías tradicionales, necesario para ofrecer el servicio de largo radio y calidad propio del estilo tradicional. Además, el coste de la variada flota y el tamaño de estas compañías no es comparable con el de cualquiera de las dos compañías low-cost.

Para este año, estamos hablando de 19366 millones de euros en activo de Lufthansa o 11922 millones de libras en activo de British Airways frente a los 4226 millones de euros en activo de Ryanair o los 1877 millones de libras en activo de EasyJet.

Aunque la posesión de activos de gran valor de las compañías tradicionales debería justificar beneficios de la misma magnitud, aun siendo mucho más elevados que los obtenidos por las compañías de bajo coste, no son lo suficientemente elevados como para justificar la inversión en estos activos si comparamos el resultado de la ratio de Rentabilidad Económica de estas aerolíneas con el de las compañías de bajo coste.

Si bien los resultados obtenidos por Lufthansa y British Airways, 5.57% y 5.91% respectivamente, no son muy lejanos al obtenido por EasyJet, 6.29%, cabe destacar el buen resultado obtenido por Ryanair 8.87%.

La fuerte estrategia empresarial que caracteriza a Ryanair se ve reflejada en el resultado de la ratio de Rentabilidad Económica. La compañía fue capaz de aumentar un 12% el beneficio neto ajustado después de impuestos en relación al año anterior, teniendo en cuenta que los costes de combustible aumentaron en un 74%, gracias a un aumento del 26% del número de pasajeros transportados y a la reducción del coste unitario un 5% respecto al año anterior. Así, Ryanair demostró que su estrategia funciona y es efectiva, habiendo reducido los costes operativos unitarios en un 40% en los últimos 6 años (2000-2006).

Los resultados obtenidos al calcular la Rentabilidad Financiera para el mismo año son visiblemente más diferenciados:

Aerolínea	Rentabilidad Financiera - 2006
Lufthansa	19.03%
British Airways	30.66%
Ryanair	16.48%
EasyJet	10.18%

Tabla 6.7 Resumen Rentabilidad Financiera aerolíneas estudiadas, 2006

Observando los valores obtenidos por las cuatro aerolíneas estudiadas puede observarse como aparentemente invertir capital en cualquiera de las dos compañías tradicionales es más rentable que invertirlo en cualquiera de las dos compañías “low-cost”.

La diferencia entre los resultados obtenidos por las compañías aéreas de diferente tipo de estrategia empresarial es debida a que la diferenciación de valores del Patrimonio Neto (utilizado como denominador para calcular esta ratio) no es tan significativa como en otros campos, como puede ser la posesión de activos.

Es decir, las grandes compañías tradicionales no tienen unos valores de Patrimonio Neto significativamente más grandes, teniendo en cuenta su tamaño y sus beneficios obtenidos, como sí que ocurre si se toma como referencia los activos de la empresa.

Puede observarse como Lufthansa dispone de 4712 millones de euros y British Airways de 1523 millones de libras mientras que Ryanair dispone de 1863 millones de euros y EasyJet 923 millones de libras de Patrimonio Neto. Aunque existe una diferenciación, sobre todo si se compara Lufthansa con EasyJet, la distancia es mucho menor que cuando se comparan los activos como en la Rentabilidad Económica.

El valor final más elevado de 30.66% es el obtenido por British Airways. Este resultado es debido al alto beneficio neto en relación con el Patrimonio Neto del que disponía la empresa ese año. Los cambios en la estrategia empresarial y las prioridades de la directiva surgieron efecto en la compañía este año. Al paliar las debilidades, reduciendo las aéreas menos rentables del negocio, y al reestructurar la gestión y planificación de las operaciones la compañía, la aerolínea consiguió un resultado neto de 451 millones de libras, casi un 20% más que el año anterior. Al observarse el resultado de la Ratio Financiera puede apreciarse el éxito de la reestructuración ejecutada por British Airways este año, que se posiciona como la aerolínea más rentable para los inversores de las cuatro estudiadas con una gran distancia frente a su seguidora Lufthansa.

Por otro lado, Lufthansa y Ryanair muestran un resultado bastante ajustado entre ellas. Lufthansa con un 19.03%, lejos del valor obtenido por su competidora y compañera de estrategia British Airways (30.66%), no obtiene un valor superior debido al gran valor de Patrimonio Neto del que disponía la empresa en este año.

Ryanair sorprendentemente mostraba un Patrimonio Neto superior al de British Airways pero unos beneficios netos más reducidos, como puede considerarse lógico teniendo en cuenta la diferencia de tamaño.

Por último, EasyJet obtenía el valor más reducido de las cuatro compañías ya que el beneficio neto obtenido no era suficientemente grande como para justificar el valor de Patrimonio Neto de la empresa el año estudiado, en comparación con sus competidoras.

Puede observarse como en las cuatro compañías el resultado de la Rentabilidad Financiera es superior al de la Rentabilidad Económica por lo que podemos llegar a la conclusión que las compañías aéreas obtuvieron una rentabilidad superior sobre los fondos ajenos utilizados que sobre el activo para este año. Además, los valores obtenidos al calcular el ROIC son todos similares entre ellos y están en la media para este año, menos en uno de los casos. Son los siguientes:

Aerolínea	ROIC - 2006
Lufthansa	4.38%
British Airways	4.63%
Ryanair	8.12%
EasyJet	4.42%

Tabla 6.8 Resumen ROIC aerolíneas estudiadas, 2006

El valor obtenido por Ryanair para este año, está fuertemente por encima del obtenido por sus competidores y del el valor medio calculado por IATA para este año que es de entre un 4% y un 5%, calculado con datos de compañías de todo el mundo.

De hecho, el resultado obtenido por Ryanair estaría por encima del WACC que según IATA los inversores deberían exigir teniendo en cuenta las características y el riesgo del mercado de las compañías aéreas. Ciertamente, este resultado estaba fuera de lo considerado “normal” en ese año, obteniendo un retorno sobre el capital invertido por los inversores del doble que la media del resto de compañías a nivel global.

Si comparamos los resultados obtenidos por las cuatro compañías y nos ponemos en la piel del inversor de capital, no hay lugar a duda de cuál sería la compañía en la que deberíamos invertir nuestro capital, antes que en cualquier otra compañía aérea e incluso antes que en cualquier otro negocio de riesgo similar, debido al gran retorno ofrecido por Ryanair.

Una vez más, teniendo en cuenta este resultado cabe destacar el éxito total de la estrategia empresarial de Ryanair y su ejecución en las operaciones diarias. La reducción máxima de los costes, minimizando el coste unitario de las operaciones, parece ser la vía más rentable para poder ofrecer un buen retorno a los inversores de capital.

Las otras tres compañías estudiadas muestran valores muy similares, dentro de los valores medios de los estudios utilizados para realizar el presente trabajo, considerados como insuficientes teniendo en cuenta el WACC exigido el cual Ryanair sí que consigue alcanzar e incluso superar en este año estudiado.

La media en la que se mantuvieron Lufthansa, British Airways y EasyJet, al igual que la media del resto del sector a nivel global (4%-5%) sería insuficiente para motivar a los inversores de capital en caso de que tuvieran otros posibles negocios en donde invertir ese capital con un riesgo similar, ya que probablemente podrían ofrecerle unos márgenes de retorno más elevados con el mismo riesgo.

6.5.2 Año 2009

En 2009, al igual que el resto de sectores económicos y de negocio, el transporte aéreo se veía inmerso en una profunda crisis financiera. Esta crisis, considerada como la mayor recesión de la economía desde la Segunda Guerra Mundial, se consideró como la peor de los últimos 50 años para las aerolíneas.

