Estudios de Economía y Empresa

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Análisis económico-financiero de Vueling Airlines S.A.

Iván Lorente Díez

ivanlodi@uoc.edu

29 de Diciembre de 2021

Trabajo Final de Grado

Ámbito de especialización: Toma de decisiones y Análisis económico-financiero

Memoria final

Curso 2021-22, 1er semestre

ÍNDICE

Resumen **4**

Abstract **5**

INTRODUCCIÓN **6**

1 ANÁLISIS INTERNO DE VUELING AIRLINES **8**

1.1 Introducción a Vueling Airlines S.A. **8**

1.1.1 Historia de la Sociedad 8

1.1.2 Modelo de negocio y descripción de productos y servicios 8

1.2 Análisis de los estados financieros de Vueling Airlines S.A. **10**

1.2.1 Análisis patrimonial y financiero. Balance de situación. 10

1.2.2 Análisis de la Cuenta de Resultados y rentabilidades 17

1.2.3 Análisis del Estado de Cambios en el Patrimonio Neto 23

1.2.4 Análisis del Estado de Flujos de Efectivo 24

1.3 Análisis cualitativo. Resumen de debilidades y fortalezas. **25**

2 ANÁLISIS SECTORIAL Y PRINCIPALES COMPETIDORES DE VUELING **26**

2.1 Características del sector **26**

2.2 Análisis de los balances de situación **29**

2.2.1 Estructura económica 30

2.2.2 Estructura financiera 32

2.2.3 Ratios patrimoniales y financieros 34

2.3 Análisis de las cuentas de resultados **35**

2.3.1 Resultados económicos y apalancamiento operativo 35

2.3.2 Rentabilidades económicas y financieras 38

2.4 Otros indicadores de rendimiento del sector **39**

2.5 Matriz DAFO de Vueling **41**

3 OBJETIVOS DE DESARROLLO SOSTENIBLE **42**

4 SÍNTESIS DE LA SITUACIÓN ACTUAL Y EVOLUCIÓN DE VUELING **43**

4.1 Situación actual de Vueling **43**

4.2 Posicionamiento de Vueling en el sector **44**

5 CONCLUSIONES, PERSPECTIVAS FUTURAS Y RECOMENDACIONES **45**

5.1 Conclusiones **45**

5.2 Resultado provisionales, perspectivas futuras y recomendaciones **46**

5.2.1 Resultados provisionales 2021 y perspectivas de futuro 46

5.2.2 Análisis CAME y recomendaciones 47

VALORACIÓN **48**

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS **48**

Análisis económico-financiero de Vueling Airlines S.A.

Iván Lorente Díez (ivanlodi@uoc.edu)
Grado en Administración y Dirección de Empresas - Toma de decisiones y análisis económico-financiero)

Resumen

La COVID-19 ha provocado una de las mayores crisis sanitarias y económicas de la historia. La pandemia ha afectado muy negativamente a todo el sector turístico, pero ha sido especialmente dura con la aviación comercial. La carga aérea ha sido el sector de la aviación menos afectado por la pandemia, pero aquellas compañías dedicadas exclusivamente al transporte de pasajeros vieron como a partir del segundo trimestre de 2020 la demanda cayó a niveles nunca vistos. La relajación progresiva de las restricciones a la movilidad ha permitido a las compañías aéreas ir recuperando la actividad progresivamente, empezando por la movilidad nacional primero, y recuperándose posteriormente a nivel europeo, lejos todavía de los récords de 2019.

Este trabajo de fin de grado pretende realizar un estudio de la situación económico financiera de la compañía aérea Vueling Airlines S.A. de los últimos 5 años (período 2016-2020) analizando en un primer apartado, su crecimiento después de su integración en el grupo IAG y como han afectado a sus cuentas anuales las restricciones a la movilidad impuestas por los diferentes gobiernos de la UE a causa de la pandemia de la COVID-19.

En un segundo apartado, este trabajo pretende también analizar y comparar a Vueling con su competencia directa, enmarcada en el sector de las compañías *low cost* europeas e igualmente afectadas por la pandemia. Las características intrínsecas de las compañías de bajo coste las hacen estar en una mejor posición de recuperación respecto a las compañías tradicionales, ya que soportan habitualmente una menor estructura fija, una mayor externalización de ciertos servicios y una mayor flexibilidad tanto es sus plantillas como en sus activos. Sin embargo se verá como todo el sector presenta pérdidas operativas en el ejercicio 2020 y un empeoramiento de la mayoría de sus ratios de liquidez y solvencia.

Con posterioridad al análisis sectorial, se abordará los aspectos claves de Vueling en relación a ciertos Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) y las actuaciones y compromisos adoptados para alcanzarlos.

Finalmente, se expresarán las conclusiones y aspectos más relevantes a las que ha llegado el autor en relación a la situación económico-financiera de la empresa y se realizarán una serie de recomendaciones a través de un análisis DAFO y un posterior análisis CAME para mejorar las debilidades, afrontar las amenazas, reforzar sus fortalezas y focalizar las oportunidades que se le presenten.

Palabra clave:

Vueling Airlines, IAG, aviación comercial, Europa, crisis, pandemia, COVID-19, *low cost*

ODS:

- Número 5: Igualdad de género
- Número 8: Trabajo decente y crecimiento económico
- Número 13: Acción por el clima

Abstract

COVID-19 has caused one of the largest health and economic crises in history. The pandemic has affected the entire tourism sector very negatively, but it has been especially harsh on commercial aviation. Air cargo has been the aviation sector least affected by the pandemic, but those companies dedicated exclusively to the transport of passengers saw how, as of the second quarter of 2020, demand fell to levels never seen before. The progressive relaxation of mobility restrictions has allowed airlines to gradually recover activity, starting with national mobility first, and then recovering at the European level, still far from the records of 2019.

The aim of this project is to carry out a study of the economic and financial situation of the airline Vueling Airlines S.A. of its last 5 years (period 2016-2020), analyzing in a first section its growth after its integration into the IAG group and how the restrictions on mobility imposed by the different governments of the EU due to the COVID-19 pandemic have affected its annual accounts.

In a second section, this work also aims to analyze and compare Vueling with its direct competitors, framed in the sector of European low-cost companies, also affected by the pandemic. The inherent characteristics of low-cost companies make them in a better recovery position compared to traditional companies, since they usually support a smaller fixed structure, greater outsourcing of certain services and greater flexibility in both their workforce and their assets. However, the entire sector presents big operating losses in 2020 and the worsening of most of its liquidity and solvency ratios.

After the sectoral analysis, the key aspects of Vueling in relation to certain Sustainable Development Goals (SDGs) and the actions and commitments adopted to achieve them will be addressed.

Finally, the conclusions and most relevant aspects the author has reached in relation to the economic-financial situation of the company will be expressed and a series of recommendations will be made through a SWOT analysis and a subsequent CAME analysis to improve weaknesses, face the threats, reinforce their strengths and focus the opportunities that arise.

Keywords:

Vueling Airlines, IAG, commercial aviation, Europe, crisis, pandemic, COVID-19, *low cost*

SDG:

- Number 5: Gender equality
- Number 8: Decent work and economic growth
- Number 13: Climate action

INTRODUCCIÓN

Este trabajo de fin de grado pretende realizar un análisis de la evolución y de la situación económica y financiera de la compañía aérea *low cost* Vueling Airlines S.A. (en adelante Vueling), perteneciente al holding hispano-británico IAG, así como establecer una comparación con la situación de las compañías competidoras. En especial, se tendrá en cuenta la afectación de la pandemia de la COVID-19 en cuanto a la demanda de la movilidad intra-europea y su afectación a las cuentas anuales de la empresa, poniendo el foco en las medidas adoptadas para minimizar su impacto.

Justificación

Una vez finalizados mis estudios como Ingeniero Técnico de Telecomunicaciones y atraído por el sector de la aeronáutica, inicié mi formación como piloto de aviación. Unos años después, tuve la oportunidad de empezar a trabajar a los mandos de un avión de pasajeros para la compañía Vueling, objeto del estudio. Mi formación siempre se había caracterizado por un carácter muy técnico y decidí continuar descubriendo el sector aeronáutico pero desde la perspectiva empresarial, por lo que en el curso 2012-2013 realicé un Máster en Gestión Aeronáutica. Apasionado de la gestión y ávido de conocimiento, en 2016 inicié mis estudios de Grado en Administración y Dirección de Empresas en la UOC. Para profundizar en las entrañas de la empresa para la que todavía trabajo, no dudé en elegirla para este TFG, con el que pretendo analizar en qué situación económica-financiera afronta Vueling su futuro tras la pandemia de la COVID-19, que ha resultado ser la mayor crisis de la historia de la aviación comercial y que ha provocado la desaparición de numerosas aerolíneas en todo el mundo. Así mismo, creo que es muy interesante comprobar la evolución de los competidores y como afrontan la recuperación del tráfico aéreo.

Según los datos de la Organización Internacional de Aviación Civil, el transporte de pasajeros por vía aérea experimentó un crecimiento exponencial desde finales de los años 60, solo contenido temporalmente por algunas de las grandes crisis mundiales como los ataques terroristas del 11S o la crisis económica de 2008, hasta la pandemia de COVID-19. Las restricciones a la movilidad y por tanto la caída de la demanda, han supuesto en 2020 una reducción del 50% de asientos ofertados respecto a 2019, así como el número de pasajeros transportados que se redujo en 2020 en casi 2.700 millones menos, un 60% menos que en 2019. En cuanto al factor económico, la pandemia supuso en 2020 una pérdida de ingresos para la industria de 371.000 millones USD (ICAO, 2021, p. 5)[1]. En Europa, el negocio del bajo coste había crecido un 10% en la última década antes de la COVID-19 representando en 2019 el 33,1% del mercado Europeo.

El impacto de la pandemia del coronavirus ha supuesto una reducción de casi el 69,9% del volumen de pasajeros por kilómetro transportado (RPK, *Revenue Passenger per Kilometer*) y un 62,1% de la oferta de asientos por kilómetro (ASK, *Available Seat per Kilometer*)[2] en Europa. A nivel individual, Vueling transportó en 2020 cerca de 9,6 millones de pasajeros, un decremento del 72% respecto a 2019, considerado año base para la gran mayoría de indicadores. El número de vuelos operados por la compañía se redujo en un 65,9% y su ASK también se redujo en aproximadamente un 66%, incidiendo especialmente en el mercado internacional. La reducción de la demanda ha supuesto para Vueling una pérdida neta después de impuestos de 785 millones de euros, frente a los 132 millones de beneficio en 2019.

Pese al impacto general tan negativo de la pandemia, en 2020 las *low cost* han reforzado su posición en el mercado europeo respecto a las aerolíneas tradicionales, siendo en 2020 un 44,5% de la oferta (Statista, 2021)[3], gracias a una menor estructura de costes, mayor flexibilidad y a

[1] ICAO. (2021). Effects of Novel Coronavirus (COVID-19) on Civil Aviation: Economic Impact Analysis. https://www.icao.int/sustainability/Documents/COVID-19/ICAO_Coronavirus_Econ_Impact.pdf
[2] IATA. (2021a). *Air Passenger Market Analysis - December 2020*. https://www.iata.org/en/iata-repository/publications/economic-reports/air-passenger-monthly-analysis---december-2020/
[3] OAG y CAPA Centre for Aviation. (2020). *Market share of low-cost carriers in Europe from 2009 to 2020* (Gráfico). En Statista. https://www.statista.com/statistics/1117218/low-cost-carrier-market-share-europe/

una relajación de las restricciones a la movilidad desigual, activándose en primer lugar las operaciones de corto y medio recorrido que las de larga distancia.

Objetivo y alcance

El objetivo de este TFG pretende contestar varias preguntas. La pregunta principal trata de **establecer la situación económica-financiera de la empresa al inicio de la recuperación del tráfico aéreo después de la pandemia: *¿Es preocupante la situación financiera de Vueling Airlines S.A. tras la pandemia de COVID-19 y su impacto en la demanda?***

Otra pregunta a tener en cuenta y se pretende resolver es si *¿Aguantaría la empresa en el mercado sin el respaldo del grupo IAG?*

Para dar respuesta a estas preguntas, se deberá realizar:

- Análisis interno de la empresa, tanto cualitativo como cuantitativo, detallando su situación patrimonial y financiera actual, su cuenta de resultados, su rentabilidad y el análisis de los diferentes ratios económico-financieros, teniendo en cuenta su evolución en el período 2016-2020, así como las previsiones para los próximos ejercicios.
- Analizar la posición económico-financiera de los principales competidores, realizando una comparación con Vueling
- Exponer las conclusiones alcanzadas y proponer recomendaciones y mejoras

Las fuentes y referencias documentales que garantizan la realización de proyecto son:

- Cuentas anuales consolidadas de informes anuales de la empresa Vueling Airlines S.A., obtenidos directamente de página web de la matriz IAG.
- Presentaciones y estadísticas de los últimos datos de tráfico y financieros de la compañía, obtenido de la web de IAG
- Cuentas anuales consolidadas e informes de gestión de las empresas de la competencia, obtenidas también a través de sus correspondientes webs.
- Informes y reportes de estamentos oficiales en materia de aviación comercial, como la ICAO (International Civil Aviation Organization), la IATA (International Air Transport Association), Euroncontrol, o la base de datos europea Eurostat
- Información obtenida de proveedores, analistas y artículos periodísticos de información especializada en aviación comercial, como CAPA Centre for Aviation, OAG, anna.aero, preferente.com, hosteltur.com, o CTC Corporate Travel Community.
- Artículos y noticias periodísticos de relevancia para el desarrollo del trabajo
- Portales estadísticos como Statista.com, OurWorldinData.org o data.WorldBank.org.