A pesar del respiro que dio el precio del petróleo esta reducción no pudo apreciarse de forma positiva por las aerolíneas que experimentaron pérdidas millonarias, en la mayoría de los casos, debido a la disminución drástica de la demanda de este servicio. De hecho, el tráfico de pasajeros del transporte aéreo durante 2009 registró un descenso del 3.5% respecto a 2008, el mayor desde la Segunda Guerra Mundial, y alcanzó una media de factor de ocupación de únicamente el 75.6%.

Se ha escogido el estudio de este complicado año debido a que se consideró interesante estudiar los estados financieros de las compañías en esta situación y la rentabilidad obtenida en este periodo de tremenda dificultad. Por otro lado, estudiar cuáles fueron las mejores decisiones estratégicas tomadas por las aerolíneas con el fin de intentar mantenerse mínimamente rentables y poder sobrevivir a este periodo.

Los resultados obtenidos por las compañías son bastante similares, fatales en conjunto desde el punto de vista de la rentabilidad del inversor, pero previsibles teniendo en cuenta las circunstancias.

Los resultados obtenidos al calcular la Rentabilidad Económica son los siguientes:

Aerolínea	Rentabilidad Económica - 2009
Lufthansa	1.11%
British Airways	-2.02%
Ryanair	1.46%
EasyJet	1.77%

Tabla 6.9 Resumen Rentabilidad Económica aerolíneas estudiadas, 2009

Podemos observar que no existe una diferenciación muy grande en los resultados obtenidos entre las cuatro aerolíneas al calcular esta ratio.

British Airways en 2009 obtuvo pérdidas como resultado de sus operaciones antes de tasas e impuestos, es decir, los costes de sus operaciones fueron más elevados que los ingresos obtenidos por las mismas. Es por ello que British Airways en este año solo puede obtener resultados negativos al calcular cualquiera de las tres ratios debido a que, al estar basadas en la rentabilidad, para ser positivas es necesario un resultado operacional positivo. Aunque una de las ratios se base en el resultado operacional (sin descontar tasas ni impuestos), otra en el resultado operacional descontando tasas pero no impuestos y otra en el resultado neto (beneficio después de tasas e impuestos) para obtener un resultado positivo en cualquiera de ellas, a priori, es necesario obtener beneficio al descontar los costes de las operaciones a los ingresos obtenidos de estas operaciones.

Observando los resultados de la Rentabilidad Económica puede verse como BA es la única compañía que obtiene un resultado negativo (-2.02%) debido a que es la única que tiene un resultado operacional negativo sin descontar tasas ni impuestos (BAII) numerador con el cual se calcula la Rentabilidad Económica.

El resto de aerolíneas obtienen resultados similares, todas entre uno y dos puntos. Como en el año anterior podemos observar que vuelven a ser las dos aerolíneas tradicionales de largo radio las que obtienen los peores resultados en esta ratio.

Después del resultado negativo de British podemos observar que Lufthansa obtiene el segundo resultado más ajustado de un 1.11% de Rentabilidad Económica.

Es comprensible, como se comenta en el año anterior, que las aerolíneas de largo radio, enfocadas a la calidad, poseedoras de aviones de diferentes tipos y operadoras de gran variedad de rutas, tengan activos con valores más elevados que las compañías de corto radio enfocadas a la reducción de coste. Por ello, Lufthansa y British Airways disponen de 19366.5 millones de euros y 10890 millones de libras en activo, mientras que Ryanair y EasyJet disponen de 6358 millones de euros y 3386.75 millones de libras en activo.

Aun así, para que el resultado fuera mejor al calcular la Rentabilidad Económica el beneficio bruto debería ser lo suficientemente grande como para justificar esta inversión en activos. En caso contrario, como indica ser el de estos dos años estudiados, volvería a ser más rentable de cara al inversor invertir en activo de compañías de bajo coste y corto radio como las otras dos compañías estudiadas.

Ryanair y EasyJet obtienen valores de 1.46% y 1.77% respectivamente. EasyJet obtiene el mejor resultado ya que obtiene un beneficio bruto (BAII) realmente bueno, 60 millones de libras, teniendo en cuenta el poco activo del que disponía la compañía en ese año, comparándose con el resto de aerolíneas del estudio. De hecho, comparándola únicamente con su principal competidora del corto radio, Ryanair, esta dispone de prácticamente el doble de valor en activo (6358 millones de euros frente a 3386.75 millones de libras) pero el beneficio bruto, 93 millones de euros, no es lo suficientemente más grande como para justificar esta inversión en activo comparándose el resultado de la ratio con el de EasyJet.

Al igual que en el anterior año estudiado, puede comprobarse como los activos de las aerolíneas de corto radio y bajo coste son más rentables por lo que lo inversores deberían elegir este tipo de aerolíneas si tenemos en cuenta la Rentabilidad económica.

En cuanto a la Rentabilidad Financiera, los resultados obtenidos fueron los siguientes:

Aerolínea	Rentabilidad Financiera - 2009
Lufthansa	-3.58%
British Airways	-15.20%
Ryanair	-6.86%
EasyJet	5.49%

Tabla 6.10 Resumen Rentabilidad Financiera aerolíneas estudiadas, 2009

Como podemos ver, la única “superviviente” a la ratio de Rentabilidad Financiera para 2009 fue EasyJet. Estos resultados negativos por parte de Lufthansa, British Airways y Ryanair fueron debidos a las pérdidas obtenidas en el resultado neto de las operaciones (descontando impuestos y tasas al beneficio operacional), mientras que EasyJet mantiene un resultado neto positivo reportando además unas ganancias de 71.2 millones de libras. Lufthansa, British Airways y Ryanair, obtuvieron 69 millones de euros, 358 millones de libras y 112 millones de euros de pérdidas respectivamente.

Habiendo obtenido tales pérdidas en el resultado neto del ejercicio, obviamente los resultados de las rentabilidades financieras calculadas serán negativos. Cabe destacar que Lufthansa es la menos afectada de las tres obteniendo un resultado de -3.58%. Este mal resultado no lo es tanto si lo comparamos con el de Ryanair y mucho menos si lo comparamos con el de British Airways. Lufthansa, aún sufrir las consecuencias de la crisis y ver reducida ampliamente la demanda de sus servicios de transporte aéreo pudo soportar esta carga equilibrando las grandes pérdidas de este segmento de su grupo con otros segmentos del grupo que no sufrieron tanto las consecuencias de la crisis. Esto, hacía que la compañía mostrará buenas perspectivas para los siguientes años y su inversión no se redujera en este complicado año.

Ryanair, la cual es considerada la compañía más rentable de Europa, obtuvo este año un alto porcentaje negativo de Rentabilidad Financiera del -6.86%. Este resultado fue debido a los altos costes de financiación a los que tuvo que hacer frente la compañía este año, mucho más elevados que el beneficio operacional obtenido en este mismo ejercicio y a la pérdida por deterioro de activos financieros disponibles para la venta, debido a la gran caída del precio de los activos relacionados con el transporte de pasajeros. Este es un factor habitual en el mundo de las aerolíneas, como se ha comentado anteriormente, ya que al estar pasando una época de crisis el valor de todos los activos que posee una aerolínea, de los cuales el más destacado es el valor de los aviones, se ven radicalmente depreciados por lo que la compañía automáticamente está perdiendo dinero en activo. En este caso, los activos financieros que estaban disponibles a la venta también se ven gravemente afectados por la situación de la compañía que al reportar pérdidas en el resultado neto ve su valor fuertemente depreciado.

EasyJet por su lado obtiene una Rentabilidad Financiera muy buena, no comparable a la obtenida en periodos de actividad económica regular, pero que teniendo en cuenta la situación económica del año estudiado la convierte en muy positiva. Al finalizar el ejercicio con 71.2 millones de libras de beneficios netos y un Patrimonio Neto de 1292.5 millones de libras EasyJet consigue obtener una Rentabilidad Financiera del 5.59%.

British Airways vuelve a reportar los peores resultados en esta ratio, como es evidente teniendo en cuenta las pérdidas operacionales obtenidas. Cabe destacar la poca capacidad de adaptación que tuvo en este año esta gran compañía. Viéndose radicalmente afectado su negocio principal: el transporte de pasajeros, con una especial reducción de su principal segmento de mercado: los viajes de negocios, BA no pudo adaptar sus costes a la gran reducción de la demanda y finalizó las operaciones de este año obteniendo más pérdidas que ganancias, aún sin descontar las tasas de financiación.

En este año, en que todas las compañías estudiadas menos EasyJet obtienen pérdidas en sus resultados netos, la única que obtiene una Rentabilidad Financiera superior a la Rentabilidad Económica es EasyJet. El resto de compañías que obtienen pérdidas obtienen una Rentabilidad Financiera más negativa que la Rentabilidad Económica. Por lo tanto, en este año, las compañías que obtienen pérdidas muestran un efecto apalancamiento negativo, es decir, que obtuvieron una mejor rentabilidad sobre los activos que sobre los fondos ajenos. Así, puede observarse como en

periodos complicados la mayoría de las aerolíneas son menos rentables respecto a los fondos ajenos que respecto a sus activos, por lo que los inversores de capital de fondos serían los primeros afectados de esta situación irregular. Esta conclusión choca con la obtenida en periodos de actividad regular como el anterior año estudiado en que todas las compañías obtuvieron un apalancamiento positivo, mostrando mayor rentabilidad sobre los fondos ajenos que sobre los activos de la compañía.

Por último, los resultados obtenidos al calcular el ROIC han sido los siguientes:

Aerolínea	ROIC - 2009
Lufthansa	1.64%
British Airways	-1.62%
Ryanair	0.02%
EasyJet	2.24%

Tabla 6.11 Resumen ROIC aerolíneas estudiadas, 2009

En cuanto al ROIC, nuevamente, al igual que en la Rentabilidad Económica de este mismo año, la única compañía en obtener resultado negativo es British Airways. Al obtener un resultado negativo en los resultados de las operaciones siendo más elevados los costes que los ingresos producidos por estas no hay opción a obtener un ROIC positivo. British obtiene un -1.62% de retorno de capital a los inversores. Como es lógico, no puede retornarse capital si se han obtenido pérdidas en el ejercicio.

A diferencia que en la ratio anterior, la Rentabilidad Financiera, Lufthansa y Ryanair, consiguen mantenerse por encima del cero en el cálculo del ROIC. Esto es debido a que, a diferencia de BA, su resultado operacional del ejercicio si era positivo y al descontar impuestos este valor aún se mantenía en la franja positiva, aunque no con mucho margen, por ello el resultado del ROIC se mantiene positivo. En estos dos casos al descontar las tasas financieras el resultado se desplomaba por debajo de cero por lo que tanto Lufthansa como Ryanair obtenían pérdidas en el resultado neto del ejercicio de 2009. Ryanair finalizó su ejercicio con un 0.02% de retorno de capital a los inversores y Lufthansa con un 1.64%.

Al igual que al observar el resultado de la Rentabilidad Financiera sorprende el mal resultado obtenido por Ryanair ya que la obtención de una rentabilidad elevada ha sido siempre una de sus características principales. Como se comenta en la ratio anterior, la compañía se vio muy afectada por los costes de financiación a los que tuvo que hacer frente y por la depreciación de los activos que tenía a la venta.

Con el resultado del ROIC podemos apreciar nuevamente los resultados de la estrategia de diversificación que utiliza el grupo Lufthansa, la cual evita a la compañía desplomarse y obtener pérdidas en el resultado operacional, como le sucedió a su competidora British Airways. Teniendo en cuenta el tamaño de Lufthansa y la poca capacidad de reacción de las compañías de este tipo podía haber caído en pérdidas fácilmente de no ser por esta acertada estrategia del grupo empresarial. Lufthansa cubrió las pérdidas obtenidas en su principal segmento, el transporte de pasajeros, con otros segmentos más estables en épocas inciertas. Esta estrategia dota a la

compañía de más flexibilidad y poder de adaptación de costes y capacidad características muy valiosas en el mundo de las compañías aéreas.

EasyJet por su lado, obtiene un 2.24% de retorno de capital a los inversores, valor no muy alejado del obtenido por Lufthansa. Aún ser un resultado muy por debajo de lo que podemos considerar un retorno de capital para los inversores “aceptable” si tenemos en cuenta que en este año un gran porcentaje de las aerolíneas obtuvieron pérdidas a nivel global puede valorarse positivamente que el valor de la ratio sea por encima de cero. El resultado obtenido fue posible gracias a que la compañía logró aumentar el ingreso total por asiento un 10.9%, el número de pasajeros transportados un 3.4% y el Load Factor un 1.4% llegando al 85.5%. Aún con estos grandes porcentajes, teniendo en cuenta la situación económica en que fueron obtenidos, la compañía solo consiguió un 2.24% de retorno de capital para sus inversores.

Aun así, el modelo de operación de EasyJet basado en la simplicidad y el bajo coste consiguió mantener a la compañía con unos resultados operacionales, antes y después de tasas e impuestos, y un ROIC por encima de la media europea.

Por último, si comparamos los resultados obtenidos del cálculo del ROIC con la media calculada por la Comisión Europea de las compañías europeas para el mismo año podemos observar como solo EasyJet se mantiene por encima de la media, que es de un 2%, y Lufthansa, British Airways y Ryanair se encuentran por debajo.

6.5.3 Año 2015

Para acabar, el último año escogido y último año del que se disponen datos en el momento de la realización del presente trabajo: 2015. En este año, que algunos señalan como el año de salida definitiva de la crisis con ciclo 2008-2015, aunque la economía europea no está en su mejor momento, se ha mantenido una estabilidad financiera en los mercados del continente que han facilitado los negocios a nivel internacional.

Gracias a las mejoras tecnológicas de extracción de petróleo, con la llegada del “fracking¹²”, el exceso de oferta y la disminución de la demanda a nivel global, el precio del petróleo se ha desplomado en los últimos años (2014-2016). Debido a la fuerte competencia en el continente, las aerolíneas europeas no han aumentado sus ingresos proporcionalmente a la caída del precio del Barril de Brent sino que se han visto obligadas a bajar más los precios debido a la presión social y del mercado y al riesgo de que otras aerolíneas lo hicieran y perder cuota de mercado. Gracias a ello, los consumidores del transporte aéreo son los más favorecidos ya que han absorbido gran parte de la reducción de los costes operacionales de las compañías aéreas viéndose reflejada en los precios de sus billetes [36, 37, 38, 45].

En parte gracias a esta reducción de los costes operacionales y a las mejoras tecnológicas, estratégicas y de gestión de las aerolíneas, por primera vez el ROIC medio del sector a nivel global supera el 8% lo que favorece la inversión, que está por encima del coste del capital por primera vez. Así, este es el primer año en que los inversores de las aerolíneas no se ven penalizados por una pérdida de rentabilidad al invertir en el sector frente a invertir en otros negocios de riesgo similar.

¹² Fracking o fracturación hidráulica es una técnica para posibilitar o aumentar la extracción de gas y petróleo del subsuelo.