Problemas iniciales detectados que se presentan para el análisis:

- El principal problema es la comparabilidad de las cuentas anuales ya que algunas de las empresas del sector utilizan un inicio del ejercicio fiscal que difiere de la empresa analizada (Vueling, 01 de enero-31 de diciembre). Este hecho es especialmente relevante en el contexto actual, ya que el impacto en las cuentas anuales de las empresas dependerá del número de meses que éstas hayan sido afectadas por la pandemia. El autor tendrá en cuenta esta discrepancia en su análisis.
- Las previsiones realizadas por organismos internacionales como Eurocontrol, IATA u OACI, son la información más sólida disponible actualmente, pero a su vez presentan cierto grado de incertidumbre dado el desarrollo tan variable de la pandemia. Sin embargo, la evolución del tráfico aéreo actual en Europa concuerda en gran medida con las previsiones realizadas por estos organismos.

1 ANÁLISIS INTERNO DE VUELING AIRLINES

1.1 Introducción a Vueling Airlines S.A.

En los siguientes apartados se va a realizar un análisis interno de Vueling Airlines S.A., compañía española dedicada a la explotación y gestión de tráfico aéreo de transporte de pasajeros, bajo la denominación comercial de Vueling.

Se iniciará con un breve repaso de la historia de la Sociedad y su perfil estratégico, con una descripción de los productos y servicios que ofrece, para posteriormente analizar sus estados financieros y conocer su evolución en los últimos 5 ejercicios, su situación actual y poder establecer conclusiones y recomendaciones futuras.

1.1.1 Historia de la Sociedad

Vueling Airlines S.A. fue creada en 2004 por los emprendedores Lázaro Ros y Carlos Muñoz, con participación accionarial inicial de Apax Partners (40%), Inversiones Hemisferio (Grupo Planeta) (30%), los socios fundadores (23%) y V.A. Investors, sociedad de inversión del equipo gestor de la aerolínea JetBlue Airways (7%) (Hosteltur, 2004)[4].

La compañía se creó con el objetivo de convertirse en una aerolínea líder, autodenominada "de nueva generación" y establecida en el sur de Europa, donde las compañías *low cost* todavía no eran muy populares, combinando las ventajas de ese modelo de negocio con un servicio excelente y cercano, ofreciendo unos altos estándares de atención al cliente.

Con sede en El Prat de Llobregat y el Aeropuerto de Barcelona como base de operaciones, inició sus vuelos con una flota de 2 Airbus A320 y 120 empleados, entre tripulaciones, personal de tierra y staff de oficinas (Ortega Figueiral, 2019)[5]. En los años posteriores abrió bases en Madrid, Paris-Charles de Gaulle y Sevilla.

Tras los buenos resultados de los primeros años y su salida a Bolsa a finales de 2006, la situación económico-financiera se tornó complicada tras la salida del accionariado de uno de sus principales inversores y una fuerte lucha competencial con Clickair, filial *low cost* de Iberia, con la que se acabaría fusionando en 2009. A partir de ese año, y controlada por Iberia, inició un período de crecimiento que se magnificó con la integración en 2013 en el holding IAG, fusión entre British Airways e Iberia LAE, que actualmente es propietaria del 99,5% de las acciones de Vueling.

En 2019, último año previo a la pandemia de la COVID-19, contaba con una flota media de 122 aviones Airbus A319, A320 y A321, 13 bases nacionales y 4 internaciones, más de 4400 empleados, y operando casi a 140 destinos.

Debido a la pandemia, en 2020 la compañía tuvo que cerrar temporalmente varias bases operativas, tanto nacionales como internacionales, para ajustar la actividad a la bajada de la demanda, algunas de las cuales siguen cerradas a noviembre de 2021.

1.1.2 Modelo de negocio y descripción de productos y servicios

Vueling opera vuelos de transporte aéreo regular de pasajeros y excepcionalmente vuelos chárter. Su modelo de negocio está basado en el bajo coste combinado con un alto servicio al pasajero, ofreciendo una operación híbrida entre el modelo *low cost* puro y el modelo *full service* de las compañías tradicionales.

Vueling opera una flota de aeronaves jóvenes y en constante renovación, que garantizan la seguridad de sus operaciones, el confort y la experiencia de los pasajeros, a la vez que minimizan el consumo de combustible y emisiones de CO2. La flota de Vueling la forman los modelos A319, A320 y A321 del fabricante Airbus, y en la mayoría de ellos se incorporan elementos como

[4] Hosteltur. (2004). *Vueling Airlines inicia sus operaciones el 1 de julio de 2004*. osteltur.com. https://www.hosteltur.com/21194_vueling-airlines-inicia-sus-operaciones-1-julio-2004.html
[5] Ortega Figueiral, J. (2019). *Los orígenes de Vueling*. El Blog de Vueling - A 30.000 pies. https://blog.vueling.com/es/aviacion/vueling-dia-uno-ibiza-120-empleados-y-dos-a320/

enchufes y conexión a internet WIFI. La utilización de una única familia de aviones permite la homogeneización de la formación de personal y el mantenimiento de las aeronaves, permitiendo un ahorro de costes significativo y la simplificación de las operaciones.

Su ámbito geográfico de actuación es el corto y medio radio, operando en Europa, el norte de África y Oriente Próximo. En noviembre de 2021 el número de destinos es de casi 130, con vuelos directos o en conexión mediante sus 2 *hubs* operativos en Barcelona y Roma. La mayoría de vuelos se realizan a aeropuertos principales.

Figura 1: Mapa de destinos de Vueling a fecha noviembre de 2021

Fuente: Vueling. (2021). Mapa de destinos [captura de pantalla]. https://www.vueling.com/es/reserva-tu-vuelo/donde-volamos

La compañía ofrece diferentes tarifas según las necesidades de cada pasajero (*Basic*, *Óptima* y *TimeFlex*), que incluyen diversos servicios como la posibilidad de elección de asiento, embarque prioritario, cancelación gratuita, maleta facturada, mostradores exclusivos, etc. El catálogo de servicios de Vueling se amplía mediante sus *partners* estratégicos, permitiendo contratar alojamientos, coches, traslados, museos y otras actividades a través de la propia web de la empresa.

Vueling ofrece vuelos en código compartido con Iberia y British Airways, además del servicio Vueling Global, una plataforma propia que permite viajar en vuelos de diversas compañías con las que ha formado alianzas.

1.2 Análisis de los estados financieros de Vueling Airlines S.A.

En este apartado se realiza un análisis de los estados financieros consolidados de Vueling Airlines S.A. obtenidos directamente de la página web de la matriz IAG y auditados por Ernst & Young S.L. del quinquenio 2016-2020, donde indican que las Cuentas Anuales de la empresa reflejan una imagen fiel del patrimonio y situación financiera de la misma en todos los ejercicios fiscales analizados, así como los resultados y flujos de efectivo, de conformidad con el marco normativo.

Los aspectos más relevantes de la auditoría del ejercicio 2020 son relativos al impacto de la pandemia de la COVID-19 y las restricciones a la movilidad derivadas de la misma, reduciendo muy considerablemente las operaciones de la empresa. Debido a ello, el auditor expresa la incertidumbre material relacionada con el *principio de empresa en funcionamiento*, al verse muy afectada la liquidez y resultado del ejercicio, hecho que provocó un patrimonio neto negativo. El auditor tiene en consideración especial los riesgos de incorreción material derivados del efecto de la pandemia, en especial por la valoración de la flota, la valoración de instrumentos financieros derivados y coberturas, la recuperabilidad de activos por impuesto diferido y la valoración del préstamo bancario sindicado avalado por el ICO.

Cabe destacar que debido a la singularidad de las operaciones de la empresa, la situación patrimonial y las ratios calculadas no aportan información determinante por sí mismas y deben compararse con otras empresas del sector para obtener conclusiones. En el apartado 2 se realiza la comparación de la situación económica-financiera de Vueling respecto a otras empresas similares.

1.2.1 Análisis patrimonial y financiero. Balance de situación.

El análisis patrimonial y financiero de Vueling se realiza en base a su balance de situación a 31 de diciembre de cada ejercicio del período analizado. Mediante el análisis de los porcentajes verticales se analizará su estructura económica y financiera, observando las masas más significativas. Utilizando la técnica de los porcentajes horizontales se comprobará la evolución de ese equilibrio en el período 2016-2020, poniendo el foco especialmente en el último ejercicio afectado fuertemente por la pandemia de la COVID-19. En el análisis financiero se utilizarán distintas ratios de liquidez y endeudamiento para analizar el equilibrio entre las masas del activo y del pasivo, así como las fuentes de financiación utilizadas, determinando el grado de liquidez, solvencia y su capacidad de recuperación o crecimiento futuro.

1.2.1.1 Análisis patrimonial. Porcentajes verticales y horizontales

La siguiente tabla presenta un resumen de las principales partidas del balance de situación en el período 2016-2020 y su análisis vertical. La tabla con los balances de situación completos se encuentra en el Anexo 1.A.

Tabla 1. Porcentajes verticales del balance de situación (en miles de euros)

BALANCE DE SITUACIÓN A 31 DE DICIEMBRE DE CADA EJERCICIO (Miles de Euros)										
	PORCENTAJES VERTICALES ACTIVO									
ACTIVO	2020		2019		2018		2017		2016	
ACTIVO NO CORRIENTE										
Inmovilizado intangible	109.085	5,92%	111.380	4,34%	88.794	5,15%	78.907	5,23%	78.639	5,03%
Inmovilizado material	617.881	33,54%	838.217	32,67%	492.629	28,58%	341.769	22,63%	270.984	17,35%
Inversiones en empresas del grupo y asociadas	64.812	3,52%	56.744	2,21%	40.088	2,33%	35	0,00%		
Inversiones financieras a largo plazo	84.752	4,60%	164.752	6,42%	144.580	8,39%	98.902	6,55%	156.674	10,03%
Activos por impuesto diferido	211.437	11,48%	28.708	1,12%	41.777	2,42%	27.719	1,84%	37.710	2,41%
Total activo no corriente	1.087.967	59%	1.199.801	47%	807.868	47%	547.332	36%	544.007	35%
ACTIVO CORRIENTE										
Existencias	31.161	1,69%	81.483	3,18%	21.822	1,27%	12.652	0,84%	25.747	1,65%
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	70.065	3,80%	313.830	12,23%	314.758	18,26%	199.722	13,23%	170.377	10,91%
Inversiones en empresas del grupo y asociadas	45	0,00%	4.043	0,16%	9.581	0,56%			41.112	2,63%
Inversiones financieras a corto plazo	426.569	23,15%	596.817	23,26%	342.124	19,85%	533.200	35,31%	560.355	35,87%
Periodificaciones a corto plazo	22.058	1,20%	29.440	1,15%	21.085	1,22%	18.650	1,24%	19.202	1,23%
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	204.406	11,10%	340.229	13,26%	206.271	11,97%	198.412	13,14%	201.200	12,88%
Total activo corriente	754.304	40,94%	1.365.842	53,24%	915.641	53,13%	962.636	63,75%	1.017.993	65,17%
TOTAL ACTIVO	1.842.271	100%	2.565.643	100%	1.723.509	100%	1.509.968	100%	1.562.000	100%