Los resultados al calcular la Rentabilidad Económica para este año fueron los siguientes:

Aerolínea	Rentabilidad Económica - 2015
Lufthansa	4.94%
British Airways	8.60%
Ryanair	9.93%
EasyJet	14.78%

Tabla 6.12 Resumen Rentabilidad Económica aerolíneas estudiadas, 2015

Este año todos los resultados son positivos, variando entre el 4.94% de Lufthansa y el 14.78% obtenido por EasyJet. Al igual que en el año 2006, en el que podemos considerar que hubo una situación económica estable, podemos observar como las compañías de bajo coste y corto radio son las que obtienen una Rentabilidad Económica más alta. Por ello, podemos llegar a la conclusión que en 2015 ha sido más rentable invertir en activos de las compañías de tipo bajo coste estudiadas que en las de largo radio con un enfoque más tradicional.

Como se comentaba para 2006, los resultados son lógicos teniendo en cuenta la gran inversión en activos necesaria para mantener una aerolínea de largo radio, operadora de los principales aeropuertos y con el mejor servicio para el cliente. Para este año, Lufthansa y British Airways disponen de un activo de 31468 millones de euros y de 14401 millones de libras respectivamente, mientras que Ryanair y EasyJet disponen de 10498.5 millones de euros y de 4655 millones de libras respectivamente.

Debido a que la naturaleza económica de los diferentes tipos de aerolínea nos indica que la media de la ratio de Rentabilidad Económica será siempre más elevada en las compañías de corto radio y bajo coste que en las tradicionales, si solo observamos esta ratio, podemos llegar a la conclusión que la obtención de beneficio bruto de las compañías tradicionales no justifica una mayor inversión en activos, teniendo en cuenta que con una inversión menor en aerolíneas tipo bajo coste puede obtenerse una rentabilidad mejor.

Por otro lado, aunque el resultado obtenido por Lufthansa de 4.94% sí que se encuentra lejano al resto y justifica las conclusiones presentadas de diferenciación entre compañías tradicionales y de bajo coste, la rentabilidad económica obtenida por British Airways, no se aleja de los resultados obtenidos por Ryanair.

Como se ha mostrado, los resultados obtenidos por Lufthansa son debidos a la gran cantidad de activos pertenecientes a Lufthansa (31468 millones de euros), valor muy alejado del resto, el cual hace muy difícil conseguir el suficiente beneficio bruto como para obtener un buen resultado al calcular la ratio de Rentabilidad Económica equiparable a los resultados obtenidos por las compañías de bajo coste.

Ryanair y British Airways, utilizando dos estrategias empresariales totalmente distintas obtienen unos resultados de la ratio de Rentabilidad Económica similares debido a que aunque British Airways dispone de más activo y de unos beneficios más elevados pero estos son ambos proporcionalmente más elevados a los obtenidos por Ryanair. De todas maneras, la compañía de bajo coste consigue una mejor relación activo-beneficio bruto.

Los resultados obtenidos por EasyJet son los mejores obtenidos en todo el estudio para esta ratio. La compañía obtiene una relación inversión – beneficio bruto muy buena con la cual invirtiendo 100 libras en los activos de la compañía se obtenían 14.78£ de beneficio bruto. Teniendo en cuenta los pobres resultados obtenidos por las aerolíneas al calcular esta ratio, debido a la gran inversión en activos necesaria para poder operar y generar beneficio, principalmente por la gran inversión para la compra o alquiler de aviones, el resultado demuestra el resultado de una estrategia enfocada a la reducción de costes muy acertada que finaliza en resultados tan positivos como el mostrado.

Los resultados obtenidos al calcular la Rentabilidad Financiera han sido los siguientes:

Aerolínea	Rentabilidad Financiera - 2015
Lufthansa	34.87%
British Airways	79.64%
Ryanair	23.68%
EasyJet	24.79%

Tabla 6.13 Resumen Rentabilidad Financiera aerolíneas estudiadas, 2015

Los resultados obtenidos al calcular esta ratio son los más elevados de los tres años calculados, es decir que en 2015 las cuatro aerolíneas estudiadas es el año que han obtenido un mayor beneficio neto en respecto al capital externo recibido. Estos resultados nos demuestran el buen estado en el que se encuentra el mercado en la actualidad ya que las cuatro aerolíneas consiguen en este año un beneficio neto que podemos considerar como bastante elevado en relación a su Patrimonio Neto.

Al igual que en el primer año estudiado, 2006, en el que podemos considerar que el estado del mercado económico y financiero, aunque diferente al actual, era estable, a diferencia de en 2009, podemos observar que las compañías que obtienen una mayor Rentabilidad Financiera son las compañías tradicionales.

Debido a su tamaño Lufthansa y British Airways consiguen un beneficio neto muy superior al obtenido por Ryanair o EasyJet. Este beneficio neto teniendo en cuenta el Patrimonio Neto obtenido gracias a los fondos externos resultan en 34.87€ de beneficio neto por cada 100€ de capital externo invertidos por parte de Lufthansa y en 79.64£ por cada 100£ invertidas de capital externo, lo cual supone una muy buena inversión.

Por otro lado, las compañías de corto radio y bajo coste, Ryanair y EasyJet, obtienen rentabilidades económicas muy parecidas, de 23.68€ de beneficio neto por cada 100€ de capital externo invertidos y de 24.79£ por cada 100£ de capital externo invertido respectivamente.

El resultado más sorprendente de este año es el de British Airways, que con solo 3149 millones de libras de Patrimonio Neto, consigue obtener la cifra de 2508 millones de libras de beneficio neto en este ejercicio. Para hacernos una idea, el Patrimonio Neto de BA para este año es más reducido que el de Ryanair pero los beneficios netos obtenidos son de más del doble que los de Ryanair.

Además, la compañía británica en 2006 ya obtuvo el resultado más destacados en esta ratio por lo que, dejando de lado las pérdidas obtenidas en los años de crisis, es la compañía que obtiene mayor rentabilidad de sus fondos externos en periodos de actividad económica regular de las cuatro aerolíneas estudiadas. Estos dos resultados obtenidos muestran como el modelo tradicional de

aerolínea de largo radio, enfocada a la calidad y el servicio al cliente, también puede ser muy rentable, sobre todo en épocas de bonanza económica.

Nuevamente y para este año estudiado de una forma más clara todavía, puede observarse como los resultados obtenidos al calcular la Rentabilidad Financiera son más elevados que los obtenidos al calcular la Rentabilidad Económica. Es decir, que las compañías aéreas estudiadas obtienen rentabilidades superiores sobre los fondos ajenos que sobre los activos de la empresa. Debido a que la conclusión se repite en los dos años de actividad económica que podemos considerar como “estable”, si dejamos de lado los resultados obtenidos en plena crisis económica (2009), y tenemos en cuenta los otros dos años (2006 y 2015) en que todas las aerolíneas obtuvieron ganancias en sus beneficios netos después de tasas e impuestos, podemos llegar a la conclusión de que es lo más habitual en el sector aéreo.

Esto es debido a que no es fácil para una aerolínea obtener un margen suficiente de resultado operacional frente a los activos de la empresa ya que las compañías aéreas poseen gran cantidad de activos de alto valor económico necesarios para su actividad económica, como los aviones. Es por ello que las compañías obtienen más fácilmente márgenes superiores de beneficio neto sobre el capital externo aportado.

Por último, los resultados obtenidos al calcular el ROIC han sido los siguientes:

Aerolínea	ROIC - 2015
Lufthansa	3.97%
British Airways	7.77%
Ryanair	8.83%
EasyJet	11.81%

Tabla 6.14 Resumen ROIC aerolíneas estudiadas, 2015

En este último año se ha vivido un gran cambio en el mundo del transporte aéreo, sobre todo en su parte más financiera, debido a que es el primer año en su historia en el que la media del ROIC obtenido por las compañías aéreas a nivel global es superior al precio del capital invertido o a la rentabilidad mínima que podrían exigir los inversores teniendo en cuenta que es el retorno que obtendrían al invertir su capital en otros activos de riesgo similar, según los estudios recientes de IATA [IATA, 2015].

Según los cálculos realizados por la Agencia Internacional del Transporte Aéreo (IATA) en 2015, el porcentaje resultante del cálculo del ROIC medio para este mismo año ha estado 1.8 puntos por encima del año anterior a nivel mundial. Aunque pueda parecer un cambio no muy significativo hay que tener en cuenta que estamos hablando de menos de un 10% por lo que casi 2 puntos de cambio son un cambio realmente importante. Por otro lado, esta importancia aumenta, si tenemos en cuenta que este año es el primero en el que la media del ROIC supera el WACC, que se situaba cerca de un 7% a nivel global.

Si realizamos el cálculo de la media de los porcentajes de ROIC obtenidos para las cuatro compañías obtenemos un 8.09%, solo unas décimas por debajo de la media obtenida por IATA para este mismo año que es de un 8.27%. Hay que tener en cuenta que IATA realiza sus cálculos con compañías de

todo el mundo y hay zonas en las que se ha obtenido un ROIC medio más elevado, como en EEUU, lo que explica que la media global sea más elevada.

Comparando una por una, las compañías aéreas estudiadas con la media de IATA podemos observar que Lufthansa y British Airways, las compañías tradicionales de largo radio, se mantienen por debajo de esta media, mientras que las compañías de bajo coste, Ryanair y EasyJet, se mantienen por encima. Por otro lado, cabe destacar que todas las compañías estudiadas menos Lufthansa obtienen un ROIC por encima del WACC o coste del capital de la inversión lo que confirma los buenos resultados obtenidos por IATA.

En el peor resultado de este año, obtenido por Lufthansa, aunque el beneficio después de impuestos y antes de tasas obtenido por la compañía es el más elevado de los obtenidos por las cuatro compañías (1251 millones de euros), el capital invertido de Lufthansa para este año es de 31468 millones de euros, más del doble que el capital invertido en cualquiera de las otras tres compañías. Este gran valor en capital invertido diluye los grandes beneficios obtenidos por la compañía dando como resultado un ROIC de solo el 4.94%.

Por otro lado, su competidora British Airways, aún obtener un beneficio antes de tasas y después de impuestos un poco inferior, 1119 millones de libras, dispone de menos de la mitad de capital invertido en la compañía, 14401 millones de libras, por lo que obtiene un resultado de 7.77% en el cálculo de ROIC.

Por último, las dos compañías de bajo coste, Ryanair y EasyJet, obtienen respectivamente un 8.83% y un 11.81% en el cálculo del ROIC. Cabe destacar el gran resultado obtenido por EasyJet, que está considerablemente por encima de la media obtenida por IATA, que teniendo en cuenta que es una media global que incluye los porcentajes de ROIC más altos obtenidos en EEUU, podemos concluir que es un gran resultado.

EasyJet es la compañía que obtiene con diferencia un beneficio después de impuestos y antes de tasas más reducido, 550 millones de libras, pero teniendo en cuenta el capital invertido con el que consigue obtener estas ganancias, el cual es de solo 4655 millones de libras, se comprende porque obtiene este gran resultado.

Así, podemos concluir que este año tres de las cuatro compañías estudiadas han sido capaces de generar suficientes ingresos para sus propias cuentas y para pagar a sus proveedores de capital. Para comprender estos resultados, hemos de tener en cuenta que los beneficios operacionales tan positivos, obtenidos en este último año y los dos anteriores, son en gran parte debidos a los menores precios del combustible, gracias a los cuales los costes operacionales se reducen considerablemente.

Aun teniendo en cuenta la reducción de los precios del combustible, gran parte del mérito es de las compañías y de sus estructuras económicas y financieras y sus estrategias de maximización de beneficios ya que gran parte de la reducción de los precios del petróleo ha sido absorbida por los pasajeros del transporte aéreo que experimentan unos precios más bajos de los billetes.

6.6 Conclusiones del estudio

La realización del presente estudio ha servido para poder observar de forma empírica la información expuesta en las primeras partes del trabajo. A través de las cuentas de resultados de las cuatro compañías estudiadas y de los cálculos de la Rentabilidad Económica (ROE), la Rentabilidad Financiera (ROI) y el Retorno del Capital Invertido (ROIC) se ha podido observar cual ha sido la rentabilidad real de estas aerolíneas y su retorno de capital a los inversores.

Al haber escogido dos compañías de largo radio, con estilo tradicional, enfocadas al servicio hacia el pasajero y con una flota diversa en su poder y por otro lado dos compañías de corto radio, enfocadas a una reducción de coste y operadoras de una flota estandarizada ha podido observarse cierta relación en cuanto a la rentabilidad y el retorno ofrecido a los inversores según el tipo de aerolínea.

Por otro lado, habiendo escogido tres años en un espacio tiempo bastante amplio, cada uno con una situación bastante diferente, ha podido observarse el poder de adaptación de la rentabilidad y el retorno a los inversores de las diferentes líneas aéreas.

Al estudiar los resultados obtenidos al calcular la ratio de Rentabilidad Económica ha podido observarse que en los dos años de actividad económica regular, es decir, periodos en los que la economía europea no se veía inmersa en ninguna crisis ni ningún otro tipo de situación de repercusión similar, como fue 2006 y ha sido 2015, las aerolíneas de bajo coste obtienen una mayor Rentabilidad Económica.

Como se ha comentado durante el estudio, el elevado valor de activo que poseen las compañías tradicionales hacen que el valor de beneficio bruto obtenido por la compañía deba ser proporcionalmente igual de grande para obtener un buen resultado en el cálculo de la ratio de Rentabilidad Económica. Por ello, puede concluirse que las compañías de bajo coste consiguen rentabilizar su activo más fácil y rápidamente que las compañías “*premium*”, obteniendo un mayor beneficio bruto por euro invertido en los activos de la aerolínea.

Estudiando los resultados obtenidos al calcular la Ratio de Rentabilidad Financiera, ha podido observarse como en los años de actividad económica regular son las aerolíneas tradicionales las que obtienen una mayor Rentabilidad Financiera. Es decir, puede llegarse a la conclusión que las aerolíneas tipo “*premium*” obtienen una rentabilización mayor del capital externo obtenido de los inversores de capital, obteniendo un beneficio neto, después de tasas e impuestos, más elevado por euro invertido en el Patrimonio Neto de la aerolínea.

Se ha considerado diferenciar los resultados obtenidos en 2009, el año de crisis estudiado, debido a que el entorno era totalmente diferente a los años de actividad “normal” o “regular”, por lo que no pueden compararse los resultados con el resto de años. Por otro lado, sí que pueden compararse los resultados obtenidos por los cálculos entre las diferentes compañías que sí que convivieron en el mismo entorno económico durante ese año y valorar la capacidad de adaptación de estas en un año tan complicado como fue 2009.