	PORCENTAJES VERTICALES PASIVO									
PASIVO Y PATRIMONIO	**2020**		**2019**		**2018**		**2017**		**2016**	
PATRIMONIO NETO										
Capital Social	29.905	1,62%	29.905	1,17%	29.905	1,74%	29.905	1,98%	29.905	1,91%
Prima de emisión	199.185	10,81%	199.185	7,76%	199.185	11,56%	199.185	13,19%	199.185	12,75%
Reservas	90.652	4,92%	28.412	1,11%	18.578	1,08%	16.288	1,08%	10.386	0,66%
Resultado del ejercicio	(785.262)	-42,62%	132.237	5,15%	149.834	8,69%	117.290	7,77%	48.902	3,13%
Dividendos a cuenta			(70.000)	-2,73%	(140.000)	-8,12%	(115.000)	-7,62%	(43.000)	-2,75%
Total Fondos Propios	(465.520)	-25,27%	319.739	12,46%	257.502	14,94%	247.668	16,40%	245.378	15,71%
Ajustes por cambio de valor	(104.452)	-5,67%	63.611	2,48%	(35.955)	-2,09%	5.565	0,37%	71.651	4,59%
Subvenciones, donaciones y legados recibidos	599	0,03%	1.058	0,04%	937	0,05%	595	0,04%	1.835	0,12%
Total Patrimonio Neto	(569.373)	-30,91%	384.408	14,98%	222.484	12,91%	253.828	16,81%	318.864	20,41%
PASIVO NO CORRIENTE										
Provisiones a largo plazo	609.678	33,09%	485.857	18,94%	426.378	24,74%	340.379	22,54%	319.123	20,43%
Deudas a largo plazo	800.038	43,43%	569.269	22,19%	167.780	9,73%	154.717	10,25%	142.732	9,14%
Deudas a largo plazo con partes vinculadas			6.377	0,25%						
Pasivos por impuesto diferido	14.254	0,77%	42.322	1,65%	23.144	1,34%	19.385	1,28%	40.037	2,56%
Periodificaciones a largo plazo	76.886	4,17%	86.476	3,37%	100.877	5,85%	107.413	7,11%	102.918	6,59%
Total pasivo no corriente	1.500.856	81,47%	1.190.301	46,39%	718.179	41,67%	621.894	41,19%	604.810	38,72%
PASIVO CORRIENTE										
Provisiones a corto plazo	79.987	4,34%	175.440	6,84%	96.964	5,63%	75.764	5,02%	159.945	10,24%
Deudas a corto plazo	229.935	12,48%	64.152	2,50%	76.985	4,47%	33.492	2,22%	31.295	2,00%
Deudas con empresas del grupo			4.866	0,19%	1.088	0,06%	13	0,00%	132	0,01%
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	430.598	23,37%	508.252	19,81%	414.344	24,04%	340.247	22,53%	288.210	18,45%
Periodificaciones a corto plazo	170.268	9,24%	238.224	9,29%	193.465	11,23%	184.730	12,23%	158.744	10,16%
Total pasivo corriente	910.788	49,44%	990.934	38,62%	782.846	45,42%	634.246	42,00%	638.326	40,87%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	1.842.271	100%	2.565.643	100%	1.723.509	100%	1.509.968	100%	1.562.000	100%

Fuente. Elaboración propia con los datos obtenidos de las cuentas anuales de Vueling

En la tabla siguiente se recoge un resumen del análisis de porcentajes horizontales del balance de situación. El año base para la realización de los cálculos es el año 2016, aunque para una mayor facilidad de análisis de los efectos causados por la pandemia, se ha añadido en 2020 una columna para la comparación con el último año no afectado por la pandemia, 2019. La tabla de porcentajes horizontales con el balance completo se encuentra en el Anexo 1.B.

Tabla 2. Porcentajes horizontales del balance de situación (en miles de euros)

BALANCE DE SITUACIÓN A 31 DE DICIEMBRE DE CADA EJERCICIO
(Miles de Euros)

	PORCENTAJES HORIZONTALES ACTIVO									
ACTIVO	**2020**			**2019**		**2018**		**2017**		**2016**
ACTIVO NO CORRIENTE		Base 2019	Base 2016		Base 2016		Base 2016		Base 2016		Base 2016
Inmovilizado intangible	109.085	-2,06%	38,72%	111.380	41,63%	88.794	12,91%	78.907	0,34%	78.639	100%
Inmovilizado material	617.881	-26,29%	128,01%	838.217	209,32%	492.629	81,79%	341.769	26,12%	270.984	100%
Inversiones en empresas del grupo y asociadas	64.812	14,22%		56.744		40.088		35			100%
Inversiones financieras a largo plazo	84.752	-48,56%	-45,91%	164.752	5,16%	144.580	-7,72%	98.902	-36,87%	156.674	100%
Activos por impuesto diferido	211.437	636,51%	460,69%	28.708	-23,87%	41.777	10,78%	27.719	-26,49%	37.710	100%
Total activo no corriente	1.087.967	-9,32%	99,99%	1.199.801	120,55%	807.868	48,50%	547.332	0,61%	544.007	100%
ACTIVO CORRIENTE											
Existencias	31.161	-61,76%	21,03%	81.483	216,48%	21.822	-15,24%	12.652	-50,86%	25.747	100%
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	70.065	-77,67%	-58,88%	313.830	84,20%	314.758	84,74%	199.722	17,22%	170.377	100%
Inversiones en empresas del grupo y asociadas	45	-98,89%	-99,89%	4.043	-90,17%	9.581	-76,70%		-100,00%	41.112	100%
Inversiones financieras a corto plazo	426.569	-28,53%	-23,88%	596.817	6,51%	342.124	-38,95%	533.200	-4,85%	560.355	100%
Periodificaciones a corto plazo	22.058	-25,07%	14,87%	29.440	53,32%	21.085	9,81%	18.650	-2,87%	19.202	100%
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	204.406	-39,92%	1,59%	340.229	69,10%	206.271	2,52%	198.412	-1,39%	201.200	100%
Total activo corriente	754.304	-44,77%	-25,90%	1.365.842	34,17%	915.641	-10,05%	962.636	-5,44%	1.017.993	100%
TOTAL ACTIVO	1.842.271	-28,19%	17,94%	2.565.643	64,25%	1.723.509	10,34%	1.509.968	-3,33%	1.562.000	100%

	PORCENTAJES HORIZONTALES PASIVO									
PASIVO Y PATRIMONIO	**2020**			**2019**		**2018**		**2017**		**2016**
PATRIMONIO NETO		Base 2019	Base 2016		Base 2016		Base 2016		Base 2016		Base 2016
Capital Social	29.905			29.905		29.905		29.905		29.905	100%
Prima de emisión	199.185			199.185		199.185		199.185		199.185	100%
Reservas	90.652	219,06%	772,83%	28.412	173,56%	18.578	78,88%	16.288	56,83%	10.386	100%
Resultado del ejercicio	(785.262)	-693,83%	-1705,79%	132.237	170,41%	149.834	206,40%	117.290	139,85%	48.902	100%
Dividendos a cuenta		-100,00%	-100,00%	(70.000)	62,79%	(140.000)	225,58%	(115.000)	167,44%	(43.000)	100%
Total Fondos Propios	(465.520)	-245,59%	-289,72%	319.739	30,30%	257.502	4,94%	247.668	0,93%	245.378	100%
Ajustes por cambio de valor	(104.452)	-264,20%	-245,78%	63.611	-11,22%	(35.955)	-150,18%	5.565	-92,23%	71.651	100%
Subvenciones, donaciones y legados recibidos	599	-43,38%	-67,36%	1.058	-42,34%	937	-48,94%	595	-67,57%	1.835	100%
Total Patrimonio Neto	(569.373)	-248,12%	-278,56%	384.408	20,56%	222.484	-30,23%	253.828	-20,40%	318.864	100%
PASIVO NO CORRIENTE											
Provisiones a largo plazo	609.678	25,49%	91,05%	485.857	52,25%	426.378	33,61%	340.379	6,66%	319.123	100%
Deudas a largo plazo	800.038	40,54%	460,52%	569.269	298,84%	167.780	17,55%	154.717	8,40%	142.732	100%
Deudas a largo plazo con partes vinculadas		-100,00%		6.377							100%
Pasivos por impuesto diferido	14.254	-66,32%	-64,40%	42.322	5,71%	23.144	-42,19%	19.385	-51,58%	40.037	100%
Periodificaciones a largo plazo	76.886	-11,09%	-25,29%	86.476	-15,98%	100.877	-1,98%	107.413	4,37%	102.918	100%
Total pasivo no corriente	1.500.856	26,09%	148,15%	1.190.301	96,81%	718.179	18,74%	621.894	2,82%	604.810	100%
PASIVO CORRIENTE											
Provisiones a corto plazo	79.987	-54,41%	-49,99%	175.440	9,69%	96.964	-39,38%	75.764	-52,63%	159.945	100%
Deudas a corto plazo	229.935	258,42%	634,73%	64.152	104,99%	76.985	146,00%	33.492	7,02%	31.295	100%
Deudas con empresas del grupo		-100,00%	-100,00%	4.866	3586,36%	1.088	724,24%	13	-90,15%	132	100%
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	430.598	-15,28%	49,40%	508.252	76,35%	414.344	43,76%	340.247	18,06%	288.210	100%
Periodificaciones a corto plazo	170.268	-28,53%	7,26%	238.224	50,07%	193.465	21,87%	184.730	16,37%	158.744	100%
Total pasivo corriente	910.788	-8,09%	42,68%	990.934	55,24%	782.846	22,64%	634.246	-0,64%	638.326	100%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	1.842.271	-28,19%	17,94%	2.565.643	64,25%	1.723.509	10,34%	1.509.968	-3,33%	1.562.000	100%

Fuente. Elaboración propia con los datos obtenidos de las cuentas anuales de Vueling

Estructura económica. Activo Total

El activo total de Vueling se mantuvo estable en 2016 y 2017, año en el que decidieron frenar el crecimiento iniciado unos años antes y solventar los problemas operacionales ocurridos en 2016 (Berengueras, 2017)[6]. A partir de 2018 se reinició un crecimiento del activo total, con tasas de variación interanual del 14% ese año y el 49% en 2019. En el período 2016-2019, el activo total de Vueling aumentó un 64%, reduciéndose ese aumento hasta un 18% considerando el período 2016-2020.

Activo No Corriente

Respecto a la distribución de las masas de activo, el activo no corriente se duplicó en el período analizado, alcanzando prácticamente los 1.100 millones de euros en 2020. El activo no corriente ha sido afectado principalmente por el aumento del peso del inmovilizado material (+128% en el período 2016-2020, y hasta un +210% en la comparación hasta 2019), y en especial gracias a su sub-partida *Flota*, con un peso de prácticamente un 30% del total del activo en 2020 y un incremento del 300% desde 2016, y que corresponde a las aeronaves en arrendamiento financiero.

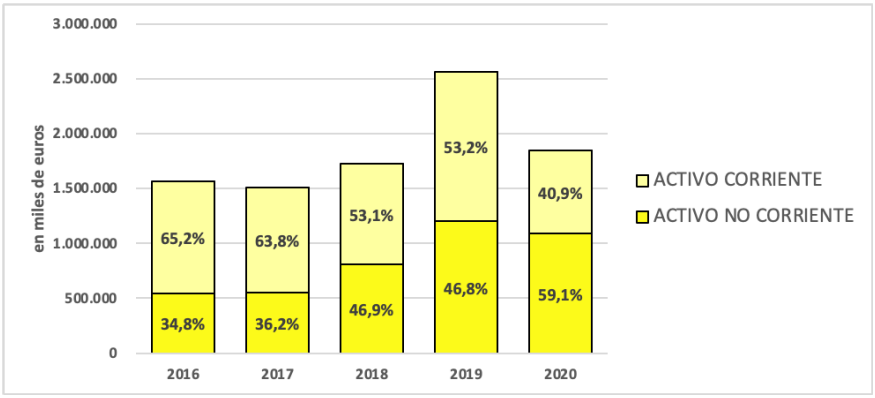
También es muy destacable el incremento de la partida *Activos por impuesto diferido* en 2020, representando más de un 11% del activo total, en contraposición con los años anteriores, donde no alcanzaba el 2,5%. Este hecho es debido a que se han reconocido 154 millones de euros como créditos fiscales por pérdidas a compensar en ejercicios futuros ya que la Sociedad considera probable la obtención de beneficios en los próximos 10 años.

Activo Corriente

El estudio del activo corriente, que ha reducido su peso paulatinamente en el activo total hasta representar un 41% en 2020, permite observar una tendencia decreciente (a excepción de 2019, donde prácticamente todas las partidas de activo corriente aumentaron). Los 750.000 miles de euros del activo no corriente en 2020 representan una reducción del -25% respecto al año base 2016, y una reducción del -45% respecto al 2019.

En 2020 se observa una reducción significativa de la mayoría de las partidas respecto al año anterior por efecto de las restricciones derivadas de la pandemia. Es muy destacable la reducción del -78% de la partida *Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar* respecto a 2019, reflejo de la caída de la demanda. Igualmente significativa la reducción del -40% de la tesorería en el último año, reduciendo la liquidez de la empresa, así como el -28% de las inversiones financieras a corto plazo que suponen un 23% del peso total del activo.

Gráfico 1: Evolución de la estructura económica de Vueling 2016-2020



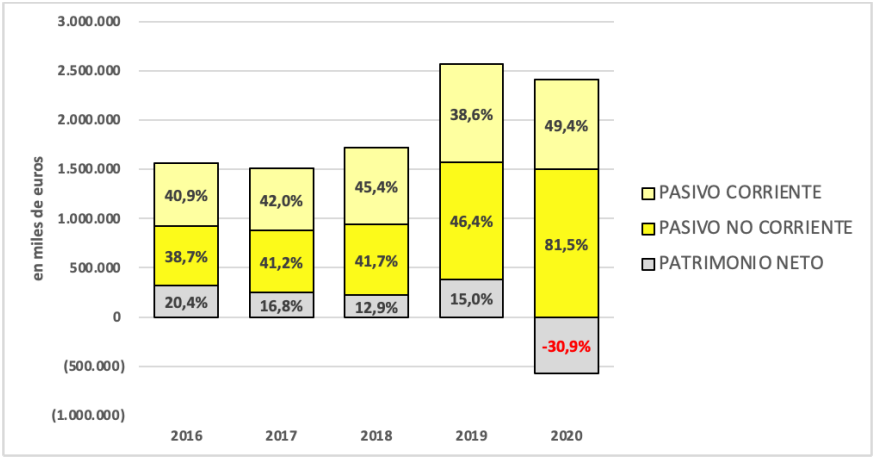
Fuente. Elaboración propia con los datos obtenidos de las cuentas anuales de Vueling

[6] Berengueras, J. M. (2017). *Vueling frena su crecimiento para garantizar la operativa del verano*. elperiodico. https://www.elperiodico.com/es/economia/20170329/vueling-verano-2017-aeropuerto-barcelona-crecimiento-5936145

Estructura financiera. Patrimonio neto y pasivo

La estructura financiera había estado en equilibrio en el período 2016-2019, siendo el patrimonio neto aproximadamente un 16% del total, el pasivo corriente un 41% y el pasivo no corriente un 43%, con ligeras variaciones entre los años analizados. El coronavirus SARS-CoV-2 ha impactado de manera muy significativa en la distribución de las masas del pasivo, generando un patrimonio neto negativo de unos 570 millones de euros, y un aumento tanto del pasivo corriente como en especial del pasivo no corriente.

Gráfico 2: Evolución de la estructura financiera de Vueling 2016-2020



Fuente. Elaboración propia con los datos obtenidos de las cuentas anuales de Vueling

Patrimonio Neto

La drástica caída de la demanda en el ejercicio 2020, y por consiguiente de ingresos, han tenido un efecto devastador en el patrimonio neto de la empresa, pasando de tener un patrimonio neto de 380 millones de euros en 2019, a un patrimonio neto negativo de 570 millones de euros en 2020 pese a cancelar la distribución de dividendos prevista para 2020 y destinar el resultado del ejercicio anterior a *Otras reservas*.

Los factores más significativos de ese decremento son el resultado negativo del ejercicio, de unos -785 millones de euros y el impacto de los ajustes por cambio de valor negativos registrados en el patrimonio neto, con origen en las pérdidas y deterioros provenientes de los instrumentos financieros derivados contratados para reducir el impacto en los flujos de caja futuros por las variaciones desfavorables del precio del combustible como para las variaciones desfavorables del tipo de cambio EUR/USD (especialmente para los pagos de las operaciones de arrendamientos de aeronaves y compras de carburante, que se realizan en USD), que suponen un decremento de -264% respecto a 2019, alcanzando los (105.000) miles de euros.

El artículo 363 del *Real Decreto Ley 1/2020, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital*[7], en su punto 1.e) indica que es causa legal de disolución la existencia de pérdidas que dejen reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital social, que en el caso de Vueling es de 29.905 miles de euros. Sin embargo, el Gobierno de España aprobó la *ley 3/2020 de 18 de septiembre, de medidas procesales y organizativas para hacer frente a la COVID-19*[8], donde en su articulo 13 se indica que no se tomarán en consideración las pérdidas del año 2020 a los efectos de determinar la concurrencia de causa de disolución prevista en el articulo 363.1.e) de la LSC.

[7] *Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital*. Boletín Oficial del Estado nº 161 (2010).
https://www.boe.es/eli/es/rdlg/2010/07/02/1/con

[8] *Ley 3/2020, de 18 de septiembre, de medidas procesales y organizativas para hacer frente al COVID-19 en el ámbito de la Administración de Justicia*. Boletín Oficial del Estado nº 250 (2020).
https://www.boe.es/eli/es/l/2020/09/18/3/con

Pasivo No Corriente

El pasivo no corriente ha ido aumentado desde los 600 millones de euros en 2016 hasta los casi 1.200 millones de euros en 2019, suponiendo un incremento del 100%. En el año 2020 ha seguido incrementándose hasta los 1.500 millones de euros, suponiendo un incremento del 148% desde el 2016 y un 26% respecto a 2019. Este hecho ha supuesto que el pasivo no corriente represente más del 81% del peso total del patrimonio neto + pasivo.

Es especialmente relevante la dotación a provisiones, correspondientes en su mayoría al mantenimiento programado de los aviones a largo plazo derivado de sus obligaciones estipuladas en los contratos de arrendamiento de aeronaves. Esta dotación no ha dejado de aumentar en el período analizado, motivada por el crecimiento en el número de aviones, hasta llegar a representar un 33% del peso total de la estructura financiera en 2020, equivalente a unos 610 millones de euros.

El hecho más relevante en el último ejercicio que ha significado la mayoría del incremento de esta partida, y para garantizar la liquidez y la solvencia, es que la Sociedad se ha visto obligada a solicitar un préstamo bancario sindicado avalado por el Instituto de Crédito Oficial de España por importe de 262 millones de euros. También han aumentado un 25% respecto a 2019 las provisiones a largo plazo, correspondientes mayoritariamente a los contratos de mantenimiento programado de aeronaves, que en 2020 han tenido un incremento en el precio.

Pasivo Corriente

El pasivo corriente en 2020 es un 42,68% mayor que en 2016, pese a haberse reducido un 8% respecto a 2019. El peso de esta masa en el patrimonio neto más pasivo no ha variado significativamente en el período 2016-2020, teniendo aproximadamente un 40% del peso total, excepto en el 2020 en el que se incrementó hasta un 50% del total.

Si bien la mayoría de partidas del pasivo corriente se han reducido en 2020 debido a la reducción de las operaciones aéreas, las deudas a corto plazo han aumentado un 258% respecto al año anterior, impulsadas principalmente por las deudas relacionadas con los instrumentos derivados comentados anteriormente y otros pasivos financieros. Así mismo, se observa un crecimiento de casi un 400% en la cuenta de acreedores varios que supone un 7% del total de patrimonio neto más pasivo, fruto de la renegociación de las deudas contraídas con los mismos.

1.2.1.2 Análisis financiero

Tabla 3. Principales ratios patrimoniales y financieros

	Ratio	Valores óptimos*	2020	2019	2018	2017	2016
LIQUIDEZ	Liquidez (o prueba ácida)	≈1	0,79	1,30	1,14	1,50	1,55
	Tesorería	0,2 < X < 0,3	0,22	0,34	0,26	0,31	0,32
	Fondo de maniobra	≈2 (aceptable >1,5)	0,83	1,38	1,17	1,52	1,59
	Regla de oro	> 1	0,86	1,31	1,16	1,60	1,70
ENDEUDAMIENTO	Endeudamiento	≈1	-4,24	5,67	6,75	4,95	3,90
	Ratio de recursos permanentes	Mayor valor posible	0,51	0,61	0,55	0,58	0,59
	Calidad de la deuda	Menor valor posible	0,61	0,83	1,09	1,02	1,06
	Garantía	1,5 < r < 3	0,76	1,18	1,15	1,20	1,26
	Firmeza/ consistencia	≈2	0,72	1,01	1,12	0,88	0,90
	Estabilidad	Depende del sector	-1,91	3,12	3,63	2,16	1,71

Fuente. Elaboración propia con los datos obtenidos de las cuentas anuales de Vueling.
* Valores óptimos según los materiales de la asignatura *Análisis de estados financieros* de la UOC.

El análisis financiero pretende analizar el equilibrio y la relación entre las diferentes masas del activo, pasivo y patrimonio neto. Para ello se utilizarán diferentes ratios de liquidez y endeudamiento y comparándolo con los valores óptimos. Los ratios se han calculado teniendo en cuenta las fórmulas empleadas en los materiales de la asignatura *Análisis de estados*

financieros de la UOC (Campa Planas y Porras García, 2015)[9] a no ser que se indique expresamente lo contrario, y el análisis de los mismos se ha centrado en los valores óptimos expuestos en dichos materiales. En el Anexo 1.C se pueden encontrar las fórmulas utilizadas para su cálculo. En el siguiente capítulo de comparación sectorial, se determinará si los valores óptimos aquí expuestos son representativos del sector.

Ratios de liquidez

Ratio de liquidez: Los valores de la prueba ácida aportan valores superiores a 1 en los ejercicios anteriores a 2020, indicando su capacidad para hacer frente a sus deudas a corto plazo y además se observa una tendencia a reducir la liquidez durante el período analizado para evitar tener activos corrientes ociosos. La efectiva pérdida de ingresos en el último ejercicio y los altos costes fijos habituales del sector han provocado que el ratio de liquidez del año 2020 se haya visto comprometido. La empresa ha dispuesto una serie de medidas efectivas para mantener la liquidez como los programas de regulación de empleo (ERTEs), los recortes salariales y empleos ajustados a la caída de la actividad y la formalización de un préstamo avalado por el Instituto de Crédito Oficial de España por importe de 262 millones de euros, además de disponer, a fecha de cierre del ejercicio, de una línea de crédito no dispuesta por valor de 40 millones de euros que podría utilizar si fuese necesario, asegurándose el poder satisfacer las deudas a corto plazo. Cabe destacar que la empresa no ha registrado activos no corrientes mantenidos para la venta.

Ratio de tesorería: El ratio de disponibilidad inmediata aporta valores muy cercanos al óptimo, entre 0,2 y 0,3 durante todo el quinquenio 2016-2020. En el último ejercicio, la tesorería se ha visto reducida significativamente en un -40% respecto a 2019 en contraposición con la reducción del pasivo corriente en tan solo un -8%. Se evidencian los esfuerzos para mantener un nivel de tesorería aceptable, ya que prácticamente ha mantenido su peso en el total del activo, y el ratio en 2020 sigue en valores aceptables.

Ratio del fondo de maniobra: El también llamado ratio de solvencia o liquidez general es bajo durante el período analizado, aunque se considera aceptable de forma general los años 2016 y 2017. Durante los dos años siguientes el ratio del fondo de maniobra tiene valores inferiores a 1,5, hecho que coloca a la Sociedad en una situación teórica de precaución, ya que si bien es cierto que el activo corriente cubriría todo el pasivo corriente, se debería tener en cuenta la calidad del realizable y la política de cobros y pagos:

- Las existencias de Vueling responden a recambios de piezas de aeronaves, consumibles y derechos de emisión de gases de efecto invernadero, y no se espera hacerlos convertibles en efectivo pues son necesarios para la normal operación de la empresa.
- La morosidad de los deudores (información no disponible)
- La mayor partida del activo corriente corresponde a inversiones financieras a corto plazo. Según las memorias de las cuentas anuales de Vueling, la mayoría de los importes corresponde a depósitos a corto plazo, fácilmente convertibles en líquido.
- La política de cobros y pagos en general, como se analizará más adelante, es favorable a la Sociedad, siendo el período medio de cobro menor que el período medio de pago.

Exceptuando el año 2020 donde el ratio es inferior a 1 y los resultados son tan negativos que hacen evidente el riesgo de liquidez, en el resto del período analizado no parece comprometida la liquidez general.

Regla de Oro: Vueling ha financiado su activo no corriente con recursos permanentes de la empresa hasta 2019. En el año 2020, el patrimonio neto negativo ha obligado a la empresa a endeudarse más de lo habitual, y si bien el pasivo no corriente no ha aumentado respecto a los años anteriores, sí lo ha hecho su peso relativo sobre el total de las fuentes de financiación.