De este año de crisis han podido obtenerse diversas conclusiones. Podía suponerse que las compañías de bajo coste tienen una mayor agilidad para la adaptación a las diferentes características del mercado y del entorno económico, dentro de la poca capacidad de reacción que caracteriza a las líneas aéreas debido a sus elevados costes. Así, podemos observar como la simple estrategia de EasyJet, con la reducción de los costes como misión principal, consigue colocar a la

compañía como la más rentable de las cuatro estudiadas en cada una de las ratios económico financieras estudiadas, siendo la única en obtener un beneficio neto positivo. British Airways, en el otro extremo de la tabla de resultados, obtiene enormes pérdidas en su resultado operacional, finalizando el ejercicio con unos costes operacionales más elevados que los beneficios obtenidos por estas operaciones, viéndose inmersa en una incapacidad total de reacción a la gran reducción de la demanda de sus servicios que se hundió durante este año.

Cabe destacar la diferenciación entre los resultados obtenidos entre Lufthansa y British Airways en 2009. Lufthansa aún ser una compañía aún más grande que la gran aerolínea británica consigue adaptarse a este periodo de crisis y reduce las pérdidas de la compañía gracias a su estrategia de diversificación. Gracias a que la compañía tiene empresas en otros segmentos del transporte aéreo como en MRO, Logística, Cargo, servicios de IT o Catering logró compensar las inevitables pérdidas obtenidas por el transporte de pasajeros, debido al fuerte deterioro de la demanda, con los beneficios obtenidos en estos otros segmentos del mercado en los que la demanda no se vio tan afectada por la crisis.

Tanto en 2006 como en 2015, puede observarse un apalancamiento positivo en todas las compañías aéreas estudiadas mientras que en 2009 las compañías que obtienen pérdidas obtienen un apalancamiento negativo. Es decir, en periodos de actividad regular, las aerolíneas obtienen una mejor rentabilidad sobre los fondos externos que sobre los activos propios, por lo tanto obtienen una Rentabilidad Financiera más elevada que la Rentabilidad Económica. Mientras que cuando estas obtienen pérdidas el resultado obtenido al calcular la Rentabilidad Financiera es todavía más negativo y por lo tanto peor, que el obtenido al calcular la Rentabilidad Económica.

Al observar los resultados obtenidos por el cálculo del ROIC, puede confirmarse la situación expuesta en los anteriores apartados del presente trabajo. En 2006, los retornos de capital con los que las compañías estudiadas premiaron a los inversores fueron muy bajos si los comparamos con el WACC o coste de la inversión. Los resultados obtenidos por Lufthansa, British Airways y EasyJet estuvieron sobre la media del ROIC calculada por IATA para ese año mientras que Ryanair estaba muy por encima de este gracias a unos muy buenos retornos hacia sus inversores. Mientras que la compañía irlandesa fue la única en premiar a sus inversores con unos retornos por encima del coste de su capital en 2006, en 2015 British Airways, Ryanair y EasyJet consiguieron ofrecer retornos de capital por encima de este. Esto coincide con la mejoría anunciada por IATA para este último año, el cual es el primero en el que la media del retorno ofrecido a los inversores por las aerolíneas a nivel global está por encima del coste de su capital.

Al estudiar los resultados obtenidos por cada aerolínea en los diferentes años pueden obtenerse ciertas conclusiones sobre la rentabilidad de cada una de estas compañías. De Lufthansa, la compañía de mayor tamaño de las cuatro estudiadas, cabe destacar negativamente la dificultad de rentabilizar sus activos, en gran parte debido al gran valor de estos, como muestran los resultados obtenidos por en la ratio de Rentabilidad Económica, que son los peores de las cuatro compañías estudiadas en los años de actividad regular.

Por otro lado, Lufthansa a día de hoy aún no ha sido capaz de ofrecer un retorno a sus inversores por encima del valor de su capital. En este sentido, la compañía se sitúa por detrás de la media global y de las otras tres compañías estudiadas, las cuales en 2015 consiguen unos retornos de capital aceptables, teniendo en cuenta su WACC. Debe tenerse en cuenta que este año la compañía ha tenido que hacer frente a retos complicados como la huelga de parte de sus tripulaciones y la gran tragedia de Germanwings.

Positivamente, es importante destacar de forma positiva el éxito de la estrategia de diversificación utilizada por el grupo empresarial el cual es capaz de reducir millonarias pérdidas en 2009 gracias a los diferentes segmentos a través de los cuales el grupo consigue obtener beneficio. Aunque repartir el capital en diferentes segmentos de negocio quizás dificulte el crecimiento de su principal actividad, el transporte de pasajeros, es un “seguro de vida” que ampara la viabilidad económica y financiera del grupo en épocas difíciles.

British Airways destaca en este estudio por los grandes resultados obtenidos en los años de bonanza económica y su contraste con las grandes pérdidas obtenidas en el año de crisis financiera. Al igual que su contrincante Lufthansa, la compañía británica tiene dificultades para rentabilizar sus activos y obtiene unos resultados bajos al calcular la Rentabilidad Económica, aunque en 2015 sus resultados no se alejan demasiado de los obtenidos por las compañías de bajo coste. Por otro lado, la compañía obtiene los mejores resultados, muy por encima del resto de compañías estudiadas, en la ratio de Rentabilidad Financiera. Por ello, puede llegarse a la conclusión que la compañía obtiene la mejor rentabilidad sobre los fondos externos de las compañías estudiadas.

En cuanto al ROIC, la compañía ofreció un retorno muy bajo, por debajo del coste del capital, en 2006 al igual que el resto de compañías, pero en 2015 consigue un ROIC de 8.83%, considerablemente por encima de la media, superando incluso a Ryanair. Siendo las compañías aéreas de bajo coste las que han tendido a ofrecer mejores retornos sobre el capital invertido durante los últimos años es importante destacar el resultado del ROIC obtenido British Airways en 2015, que demuestra la viabilidad de la estrategia de rentabilidad de las compañías “Premium”. Todos los grandes logros obtenidos por British Airways que se hacen visibles en el actual estudio se ven ensombrecidos por las grandes pérdidas que obtuvo la compañía en 2006, año en el que las operaciones de la compañía produjeron más pérdidas que ganancias.

Ryanair se mantiene con una rentabilidad estable durante los años. Aún las pérdidas obtenidas en el resultado neto de 2006 puede comprobarse como la estrategia de minimización de costes llevada a cabo por la aerolínea es efectiva en términos rentables. La compañía no tiene problemas para rentabilizar sus activos, comparándose con sus competidores, y tampoco se encuentra en mala posición en cuanto a la Rentabilidad Financiera. En 2006 la compañía fue la que obtuvo una mejor rentabilidad de sus activos y el mejor ROIC, con amplia diferencia, que fue de un 8.12%, valor por encima del coste del capital de la inversión y muy por encima de la media tanto europea como mundial y por supuesto del obtenido por el resto de compañías estudiadas. Este valor del ROIC fue totalmente anormal en un año en el que las compañías ofrecían retornos de entre un 4% y un 5% a nivel global. Así, Ryanair se muestra como una compañía muy rentable, capaz de obtener los mejores resultados con una estrategia muy sencilla y clara, premiando a los inversores de capital con retornos de los más altos del sector.

Por último, EasyJet, la compañía más pequeña de las cuatro estudiadas, destaca por encima del resto de aspectos por ser la única compañía en obtener beneficio en el resultado neto, después de tasas e impuestos, en 2006. Esto demuestra la gran adaptabilidad de la empresa y la acertada estrategia que permite a la compañía ser rentable aún estar inmersa en la peor crisis económica desde la Segunda Guerra Mundial. Negativamente, puede destacarse la pobre Rentabilidad Financiera obtenida en 2006 con la cual los fondos externos de la compañía no pueden considerarse rentables si los comparamos con el del resto de compañías del estudio. Aún tener un enfoque de negocio parecido al de Ryanair y un tamaño mucho más reducido, en el último año estudiado la compañía consigue superar con creces la rentabilidad obtenida por la low-cost más grande de Europa Ryanair, la cual históricamente ha tenido siempre la primera posición. EasyJet consigue resultados superiores en la Rentabilidad Económica, la Rentabilidad Financiera y en el

ROIC. Cabe destacar también, el gran resultado obtenido en el cálculo del Retorno del Capital Invertido en 2015, el cual es de un 11.81%, significativamente por encima del WACC el cual se situaba en aproximadamente un 7% según IATA y de la media de las compañías a nivel global la cual se situaba en un 8.27% según la misma organización.