Ratios de endeudamiento

Ratio de endeudamiento: El ratio de endeudamiento en relación a los fondos propios es muy elevado durante todo el período analizado. Cabe destacar que la empresa ha repartido

[9] Campa Planas, F. y Porras García, M. J. (2015). *Análisis de estados financieros* (4a ed.). Universitat Oberta de Catalunya.

dividendos a su matriz durante todos los ejercicios, a excepción de 2020, por lo que la situación de endeudamiento ha sido pretendida por la empresa. La empresa no había requerido la financiación con entidades de crédito hasta el año 2020 (crédito ICO ya comentado). El ratio de endeudamiento del ejercicio 2020 es especialmente significativo al tomar un valor negativo. Este hecho es debido a que el patrimonio neto de la empresa es también negativo, y por tanto la empresa no cuenta con financiación propia, y por tanto su nivel de endeudamiento es excesivo.

Ratio de recursos permanentes: El ratio de recursos permanentes en relación con el total de las fuentes de financiación se ha mantenido relativamente estable en todo el período analizado, siendo los mismos entre un 55 y un 60%. En el año 2020 se observa una ligera caída de este ratio, debido al patrimonio neto negativo, pero analizando los pasivos se puede comprobar como la empresa ha aumentado significativamente el pasivo no corriente y no ha aumentado su pasivo corriente.

Calidad de la deuda: Se observa una tendencia decreciente, y por tanto favorable, en el valor del ratio de calidad de la deuda. La empresa ha ido consiguiendo aumentar el pasivo no corriente en mayor medida que el pasivo corriente.

Ratio de garantía: La *distancia a la quiebra* indica la credibilidad financiera a los acreedores. Este ratio ha ido empeorando en el quinquenio 2016-2020, siendo en 2020 inferior a 1. Los fondos propios negativos de 2020 hacen que la empresa se considere en quiebra técnica, aunque como se ha comentado anteriormente, las estimaciones de la empresa, del sector y de los agentes económicos en general prevén obtener beneficios en un futuro cercano y la *Ley 3/2020, de 18 de septiembre, de medidas procesales y organizativas para hacer frente al COVID-19 en el ámbito de la Administración de Justicia* comentada anteriormente, permite a las empresas no contabilizar los resultados negativos como supuesto de disolución. Para el resto del período analizado, la empresa se encuentra en una situación de precaución, y es posible que no pudiera garantizar todas las deudas con su activo en cualquier momento.

Ratio de firmeza/consistencia: Indica la seguridad que ofrece a los acreedores a largo plazo. Se puede observar como Vueling presenta valores cercanos a 1 o incluso inferiores, muy por debajo del valor óptimo de 2.

Ratio de estabilidad: Representa la parte del activo no corriente financiada con el patrimonio neto y los valores óptimos dependen de cada sector. Si bien se considera adecuado que el activo no corriente debiera ser inferior al patrimonio neto, y por tanto los valores de este ratio deberían ser inferiores a 1, en el sector aéreo es común que se presenten valores bastante más elevados debido a las características intrínsecas del negocio como se verá en la comparación sectorial. En el caso de Vueling los valores están muy por encima de 1, siendo entre 2 y 3 veces mayores que el patrimonio neto. El valor del ratio del ejercicio 2020 no es representativo debido al signo del patrimonio neto, pues todo el activo no corriente está financiado por pasivos.

1.2.1.3 Fondo de maniobra

Tabla 4. Fondo de maniobra de Vueling en valores absolutos

(en miles de euros)	2020	2019	2018	2017	2016
Fondo de Maniobra (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	(156.484)	374.908	132.795	328.390	379.667

Fuente. Elaboración propia con los datos obtenidos de las cuentas anuales de Vueling

Como se ha visto en el apartado anterior, el ratio del fondo de maniobra ha estado por debajo de los valores óptimos generales durante los 5 años analizados según los valores óptimos indicados en los materiales de la asignatura Análisis de estados financieros de la UOC (Campa Planas y Porras García, 2015). Sin embargo en valor absoluto, Vueling ha tenido un fondo de maniobra positivo con valores habitualmente mayores a los 300 millones de euros y que además está ayudado por tener un período medio de cobro a clientes bastante inferior al período medio de pago a proveedores, como se verá en el cálculo de las ratios del capital corriente, lo que le ha permitido asegurar el pago de sus deudas a corto plazo. La situación es muy diferente en 2020, ya que el fondo de maniobra toma un valor negativo de más de 156 millones de euros, y pese a seguir teniendo un período medio de maduración negativo y e incluso reducir su pasivo corriente en relación al último ejercicio, Vueling se encuentra ante una situación real de no poder atender a sus deudas a corto plazo debido a la caída de su activo corriente.

1.2.1.4 Conclusiones sobre la estructura y equilibrio patrimonial de Vueling

En los apartado anteriores hemos visto como Vueling ha mantenido una situación financiera equilibrada y normal en el período anterior a la pandemia. Se observa un crecimiento continuo de su activo, a la vez que ha generado y repartido grandes dividendos a su accionista mayoritario. Ha mantenido su activo no corriente financiado con recursos permanentes, manteniendo un fondo de maniobra positivo hasta 2019, y ha mantenido la tesorería y liquidez siempre en ratios positivos. Las restricciones a la movilidad causadas por la pandemia de la COVID-19 han puesto a la empresa en una situación límite, desequilibrando totalmente su estructura patrimonial. Los elementos más destacables son:

- El activo corriente se ha desplomado un -45%, especialmente por la caída de los deudores comerciales, el efecto negativo de los derivados, y la reducción de la tesorería.
- El patrimonio neto ha pasado a tener un valor negativo de -570 millones de euros debido a las pérdidas incurridas en el ejercicio y a los ajustes por cambio de valor de los derivados.
- El pasivo no corriente se ha aumentado para cubrir la caída del patrimonio neto, gracias al préstamo bancario sindicado avalado por el Instituto de Crédito Oficial de España por importe de 262 millones de euros, que tiene una carencia de 3 años.
- La mayoría de los ratios de liquidez y solvencia han pasado a tener valores no óptimos, aunque la empresa ha hecho grandes esfuerzos por mantener la tesorería en valores estables y aceptables. Al tener un patrimonio neto negativo la empresa está muy lejos de un nivel óptimo de endeudamiento, y se financia completamente con fondos ajenos. El nivel de deuda ha aumentado en 2020 respecto a ejercicios anteriores, aunque la calidad de la misma ha mejorado al aumentar exclusivamente la deuda a largo plazo, e incluso a reducir su deuda corriente.

1.2.2 Análisis de la Cuenta de Resultados y rentabilidades

En este apartado se realiza un análisis de las cuentas de pérdidas y ganancias de Vueling, realizando primero un análisis vertical y horizontal de las mismas, y posteriormente un análisis de los diferentes ratios del capital corriente, apalancamiento operativo y rentabilidades.

En las siguientes tablas se presentan los porcentajes verticales y horizontales de la cuenta de pérdidas y ganancias en el período 2016-2020.

Tabla 5. Porcentajes verticales de la cuenta de resultados

PORCENTAJES VERTICALES CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (en miles de euros)	2020		2019		2018		2017		2016	
OPERACIONES CONTINUADAS:										
Importe neto de la cifra de negocios	**594.349**	**100%**	**2.445.689**	**100%**	**2.337.513**	**100%**	**2.085.197**	**100%**	**2.027.258**	**100%**
Prestaciones de servicios	594.349	100%	2.445.689	100%	2.337.513	100%	2.085.197	100%	2.027.258	100%
Trabajos realizados por la empresa para su activo	**2.489**	**0,4%**	**3.588**	**0,1%**	**2.773**	**0,1%**	**2.408**	**0,1%**	**734**	**0,0%**
Aprovisionamientos	**(179.689)**	**-30,2%**	**(568.205)**	**-23,2%**	**(495.178)**	**-21,2%**	**(433.452)**	**-20,8%**	**(506.544)**	**-25,0%**
Consumo de materias primas y otras materias consumibles	(179.689)	-30,2%	(568.205)	-23,2%	(495.178)	-21,2%	(433.452)	-20,8%	(506.544)	-25,0%
Otros ingresos de explotación	**38.113**	**6,4%**	**35.357**	**1,4%**	**23.352**	**1,0%**	**22.327**	**1,1%**	**18.090**	**0,9%**
Gastos de personal	**(200.541)**	**-33,7%**	**(284.819)**	**-11,6%**	**(259.808)**	**-11,1%**	**(215.579)**	**-10,3%**	**(200.030)**	**-9,9%**
Sueldos, salarios y asimilados	(152.188)	-25,6%	(236.611)	-9,7%	(220.646)	-9,4%	(180.411)	-8,7%	(163.046)	-8,0%
Cargas sociales	(48.353)	-8,1%	(48.208)	-2,0%	(39.162)	-1,7%	(35.168)	-1,7%	(36.984)	-1,8%
Otros gastos de explotación	**(1.000.423)**	**-168,3%**	**(1.464.520)**	**-59,9%**	**(1.387.602)**	**-59,4%**	**(1.254.334)**	**-60,2%**	**(1.266.837)**	**-62,5%**
Servicios exteriores	(880.046)	-148,1%	(1.463.367)	-59,8%	(1.387.041)	-59,3%	(1.253.407)	-60,1%	(1.266.275)	-62,5%
Tributos	(757)	-0,1%	(681)	0,0%	(583)	0,0%	(377)	0,0%	(241)	0,0%
Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	(119.620)	-20,1%	(472)	0,0%	22	0,0%	(550)	0,0%	(321)	0,0%
Amortización del inmovilizado	**(84.731)**	**-14,3%**	**(55.039)**	**-2,3%**	**(29.857)**	**-1,3%**	**(25.423)**	**-1,2%**	**(24.144)**	**-1,2%**
Resultados por enajenaciones y otras	**(6.436)**	**-1,1%**	**(357)**	**0,0%**			**5**	**0,0%**	**(128)**	**0,0%**
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	**(836.869)**	**-140,8%**	**111.694**	**4,6%**	**191.193**	**8,2%**	**181.149**	**8,7%**	**48.399**	**2,4%**
Ingresos financieros	**6.921**	**1,2%**	**7.955**	**0,3%**	**3.928**	**0,2%**	**2.719**	**0,1%**	**32.345**	**1,6%**
De valores negociables y otros instrumentos financieros con terceros	6.921	1,2%	7.955	0,3%	3.928	0,2%	2.719	0,1%	32.345	1,6%
Gastos financieros	**(24.014)**	**-4,0%**	**(12.211)**	**-0,5%**	**(7.829)**	**-0,3%**	**(7.018)**	**-0,3%**	**(23.239)**	**-1,1%**
Por deudas con terceros	(24.014)	-4,0%	(12.211)	-0,5%	(7.829)	-0,3%	(7.018)	-0,3%	(23.239)	-1,1%
Variación del valor razonable en instrumentos financieros	**(158.188)**	**-26,6%**	**62.194**	**2,5%**	**7.042**	**0,3%**	**(14.068)**	**-0,7%**		
Diferencias de cambio	**39.609**	**6,7%**	**(10.219)**	**-0,4%**	**2.227**	**0,1%**	**(4.525)**	**-0,2%**	**5.310**	**0,3%**
RESULTADO FINANCIERO	**(135.672)**	**-22,8%**	**47.719**	**2,0%**	**5.368**	**0,2%**	**(22.892)**	**-1,1%**	**14.416**	**0,7%**
Resultado antes de impuestos	**(972.541)**	**-163,6%**	**159.413**	**6,5%**	**196.561**	**8,4%**	**158.257**	**7,6%**	**62.815**	**3,1%**
Impuestos sobre beneficios	187.279	31,5%	(27.176)	-1,1%	(46.727)	-2,0%	(40.967)	-2,0%	(13.913)	-0,7%
RESULTADO DEL EJERCICIO (BENEFICIO)	**(785.262)**	**-132,1%**	**132.237**	**5,4%**	**149.834**	**6,4%**	**117.290**	**5,6%**	**48.902**	**2,4%**

Fuente. Elaboración propia con los datos obtenidos de las cuentas anuales de Vueling

Tal y como se ha realizado en el análisis de la estructura patrimonial, en el análisis horizontal de la cuenta de resultados se añade una columna en 2020 con la variación en base al año 2019 y así para facilitar la comprensión de las variaciones debidas a la pandemia de la COVID-19.

Tabla 6. Porcentajes horizontales de la cuenta de resultados

PORCENTAJES HORIZONTALES CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (en miles de euros)	2020			2019		2018		2017		2016	
OPERACIONES CONTINUADAS:		**Base 2019**	**Base 2016**		Base 2016		Base 2016		Base 2016		Año BASE
Importe neto de la cifra de negocios	**594.349**	**-75,7%**	**-70,7%**	**2.445.689**	**20,6%**	**2.337.513**	**15,3%**	**2.085.197**	**2,9%**	**2.027.258**	**100%**
Prestaciones de servicios	594.349	-75,7%	-70,7%	2.445.689	20,6%	2.337.513	15,3%	2.085.197	2,9%	2.027.258	100%
Trabajos realizados por la empresa para su activo	**2.489**	**-30,6%**	**239,1%**	**3.588**	**388,8%**	**2.773**	**277,8%**	**2.408**	**228,1%**	**734**	**100%**
Aprovisionamientos	**(179.689)**	**-68,4%**	**-64,5%**	**(568.205)**	**12,2%**	**(495.178)**	**-2,2%**	**(433.452)**	**-14,4%**	**(506.544)**	**100%**
Consumo de materias primas y otras materias consumibles	(179.689)	-68,4%	-64,5%	(568.205)	12,2%	(495.178)	-2,2%	(433.452)	-14,4%	(506.544)	100%
Otros ingresos de explotación	**38.113**	**7,8%**	**110,7%**	**35.357**	**95,5%**	**23.352**	**29,1%**	**22.327**	**23,4%**	**18.090**	**100%**
Gastos de personal	**(200.541)**	**-29,6%**	**0,3%**	**(284.819)**	**42,4%**	**(259.808)**	**29,9%**	**(215.579)**	**7,8%**	**(200.030)**	**100%**
Sueldos, salarios y asimilados	(152.188)	-35,7%	-6,7%	(236.611)	45,1%	(220.646)	35,3%	(180.411)	10,7%	(163.046)	100%
Cargas sociales	(48.353)	0,3%	30,7%	(48.208)	30,3%	(39.162)	5,9%	(35.168)	-4,9%	(36.984)	100%
Otros gastos de explotación	**(1.000.423)**	**-31,7%**	**-21,0%**	**(1.464.520)**	**15,6%**	**(1.387.602)**	**9,5%**	**(1.254.334)**	**-1,0%**	**(1.266.837)**	**100%**
Servicios exteriores	(880.046)	-39,9%	-30,5%	(1.463.367)	15,6%	(1.387.041)	9,5%	(1.253.407)	-1,0%	(1.266.275)	100%
Tributos	(757)	11,2%	214,1%	(681)	182,6%	(583)	141,9%	(377)	56,4%	(241)	100%
Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	(119.620)	25243,2%	37164,8%	(472)	47,0%	22	-106,9%	(550)	71,3%	(321)	100%
Amortización del inmovilizado	**(84.731)**	**53,9%**	**250,9%**	**(55.039)**	**128,0%**	**(29.857)**	**23,7%**	**(25.423)**	**5,3%**	**(24.144)**	**100%**
Resultados por enajenaciones y otras	**(6.436)**	**1702,8%**	**4928,1%**	**(357)**	**178,9%**		**-100,0%**	**5**	**-103,9%**	**(128)**	**100%**
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	**(836.869)**	**-849,3%**	**-1829,1%**	**111.694**	**130,8%**	**191.193**	**295,0%**	**181.149**	**274,3%**	**48.399**	**100%**
Ingresos financieros	**6.921**	**-13,0%**	**-78,6%**	**7.955**	**-75,4%**	**3.928**	**-87,9%**	**2.719**	**-91,6%**	**32.345**	**100%**
De valores negociables y otros instrumentos financieros con terceros	6.921	-13,0%	-78,6%	7.955	-75,4%	3.928	-87,9%	2.719	-91,6%	32.345	100%
Gastos financieros	**(24.014)**	**96,7%**	**3,3%**	**(12.211)**	**-47,5%**	**(7.829)**	**-66,3%**	**(7.018)**	**-69,8%**	**(23.239)**	**100%**
Por deudas con terceros	(24.014)	96,7%	3,3%	(12.211)	-47,5%	(7.829)	-66,3%	(7.018)	-69,8%	(23.239)	100%
Variación del valor razonable en instrumentos financieros	**(158.188)**	**-354,3%**		**62.194**		**7.042**		**(14.068)**			**100%**
Diferencias de cambio	**39.609**	**-487,6%**	**645,9%**	**(10.219)**	**-292,4%**	**2.227**	**-58,1%**	**(4.525)**	**-185,2%**	**5.310**	**100%**
RESULTADO FINANCIERO	**(135.672)**	**-384,3%**	**-1041,1%**	**47.719**	**231,0%**	**5.368**	**-62,8%**	**(22.892)**	**-258,8%**	**14.416**	**100%**
Resultado antes de impuestos	**(972.541)**	**-710,1%**	**-1648,3%**	**159.413**	**153,8%**	**196.561**	**212,9%**	**158.257**	**151,9%**	**62.815**	**100%**
Impuestos sobre beneficios	187.279	-789,1%	-1446,1%	(27.176)	95,3%	(46.727)	235,9%	(40.967)	194,5%	(13.913)	100%
RESULTADO DEL EJERCICIO (BENEFICIO)	**(785.262)**	**-693,8%**	**-1705,8%**	**132.237**	**170,4%**	**149.834**	**206,4%**	**117.290**	**139,8%**	**48.902**	**100%**

Fuente. Elaboración propia con los datos obtenidos de las cuentas anuales de Vueling

Resultado de explotación

El importe neto de la cifra de negocios ha tenido una clara tendencia positiva hasta verse truncado por la pandemia. En el período 2016-2019 se incrementó en un 20% hasta alcanzar los 2.445 millones de euros. La disminución de la demanda debido a las restricciones a la movilidad impuestas por los diferentes estados, hizo caer la cifra hasta los 594 millones de euros, representado una caída del -70% respecto a 2016, y -75,7% respecto a 2019.

El descenso de la cifra de negocios ha sido más acusado en los mercados internacionales que el tráfico doméstico. Si en 2019 el mercado internacional representaba el 50% del total de ingresos por prestaciones de servicios, la variación interanual en 2020 ha sido del -85%, pasando a representar menos de un 30% del total. Este hecho es motivado por la diferente severidad de las restricciones a la movilidad internacional frente a las más laxas restricciones a la movilidad doméstica.

Tabla 7. Distribución geográfica de la cifra de negocios en los ejercicios 2019 y 2020

(miles de euros)	2020		2019		Variación interanual
Total	**594.349**	**100%**	**2.445.689**	**100%**	**-75,7%**
España	417.133	70,2%	1.231.488	50,4%	-66,1%
Resto países	177.216	29,8%	1.214.201	49,6%	-85,4%

Fuente. Elaboración propia con los datos obtenidos de las cuentas anuales de Vueling

Debido a la necesidad de reducir el precio de los billetes para estimular la demanda se han obtenido unos ingresos menores (-75,9% respecto a 2019) en relación al número de asientos ofertados (-65% respecto a 2019). Este hecho ha provocado un mayor peso de los gastos en relación al importe neto de la cifra de negocios. Así, el peso de los aprovisionamientos, gastos de personal, amortización del inmovilizado y especialmente los servicios exteriores, suponen un porcentaje sobre los ingresos mucho mayor en 2020 que en 2019.

Los **aprovisionamientos** corresponden básicamente a consumos de combustible y en menor medida a derechos de emisión de gases de efecto invernadero. El consumo de combustible ha aumentado en el período anterior a la pandemia en proporción a los vuelos realizados, aunque su peso en la cifra de negocios se ha mantenido relativamente estable representando aproximadamente un 20-25% del coste de las operaciones.

Los **gastos de personal** han aumentado en el período 2016-2019 en aproximadamente un 40%, pero su peso relativo respecto a los ingresos se ha mantenido estable representando un 10% de los ingresos aproximadamente. En 2020 sin embargo, se han reducido casi un -30% respecto a 2019, siendo los salarios de los trabajadores aquellos que se han visto reducidos en mayor medida (-35%) motivados por la aplicación de Expedientes de Regulación Temporal de Empleo a la mayoría de los trabajadores, y a la extinción de aquellos contratos temporales. La aplicación de estas medidas sin embargo, no ha significado una disminución lineal de los gastos de personal respecto a los ingresos (-75,9%), aumentando su peso total en los gastos hasta un 33,7% en 2020 respecto al 11,6% de 2019.

El coste de los **otros gastos de explotación**, la otra gran partida de la cuenta de resultados, en el año 2020 ha supuesto prácticamente el doble (168%) que los ingresos por prestación de servicios, lastrando el resultado de explotación. Esta partida está formada principalmente por los **servicios exteriores** que se componen de todos aquellos servicios que la empresa requiere para sus operaciones y no realiza por si misma, y que incluyen el mantenimiento de las aeronaves, los contratos por arrendamientos de aeronaves, la asistencia en tierra a pasajeros, las tasas aeroportuarias y las tasa de control aéreo entre otros servicios recibidos. La cuenta de servicios exteriores, supuso entre 2016 y 2019 aproximadamente el 60% de los gastos en relación a los ingresos y si bien ha aumentando un 15% hasta 2019, su peso relativo fue estable. En el ejercicio 2020, estos servicios exteriores no disminuyeron linealmente como los ingresos (-40% respecto a 2019) especialmente por los contratos de arrendamiento de aeronaves que se mantuvieron inalterados de 2019 a 2020.

Es destacable también, el aumento de las pérdidas, deterioros y variaciones de provisiones por operaciones comerciales, que aumentaron de los 0,5 millones de euros hasta los 120 millones (provisiones de rentas y mantenimiento de aeronaves así como provisiones por insolvencias).

El resultado de explotación, que durante el período analizado ha aumentado considerablemente (+295% en el 2018 y +130% en 2019 respecto a 2016), presenta en el año 2020 un valor negativo de -840 millones de euros.

Resultado financiero

El resultado financiero no ha tenido un peso considerable en el resultado del ejercicio hasta antes de la pandemia, aunque en 2019 presentaba un incremento del 230% respecto a 2016.

En 2020, sin embargo, sí ha tenido un impacto importante en el resultado global del ejercicio, registrándose unas pérdidas por importe de 135 millones de euros. Este resultado negativo está motivado esencialmente por las pérdidas derivadas de los instrumentos de cobertura sobre el precio del combustible que Vueling tenía contratados previa a la pandemia, que provocó una caída de su precio ante la caída de la demanda.

Resultado antes de impuestos

Los resultados antes de impuestos han sido positivos hasta 2020. En 2018 Vueling generó un resultado récord antes de impuestos de 196 millones de euros, lo que supuso un incremento de 210% respecto a 2016, y en 2019 el resultado fue de 160 millones de euros (+150% respecto a 2016). El resultado antes de impuestos en 2020 ha sido el peor de la Sociedad, siendo de -972 millones de euros.

Resultado del ejercicio

El impuesto sobre beneficios ha seguido una línea similar al resultado antes de impuestos. Cabe destacar que en 2020 se han generado bases imponibles negativas pendientes de compensación en ejercicios futuros que han generado un ingreso por impuesto sobre beneficios de 187 millones de euros. El resultado del ejercicio 2020 ha incurrido en unas pérdidas totales de -785 millones de euros, frente a los beneficios obtenidos en años anteriores.

1.2.2.1 Ratios del capital corriente y apalancamiento operativo

Debido a la actividad y objeto de la Sociedad, la prestación de servicios de transporte aéreo de pasajeros, los únicos ratios del capital corriente a calcular son el período medio de cobro a clientes y el período medio de pago a proveedores.

Ratios del capital corriente

Los ratios se han calculado teniendo en cuenta las fórmulas empleadas en los materiales de la asignatura *Análisis de estados financieros* de la UOC (Campa Planas y Porras García, 2015)[10] a no ser que se indique expresamente lo contrario.

Vueling pertenece al grupo hispano-británico IAG en el que se integran aerolíneas y empresas de diversa índole con las que la Sociedad tiene suscritos contratos de prestaciones de servicios, como el mantenimiento o la asistencia en tierra a los pasajeros. Teniendo tal consideración, los cálculos realizados en el período medio de cobro y de pago tendrán incluidas aquellas operaciones en que las diferentes empresas del grupo sean consideradas cliente y/o proveedores, y que aparece detallado en las cuentas anuales de Vueling. De igual forma se actuará en la comparación sectorial del siguiente apartado.

Debe tenerse en cuenta además, que Vueling opera en diferentes mercados en los que pueden aplicarse diferentes tipos del impuesto sobre el valor añadido. El artículo 22 de la Ley 37/1992, del Impuesto sobre el Valor Añadido (*Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido*, 1992)[11] indica que los vuelos con origen o destino fuera del territorio nacional estarán exentos de pago de IVA, y dentro de los vuelos domésticos se aplica un impuesto del 10%. Así mismo, los servicios de mantenimiento de aeronaves e incluso el arrendamiento de las mismas destinadas al transporte aéreo internacional también estarán exentas del impuesto. Dada la naturaleza especial de aplicación del impuesto en el transporte aéreo de pasajeros y a efectos de simplificación, los siguientes cálculos se han realizado sin tener en consideración el impuesto sobre el valor añadido por lo que los cálculos reales pueden variar ligeramente sobre los aquí presentados.