Capítulo 7 - Conclusiones

En este último capítulo se presentan las conclusiones a las que se ha llegado al realizar el presente estudio económico y financiero de la rentabilidad del negocio de las aerolíneas, así como las conclusiones personales de su realización, los desvíos respecto a la planificación inicial i las posibles mejoras o ampliaciones que se podrían hacer del presente Trabajo Final de Grado.

Se considera que se han alcanzado los objetivos planteados puesto que se ha clarificado la situación en relación al problema planteado y se han ampliado extensamente los conocimientos sobre la rentabilidad de las aerolíneas y sus retornos a los inversores.

En el primero de los apartados, se ha mostrado todo tipo de información obtenida de fuentes reconocidas tanto de dentro como de fuera de sector aéreo. Con esta información, se ha planteado la situación a estudiar y se ha mostrado su estado a día de hoy. Aquí, puede verse como el sector del transporte aéreo ha crecido exponencialmente en los últimos años, ofreciendo un valor sustancial a la sociedad, permitiendo viajar a infinidad de lugares a precios inconcebibles hace unos años. Aun así, durante su historia desde la liberalización del mercado del transporte aéreo, aun habiendo reducido a más de la mitad los costes operacionales del transporte aéreo de pasajeros, las aerolíneas no han conseguido premiar a sus inversores con unos retornos por encima del coste de su capital, ya que los consumidores han absorbido la mayor parte de esta reducción de los costes siendo el precio de los billetes cada día más reducido. En este apartado puede apreciarse como el sector es altamente cambiante y convive continuamente con nuevas entradas de competidores y en muchos casos salidas en forma de bancarrota.

Para poder comprender el porqué de esta situación, se ha realizado un estudio de las características del negocio de estas empresas del transporte aéreo en relación a su rentabilidad y su posterior retorno a los inversores. En el mercado en el que compiten las aerolíneas existen varios riesgos como la rivalidad entre competidores existentes, la nueva entrada de competidores en el mercado, el riesgo de productos sustitutivos y el alto poder de negociación de los clientes y de los proveedores. El sector es altamente sensible a cambios externos por lo que tiene una demanda volátil y elástica. Además, los costes de las aerolíneas son poco escapables por lo que las aerolíneas tienen poca capacidad de reacción a los cambios en la demanda.

Se han contemplado diversas teorías expuestas por economistas del sector en las que se muestran los aspectos negativos de la liberalización debido a las características del mercado en los que se argumenta una regularización como solución para estos problemas. Aún observar que existen características en el sector que favorecen una volatilidad en los costes y una fuerte competencia, la historia del sector demuestra que desde la liberalización los costes se han reducido y ha aumentado la eficiencia.

A día de hoy, el sector se enfrenta a una demanda cíclica, que sumada a unos costes fijos muy altos, unos costes de mano de obra elevados que difícilmente pueden adaptarse a esta demanda, unos costes de combustible que varían independientemente de la demanda subiendo y bajando drásticamente los costes operacionales y ,por último, un sector nuevo que lleva menos de 20 años desregularizado, caracterizado por su innovación y experimentación en la producción, en los modelos de precios y en formas de organización, lo que conlleva un riesgo asociado, se ha generado una gran volatilidad en las ganancias de las aerolíneas que obviamente también dificulta y empeora los retornos de capital ofrecidos a los inversores del sector aéreo.

En el primero de los apartados puede observarse como el retorno de capital medio ofrecido por las aerolíneas a sus inversores ha sido en este último año (2015) por primera vez en la historia del sector por encima del coste de capital (WACC).

Para observar y analizar esta situación, en el último apartado se ha realizado un estudio empírico de las cuentas de resultados de cuatro aerolíneas europeas durante tres años diferentes. Con este estudio ha podido corroborarse la información expuesta en los anteriores apartados, viendo reflejada en las cuentas de resultados de las compañías estudiadas la situación planteada anteriormente. Con este estudio, han podido analizarse las diversas estrategias utilizadas por las compañías para mantenerse rentables en un entorno competitivo y cambiante y cuales han sido las más y menos acertadas en cada uno de los años.

Gracias a haber estudiado dos compañías consideradas “tradicionales” y dos de “bajo coste” se ha podido concluir que las compañías “low-cost” consiguen rentabilizar mejor las inversiones sobre su activo mientras que en los periodos de actividad económica regular son las compañías “premium” las que consiguen una rentabilización mayor del capital externo obtenido.

Al haber estudiado un periodo de crisis se muestran las estrategias llevadas a cabo por las aerolíneas para enfrentarse a grandes reducciones de demanda siendo la reducción de los costes como misión principal para las compañías de bajo coste y la diversificación del negocio para las compañías tradicionales, las estrategias las más acertadas para permitir a las aerolíneas sobrevivir en los periodos más complicados.

Por último, se ha visto claramente reflejada en el estudio la situación en relación al retorno de capital a los inversores o ROIC. Mientras que en la historia reciente de los aerolíneas se estaba obteniendo retornos muy por debajo del coste de capital que parecían dificultar la llegada de la inversión necesaria para hacer frente al aumento de la demanda del transporte aéreo en los próximos años, en el año 2015 todas las compañías estudiadas menos una han conseguido ofrecer retornos de capital por encima del coste del mismo.

Por ello, las expectativas son buenas para los próximos años ya que, aunque parte del aumento del retorno puede achacarse a la reducción de los costes operacionales, debido a la gran reducción del precio del petróleo de los últimos dos años, puede observarse como los precios transporte aéreo han seguido disminuyendo adquiriendo los consumidores gran parte de la reducción de los costes operacionales, lo que significa que los aumentos en el retorno de capital del sector han sido causados, en gran parte, gracias a las mejoras en la gestión y organización de las aerolíneas.

7.1 Conclusiones personales

A nivel personal, el presente TFG ha sido enriquecedor. Su consecución me ha permitido aumentar ampliamente mis conocimientos sobre aspectos que siempre he considerado interesantes pero que nunca hasta ahora había podido estudiar y profundizar tanto en ellos.

Así, me ha permitido entender las características principales del negocio de las aerolíneas en relación a su rentabilidad y el retorno de capital que ofrecen a sus inversores. Gracias a este estudio he tenido la oportunidad de leer y analizar infinidad de estudios económicos y opiniones respecto al tema planteado de diferentes economistas, empresarios del sector y organizaciones internacionales, que me han aportado diferentes puntos de vista y han enriquecido mis conocimientos sobre el sector.

7.2 Desvíos de la planificación

Durante el desarrollo del presente trabajo se han modificado diversos aspectos en relación con la metodología del mismo. Estas modificaciones se han producido debido a la información que se ha ido obteniendo durante el desarrollo del estudio.

El desconocimiento inicial de algunos aspectos influyentes en el trabajo dificultó la planificación que se ha visto levemente desviada. Aunque se esperaba un proceso de investigación complicado fue difícil medir el tiempo que conllevaría. La extracción de la información de los diferentes estudios económicos no ha sido fácil debido a la densidad de estos estudios y la gran cantidad de información que estos pueden aportar pero que ha de ser filtrada y tratada de forma cauta. Por ello, la extracción de información para los primeros apartados ha conllevado más tiempo del esperado inicialmente.