Cabe destacar que para el cálculo del período medio de pago a proveedores, se han utilizado también, además de los consumos (existencias y aprovisionamientos) los gastos de los servicios exteriores que aparecen en la cuenta de resultados, que corresponden a los gastos de proveedores que prestan servicios a Vueling para su operación diaria, como el mantenimiento, los servicios de asistencia en tierra a pasajeros, las tasas de control y aeroportuarias, etc.).

Tabla 8. Período medio de cobro y de pago de Vueling (incluidas empresa del grupo)

(incluídas empresas del grupo)	2020	2019	2018	2017	2016
Período medio de cobro	112	47	40	32	26
Período medio de pago	141	72	60	56	61

Fuente. Elaboración propia con los datos obtenidos de las cuentas anuales de Vueling

El período medio de cobro a clientes ha ido aumentando en el período analizado, algo que también ha sucedido en el período medio de pago a proveedores. Especialmente significativo son los incrementos en 2020 donde muchas empresas y clientes han renegociado sus períodos de pago ampliándolos para no perder liquidez.

El menor período de cobro de clientes que el período de pago a proveedores ha permitido a Vueling financiarse sin necesidad de recurrir a financiación externa hasta 2020, e incluso disponer de un ratio del fondo de maniobra por debajo de los valores considerados teóricamente óptimos según Campa Planas y Porras García (2015), sin que por ello sea preocupante la situación del fondo de maniobra.

Apalancamiento operativo

El apalancamiento operativo nos indica la capacidad de la empresa para aumentar sus ingresos a un ritmo superior al que lo hacen los costes, aprovechando que determinados costes fijos no aumentan con el aumento de las ventas.

[10] Campa Planas, F. y Porras García, M. J. (2015). Análisis de estados financieros (4a ed.). Universitat Oberta de Catalunya.

[11] *Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido*. (España). Boletín Oficial del Estado nº 312 (1992). https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1992-28740

Tabla 9. Apalancamiento operativo Vueling

(en miles de euros)	2020	2019	2018	2017	2016
Incremento resultado de explotación respecto año anterior	(948.563)	(79.499)	10.044	132.750	(89.755)
Incremento de la cifra de negocios respecto año anterior	(1.851.340)	108.176	252.316	57.939	94.380
Apalancamiento operativo	**51,24%**	**-73,49%**	**3,98%**	**229,12%**	**-95,10%**

Fuente. Elaboración propia con los datos obtenidos de las cuentas anuales de Vueling

En el 2016 y el 2019 el apalancamiento operativo fue negativo motivado por un resultado de explotación mayor los años anteriores. Como se ha comentado, el año 2016 Vueling tuvo varios problemas operativos que le obligaron a aumentar considerablemente los gastos de servicios exteriores y reduciendo su resultado de explotación en un -65%. En 2019, pese a incrementarse la cifra de negocios, se aumentaron en mayor medida los costes de personal, los consumos y especialmente la dotación de amortización del inmovilizado material.

En el año 2017 se consigue trasladar un 230% del incremento de ventas al resultado operativo (2017 fue un año en que Vueling no creció en aras de recuperarse y estabilizarse de los problemas operativos mencionados de 2016) y en el ejercicio 2018 se trasladó solamente un 4% del incremento de ventas al resultado operativo.

Pese a que en el ejercicio afectado por la pandemia indique un apalancamiento positivo, ese resultado es una anomalía motivada porque los dos elementos que tenemos para calcular este ratio tienen signo negativo. La caída de los ingresos ha sido del -75,9% y el resultado de explotación ha caído un -850% respecto a 2019, hecho que hace evidente que los costes no se han reducido a mayor ritmo del que lo han hecho los ingresos.

1.2.2.2 Análisis de rentabilidades

En la siguiente tabla se muestran los cálculos de la rentabilidad económica y financiera de la Sociedad en los 5 años analizados, así como todos los elementos de sus cálculos.

Nota: Se han tomado los importes de activo, pasivo y patrimonio neto al final de cada ejercicio como representativos del saldo medio de los mismos.

Tabla 10. Cálculo de las rentabilidades económica y financiera

(en miles de euros)	2020	2019	2018	2017	2016
BAII	(836.869)	111.694	191.193	181.149	48.399
BAI	(972.541)	159.413	196.561	158.257	62.815
Beneficio Neto	(785.262)	132.237	149.834	117.290	48.902
Ingresos	594.349	2.445.689	2.337.513	2.085.197	2.027.258
Activo	1.842.271	2.565.643	1.723.509	1.509.968	1.562.000
Patrimonio neto	(569.373)	384.408	222.484	253.828	318.864
Margen sobre ventas %	-140,80%	4,57%	8,18%	8,69%	2,39%
Rotación del activo	0,323	0,953	1,356	1,381	1,298
RENTABILIDAD ECONÓMICA (%)	**-45,43%**	**4,35%**	**11,09%**	**12,00%**	**3,10%**
Activo/Patrimonio neto	-3,236	6,674	7,747	5,949	4,899
BAI/BAII	1,162	1,427	1,028	0,874	1,298
Apalancamiento financiero	-3,760	9,526	7,964	5,197	6,358
Efecto fiscal (BN/BAI)	0,807	0,830	0,762	0,741	0,779
RENTABILIDAD FINANCIERA (%)	**137,92%**	**34,40%**	**67,35%**	**46,21%**	**15,34%**

Fuente. Elaboración propia con los datos obtenidos de las cuentas anuales de Vueling

Rentabilidad económica

La rentabilidad económica de Vueling ha sido siempre positiva en el período analizado a excepción del año 2020. El año 2016 Vueling obtuvo un resultado de explotación bastante inferior al año anterior, lo que redujo considerablemente el margen sobre ventas. Los ejercicios 2017 y 2018 supusieron rentabilidades económicas superiores al 10%, reducidas a un 4,35% en 2019 por la reducción del margen sobre ventas y la menor rotación del activo al haberse incrementado

sustancialmente. En 2020, las pérdidas ocasionadas por la pandemia de la COVID-19 lastraron la rentabilidad económica hasta el -45%.

Rentabilidad financiera

El bajo patrimonio neto de la empresa con respecto a la totalidad de sus activos tiene un efecto muy positivo en el apalancamiento financiero de la empresa, ayudado por los buenos resultados de explotación y financieros (excepto 2017) hasta 2020. La rentabilidad financiera de Vueling fue muy positiva en todo el período analizado, con especial mención a 2018, donde se disparó hasta el 67% y donde la empresa repartió los mayores dividendos de su historia (140 millones de euros).

El resultado de la rentabilidad financiera de 2020 es, evidentemente una anomalía, pues al tener un patrimonio neto negativo no se puede aplicar el concepto de rentabilidad financiera por definición. La rentabilidad financiera para los accionistas es muy negativa tras las pérdidas incurridas en el ejercicio.

1.2.2.3 Conclusiones del análisis de la cuenta de resultados y rentabilidades

Para las conclusiones relativas a la cuenta de resultados y rentabilidades de Vueling, se va a proceder a diferenciar el período anterior a la pandemia del período posterior.

En el período anterior a 2020, Vueling ha mantenido un incremento de su importe neto de la cifra de negocios en el período analizado y ha mantenido estables, incluso mejorado, el peso de los distintos costes de sus operaciones, como el peso del combustible consumido o el uso de los servicios exteriores, apreciándose una mejor eficiencia de los mismos. La empresa ha generado resultados de explotación muy positivos, alcanzando los 191 millones de euros en 2018. Sus resultados financieros también han sido positivos la mayoría de los años analizados. En el año 2018, el resultado del ejercicio obtuvo valores record de 149 millones de euros de beneficio. Vueling ha obtenido buenas rentabilidades económicas, y gracias al apalancamiento financiero, unas mucho mejores rentabilidades financieras, generando importantes dividendos para su accionista mayoritario, IAG, que pagó en 2013 unos 150 millones de euros por Vueling, y que solo entre 2016 y 2019 le ha rentado 368 millones en dividendos. En condiciones normales, Vueling ha sido capaz de generar beneficios con su operación normal aprovechando eficientemente sus activos.

A partir de marzo de 2020, tras la irrupción de la pandemia de la COVID-19, el signo de la cuenta de resultados y de sus rentabilidades ha sido completamente diferente. El importe de las ventas se ha desplomado más de un 75%, ofreciendo un resultado de explotación muy negativo (-830 millones de euros), empeorando su resultado del ejercicio con un muy mal resultado financiero motivado por las variaciones del valor razonable de los instrumentos derivados de cobertura. La rentabilidad económica ha pasado a ser muy negativa debido a la caída de los ingresos.

A modo de resumen, los elementos más destacables del análisis de la cuenta de resultados son:

- La pérdida de ingresos por prestaciones de servicios ha caído un -75,9%, mientras que los costes no se han disminuido con la misma intensidad.
- La caída del precio del combustible por la baja demanda y la variación del tipo de cambio ha afectado muy negativamente al valor razonable de los instrumentos de cobertura, afectando de manera muy elevada al resultado financiero.
- Aunque ambos períodos han aumentado fruto de la renegociación de deudas, la empresa ha sabido mantener su período medio de cobro por debajo de su período medio de pago a proveedores, reduciendo así sus necesidades de financiación.
- Ha aprovechado todas las ayudas y ventajas que ha ofrecido el estado para minimizar sus costes y mantener su solvencia (ERTEs, préstamo ICO, etc.) pero debe ser capaz de seguir minimizándolos y mantenerlos bajos para recuperar los niveles de rentabilidad tanto económica como financiera.

1.2.3 Análisis del Estado de Cambios en el Patrimonio Neto

En este apartado se analizan los principales cambios ocurridos en el patrimonio neto de la empresa en período 2016-2020.

Tabla 11. Estado total de cambios en el patrimonio neto

ESTADO TOTAL DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO A 31 DE DICIEMBRE (Miles de Euros)										
	Capital	Prima de emisión	Reserva legal	Reserva Fondo de Comercio	Otras Reservas	Resultado del Ejercicio	Dividendo a cuenta	Ajustes por Cambios de Valor	Subvenciones, Donaciones y Legados	Total
Saldo final ejercicio 2015 y saldo al inicio del ejercicio 2016	**29.905**	**199.185**	**5.981**	**4.240**	**86.864**	**95.302**	**(105.000)**	**(116.315)**	**307**	**200.469**
Distribución del resultado del ejercicio 2015					(9.699)	(95.302)	105.000			(1)
Total ingresos y gastos reconocidos						48.902		187.966	1.528	238.396
Pagos por dividendos					(77.000)		(43.000)			(120.000)
Saldo final ejercicio 2016 y saldo al inicio del ejercicio 2017	**29.905**	**199.185**	**5.981**	**4.240**	**165**	**48.902**	**(43.000)**	**71.651**	**1.835**	**318.864**
Distribución del resultado del ejercicio 2016					5.902	(48.902)	43.000			
Total ingresos y gastos reconocidos						117.290		(66.086)	(1.240)	49.964
Pagos por dividendos							(115.000)			(115.000)
Saldo final ejercicio 2017 y saldo al inicio del ejercicio 2018	**29.905**	**199.185**	**5.981**	**4.240**	**6.067**	**117.290**	**(115.000)**	**5.565**	**595**	**253.828**
Distribución del resultado del ejercicio 2017					2.290	(117.290)	115.000			
Total ingresos y gastos reconocidos						149.834		(41.520)	342	108.656
Pagos por dividendos							(140.000)			(140.000)
Saldo final ejercicio 2018 y saldo al inicio del ejercicio 2019	**29.905**	**199.185**	**5.981**	**4.240**	**8.357**	**149.834**	**(140.000)**	**(35.955)**	**937**	**222.484**
Distribución del resultado del ejercicio 2018					9.834	(149.834)	140.000			
Total ingresos y gastos reconocidos						132.237		99.566	121	231.924
Pagos por dividendos							(70.000)			(70.000)
Saldo final ejercicio 2019 y saldo al inicio del ejercicio 2020	**29.905**	**199.185**	**5.981**	**4.240**	**18.191**	**132.237**	**(70.000)**	**63.611**	**1.058**	**384.408**
Distribución del resultado del ejercicio 2019					62.240	(132.237)	70.000			3
Total ingresos y gastos reconocidos						(785.262)		(168.063)	(459)	(953.784)
Pagos por dividendos										
Saldo final ejercicio 2020 y saldo al inicio del ejercicio 2021	**29.905**	**199.185**	**5.981**	**4.240**	**80.431**	**(785.262)**		**(104.452)**	**599**	**(569.373)**

Fuente. Elaboración propia con los datos obtenidos de las cuentas anuales de Vueling

El patrimonio neto de Vueling se ha visto modificado en el período analizado exclusivamente por el resultado del ejercicio, el pago de dividendos, los ajustes por cambio de valor y las subvenciones, donaciones y legados recibidos en el período.