Por otro lado, el cálculo del retorno de capital hacia los inversores del sector ha resultado ser mucho más complejo de lo esperado inicialmente. Después de realizar una amplia búsqueda respecto al cálculo de esta ratio se descubrió que existen infinidad de maneras de calcularla, lo que dificultaba la comparación de sus resultados. Por ello, en todo momento se ha procurado ser cauto con las conclusiones obtenidas al comparar los resultados del presente estudio con el de otros estudios diferentes. Por ello, el cálculo de esta ratio también ha conllevado finalmente más tiempo del que se esperaba en la planificación inicial.

7.3 Mejoras y ampliaciones

El presente TFG presenta un conjunto de conclusiones obtenidas gracias a la investigación de diferentes estudios existentes sobre la situación planteada y a la realización de un estudio empírico propio de las cuentas de resultados de cuatro aerolíneas.

La investigación inicial puede ampliarse con información de infinidad de estudios que no han podido ser contemplados ya que se ha tenido que optimizar el tiempo disponible y seleccionar las fuentes consideradas más valiosas para la realización del trabajo, teniendo que dejar de lado otros estudios que también podrían aportar información útil para el presente trabajo.

Por otro lado, el estudio empírico final, podría mejorarse y ampliarse con la unión del estudio de otras compañías aéreas para ampliar el campo de comparación o el estudio de otras ratios económicas y financieras que aporten información extra a las ya utilizadas.

Glosario

AGB: Always Getting Better ; Siempre Haciendolo Mejor

ANSP: Air Navigation System Provider ; Proveedores de Servicios de Navegación Aérea

ASM: Available Seat Miles ; Asiento Disponible por Milla

ATAG: Air Transport Action Group ; Grupo de Acción del Transporte Aéreo

BA: British Airways

BAIL: Beneficio Antes de Intereses e Impuestos

CAB: Civil Aeronautics Board ; Junta de Aeronáutica Civil

CRS: Computer Reservation System ; Sistemas de reserve informatizados

EBIT: Earnings Before Interest and Taxes ; Ingresos antes de Intereses y Impuestos

FTK: Freight Tonne Kilometers ; Toneladas Kilometros Carga

GDP: Gross Domestic Product ; Producto Interior Bruto

GDS: Global Distribution System ; Sistema de Distribución Global

IAG: International Airlines Group ; Grupo Internacional de Aerolíneas

IATA: International Air Transport Association ; Asociación Internacional del transporte aéreo

ICAO: International Civil Aviation Organization ; Organización Aviación Civil Internacional

LCC: Low Cost Carriers ; Compañías Low Cost

MRO: Maintenance, Repair, and Overhaul ; Mantenimiento, Reparación y Revisión

PIB: Producto Interior bruto

ROA: Return On Assets ; Retorno Sobre Activos

ROE: Return On Equity ; Rentabilidad Sobre Recursos Propios

ROIC: Return On Invested Capital ; Retorno Sobre el Capital Invertido

RPK: Revenue Passenger Kilometres ; Ingresos Pasajero Kilometro

MRO: Maintenance, Repair, and Overhaul ; Mantenimiento, Reparación y Revisión

Referencias

- [1] IATA. 2013. "Profitability and the air transport value chain"
- [2] IATA. 2006. "Annual Report 2006"
- [3] IATA. 2009. "Annual Report 2009"
- [4] IATA. 2012. "Annual Report 2012"
- [5] IATA. 2015. "Annual Report 2015"
- [6] IATA, Brian Pearce (IATA Chief Economist). 2015. "Economic Performance of the Airline Industry"
- [7] European Commission. 2015. "Annual Analyses of the EU Air Transport Market 2013"
- [8] Severin Borenstein, Nancy L. Rose. 2008. "How Airline Markets Work...Or Do They?"
- [9] David Gillen. 2006. "Airline Business Models and Networks: Regulation, Competition and Evolution in Aviation Markets"
- [10] Rigas Doganis. 2002. "Flying Off Course: The Economics of International Airlines"
- [11] Lufthansa. 2006. "Annual report 2006"
- [12] Lufthansa. 2009. "Annual report 2009"
- [13] Lufthansa. 2015. "Annual report 2015"
- [14] British Airways. 2006. "Annual report and accounts 2006"
- [15] British Airways. 2009. "Annual report and accounts 2009"
- [16] British Airways. 2015. "Annual report and accounts 2015"
- [17] Ryanair. 2006. "Annual report and financial statements 2006"
- [18] Ryanair. 2009. "Annual report and financial statements 2009"
- [19] Ryanair. 2015. "Annual report and financial statements 2015"
- [20] EasyJet. 2006. "Annual report and accounts 2006"
- [21] EasyJet. 2009. "Annual report and accounts 2009"
- [22] EasyJet. 2015. "Annual report and accounts 2015"
- [23] Joseph Berechman, Jaap de Wit. 1996. "An Analysis of Effects of European Aviation Deregulation on an Airline's Network Structure and Choice of a Primary West European Hub Airport"
- [24] Sunder Raghavan. 2003. "Application of Core Theory to the Airline Industry"
- [25] Airbus, 2015. "Flying by Numbers, 2015-2034"
- [26] ATAG, 2015. "The economic & social benefits of air transport"
- [27] Página web de The Economist. <http://www.economist.com/node/146627>

- [28] Página web de The SAIS Europe Journal. <http://www.saisjournal.org/posts/european-airline-deregulation>
- [29] Página web de Investopedia. <http://www.investopedia.com/stock-analysis/031714/why-airlines-arent-profitable-dal-ual-aal-luv-jblu.aspx>
- [30] Página web de Priceonomics. <http://priceonomics.com/can-airlines-make-money/>
- [31] Página web de Investopedia. <http://www.investopedia.com/terms/r/returnoninvestmentcapital.asp>
- [32] Página web de Investing Answers. <http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/ratio-analysis/return-invested-capital-roic-1188>
- [33] Página web de Investor Guide. <http://www.investorguide.com/article/13442/how-to-calculate-return-on-invested-capital-0513/>
- [34] Página web de Pymes y Autónomos. <http://www.pymesyautonomos.com/administracion-finanzas/que-mide-la-relacion-entre-roa-y-roe>
- [35] Página web de Blog del Inversor. <http://www.blogdelinversor.com/entendiendo-roa-y-roe-con-ejemplos/>
- [36] Página web de Los Ángeles Times. [.latimes.comwww/business/la-fi-airline-profits-fares-20160123-story.html](http://latimes.comwww/business/la-fi-airline-profits-fares-20160123-story.html)
- [37] Página web de Expansión. <http://www.expansion.com/empresas/transporte/2016/03/27/56f15e55ca4741222d8b45fa.html>
- [38] Página web de El Confidencial Digital. http://www.elconfidencialdigital.com/dinero/aerolineas-aplicaran-notable-vuelos-verano_0_2650534930.htm
- [39] Página web de Forbes. <http://www.forbes.com/sites/oliverwyman/2015/09/30/how-airlines-can-cut-labor-costs-without-hitting-wages-benefits-or-jobs/#1cd663f831e1>
- [40] Página web de Lufthansa. <http://www.lufthansa.com/>
- [42] Página web de British Airways. <http://www.britishairways.com/>
- [43] Página web de Ryanair. <https://www.ryanair.com/>
- [44] Página web de EasyJet. <http://www.easyjet.com/>
- [45] Página web de ABC. <http://www.abc.es/economia/20150108/abci-todas-claves-bajada-precio-201501071145.html>