El hecho más destacable sobre los cambios en el patrimonio neto es que este es negativo el último ejercicio por valor de -569 millones de euros, motivado por las pérdidas del ejercicio (-785 millones de euros) y los ajustes por cambios de valor de los instrumentos financieros derivados, que la Sociedad tiene contratados para cubrir riesgos de variación en el tipo de cambio, tipos de interés y especialmente en el precio del combustible (-168 millones de euros).

Como se puede observar en la *Tabla 11. Estado total de cambios en el patrimonio neto*, la compañía ha optado por una política de repartir dividendos sobre prácticamente la totalidad del resultado del ejercicio anterior, destinando el excedente a la partida *Otras reservas* y repartiendo un dividendo record de 140 millones de euros en base al resultado de 2018 (Cordero, 2019)[12]. Las únicas excepciones fueron el ejercicio 2016, donde se repartió un dividendo mayor que el ejercicio anterior y se optó por reducir la partida de Otras reservas, y el ejercicio 2020, donde se había aprobado el reparto de un dividendo de 70 millones de euros, que se decidió cancelar por los resultados negativos debido a la pandemia de la COVID-19 y se destinaron al incremento de las reservas.

Los otros eventos destacables de los cambios en el patrimonio neto en el período son relativos a los ajustes por cambio de valor. Como ya se ha comentado, Vueling tiene contratados diferentes instrumentos financieros derivados como elementos de cobertura de efectivo para cubrir los riesgos de variaciones en los tipos de cambio (operaciones de mantenimiento, cuotas de arrendamiento de aviones, compras de combustible…), tipos de interés (arrendamientos de flota) y precios de combustible. El valor razonable de esos instrumentos financieros al finalizar cada ejercicio, ha tenido resultados muy diversos a lo largo del período, pero son motivados por elementos externos y fuera del alcance de actuación de la Sociedad.

[12] Cordero, D. (2019). *Vueling da su mayor dividendo a IAG tras un beneficio récord de 149 millones*. El País. https://elpais.com/economia/2019/04/25/actualidad/1556203700_749995.html

1.2.4 Análisis del Estado de Flujos de Efectivo

La siguiente tabla presenta la evolución de los estados de flujos de efectivo de Vueling

Tabla 12. Estado de flujos de efectivo de Vueling

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO (Miles de Euros)	2020	2019	2018	2017	2016
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN (I)	**(579.690)**	**329.835**	**190.769**	**221.743**	**38.485**
Resultado del ejercicio antes de impuestos	**(972.541)**	**159.413**	**196.561**	**158.257**	**62.815**
Ajustes al resultado	**374.363**	**234.592**	**193.335**	**191.328**	**91.720**
Amortización del inmovilizado	84.732	55.039	29.857	25.423	24.144
Variación de provisiones	64.358	192.111	194.328	195.710	88.271
Resultado por bajas y enajenación del inmovilizado	6.436				127
Correcciones valorativas por deterioro	119.620	(890)	577	325	164
Ingresos financieros	(6.921)	(7.955)	(3.928)	(2.719)	(32.345)
Gastos financieros	24.014	12.211	7.829	7.018	23.239
Diferencias de tipo de cambio	(29.994)	10.219	(2.227)	(11.609)	(5.310)
Variación de valor razonable en instrumentos financieros	91.429	(46.832)	(12.010)	(2.999)	(6.570)
Otros ingresos y gastos	20.689	20.689	(21.091)	(19.821)	
Cambios en el capital corriente	**57.699**	**(59.473)**	**(164.366)**	**(99.898)**	**(105.373)**
Deudores y otras cuentas a cobrar	226.269	(6.537)	(118.048)	(29.345)	(46.388)
Variación de existencias	50.322	(59.661)	(9.170)	13.095	(17.167)
Otros activos corrientes					64.255
Acreedores y otras cuentas a pagar	(43.333)	5.978	(35.599)	(134.198)	(91.677)
Otros pasivos corrientes	(172.218)	3.221	7.496	29.618	8.218
Otros activos y pasivos no corrientes	(3.341)	(2.474)	(9.045)	20.932	(22.614)
Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	**(39.211)**	**(4.697)**	**(34.761)**	**(27.944)**	**(10.677)**
Pagos de intereses	(8.696)	(7.120)	(3.199)	(4.344)	(4.236)
Cobros de intereses	3.806	4.648	2.101	3.645	3.572
Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios	(34.321)	(2.225)	(33.663)	(27.245)	(10.013)
FLUJOS DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE INVERSIÓN (II)	**200.288**	**(574.935)**	**(49.355)**	**(106.135)**	**(180.393)**
Resultado de Explotación					
Pagos por inversiones	**(20.168)**	**(755.217)**	**(484.722)**	**(199.174)**	**(303.582)**
Inmovilizado intangible	(28.859)	(46.965)	(29.522)	(17.160)	(18.553)
Inmovilizado material	(62.543)	(536.692)	(405.566)	(120.691)	(139.556)
Empresas del grupo y asociadas	(10.065)	(14.708)	(49.634)		
Otros activos financieros	81.299	(156.852)		(61.323)	(145.473)
Cobros por desinversiones	**220.456**	**180.282**	**435.367**	**93.039**	**123.189**
Inmovilizado intangible					
Inmovilizado material	225.705	166.537	260.277	41.375	126.166
Empresas del grupo y asociadas	(5.249)	13.745		41.112	
Otros activos financieros			175.090	10.552	(2.977)
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN (III)	**253.194**	**382.767**	**(149.281)**	**(124.458)**	**(11.343)**
Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio					
Enajenación de instrumentos de patrimonio propio					
Cobros y pagos por instrumentos financieros	**253.194**	**452.767**	**(9.281)**	**(9.458)**	**108.657**
Pagos por deudas con entidades de crédito	(37.846)	(20.857)	(9.281)	(9.458)	(6.076)
Cobros por deudas con entidades de crédito	291.040	473.624			114.733
Otros activos financieros					
Pagos por dividendos		**(70.000)**	**(140.000)**	**(115.000)**	**(120.000)**
EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO (IV)	**(9.615)**	**(3.708)**	**15.726**	**6.062**	**36.718**
AUMENTO/DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES (I+II+III+IV)	**(135.823)**	**133.959**	**7.859**	**(2.788)**	**(116.533)**
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	340.229	206.271	198.412	201.200	317.733
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	204.406	340.229	206.271	198.412	201.200

Fuente. Elaboración propia con los datos obtenidos de las cuentas anuales de Vueling

Los flujos de efectivo de las **actividades de explotación** han sido positivos hasta 2020, donde el pésimo resultado antes de impuestos le ha hecho realizar pagos por valor de 580 millones de euros.

En relación a los flujos de efectivo sobre las **actividades de inversión**, se observa que la empresa ha destinado muchos recursos de tesorería en inmovilizado material durante todo el período analizado, siendo consecuencia del aumento de la flota de aeronaves.

Es muy destacable el descenso en los pagos realizados en concepto de inversión el último ejercicio, donde no se ha realizado ninguna inversión en aumento de flota y que los pagos realizados en concepto de inmovilizado material en curso y anticipos corresponden a pagos anticipados de un pedido original de 80 aeronaves. Esta parada o desaceleración de las

inversiones, ha conseguido que los flujos de efectivo por inversión tengan un signo positivo, minimizando así la disminución neta de la tesorería.

Los flujos de efectivo de las **actividades de financiación** han sido negativas en el período 2016-2018, motivadas por los pagos de dividendos realizados esos años. Como se ha comentado anteriormente, en 2020 Vueling decidió cancelar el pago del dividendo previsto de 60 millones de euros a cuenta del resultado del ejercicio anterior para minimizar la pérdida de liquidez.

En cuanto a las operaciones relativas a los cobros y pagos por deudas con entidades de crédito, según consulta al propio CFO de la empresa, Jorge Saco, Vueling utiliza una estructura de financiación japonesa llamada JOLCO (*Japanese Operating Lease with Call Option*) muy utilizada por las compañías aéreas para financiar la compra de aviones en propiedad. Su registro en el EFE se realiza del siguiente modo:

> 1º: Como una entrada de los flujos efectivos de las actividades de financiación, pues la empresa recibe efectivamente el importe de los aviones financiados.
>
> 2º: Como una salida en los flujos de las actividades de inversión, al adquirir los activos
>
> 3º: Como una salida en los flujos de las actividades de financiación, con el pago de las cuotas acordadas en los términos del arrendamiento financiero.

Se observa como en 2016, 2019 y 2020 se firmaron nuevos contratos de adquisición de aviones mediante esta estructura de financiación japonesa.

En el ejercicio 2020 está registrado además, el cobro del préstamo ICO de 263 millones de euros.

El principal análisis que se puede realizar referente a la tesorería, es que la empresa ha realizado un esfuerzo importante en 2020 para mantenerla en valores estables durante el quinquenio analizado, con la excepción del ejercicio 2019 donde los flujos de las actividades de explotación y financiación hicieron elevar sustancialmente el efectivo de la empresa un 69%. Para ello, cabe destacar la reducción de los pagos por inversiones, que ha permitido mantener a Vueling una tesorería de aproximadamente 200 millones de euros, cifras similares al período 2016-2018.

1.3 Análisis cualitativo. Resumen de debilidades y fortalezas.

Vueling es una compañía aérea que ha mostrado un comportamiento muy positivo en los años precedentes a la pandemia del SARS-CoV-2, mostrando un crecimiento sostenido que ha reportado sustanciosos dividendos a su compañía matriz, IAG.

Respecto a las **fortalezas** de la empresa, hasta 2019 la compañía ha mantenido una situación financiera equilibrada, aunque financiándose en exceso con recursos ajenos, y por tanto, manteniendo un endeudamiento excesivo. Ha sabido mantener su activo no corriente financiado con recursos permanentes, y ha mantenido la tesorería y liquidez en valor óptimos. Además, su rentabilidad económica es positiva en el período pre-pandemia, motivada por una operación y gestión de los recursos eficiente. El alto endeudamiento ha sido clave para tener un apalancamiento financiero elevado, que ha sido positivo mientras la demanda de vuelos iba al alza, hecho que ha disparado su rentabilidad financiera, y por tanto, los beneficios para su accionista mayoritario. Tras la explosión de la pandemia, ha hecho esfuerzos significativos para mantener una liquidez en valores aceptables y ha conseguido mejorar la calidad de su deuda, aumentando los recursos permanentes respecto al pasivo corriente. Vueling ha aprovechado todos los mecanismos ofrecidos por el Gobierno de España para minimizar los efectos de la pandemia (solicitud de crédito ICO, aplicación de Expedientes de Regulación Temporal de Empleo) así como la renegociación de diferentes acuerdos y/o contratos tanto con los diversos agentes sociales como con proveedores. Operacionalmente, tiene una fuerte presencia en 3 de los principales mercados europeos (España, Francia e Italia).

En cuanto a las **debilidades**, la pandemia ha dejado a Vueling en una situación crítica, con un patrimonio neto negativo, unas pérdidas muy elevadas y unos ratios de endeudamiento muy lejos de valores óptimos. La caída de la demanda ha dejado claro que el excesivo endeudamiento ha jugado ahora un papel negativo para Vueling, que presenta un apalancamiento financiero negativo, fruto del signo de su patrimonio neto. La compañía no disponía de reservas suficientes para afrontar una situación de crisis como la presentada en 2020 por el excesivo reparto de dividendos los años anteriores. Además, presenta ahora un fondo de maniobra negativo.

2 ANÁLISIS SECTORIAL Y PRINCIPALES COMPETIDORES DE VUELING

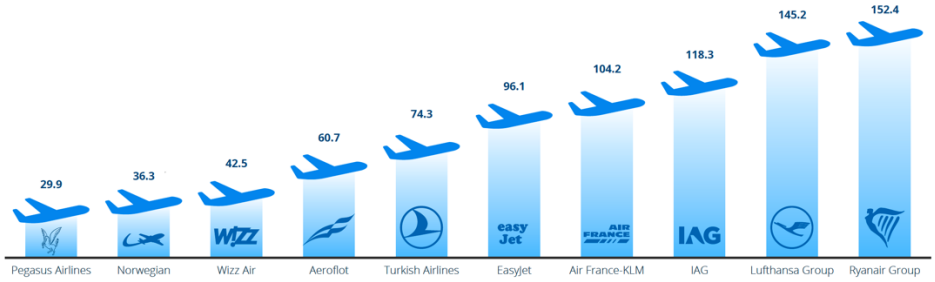
2.1 Características del sector

La aviación comercial ha tenido un crecimiento exponencial y similar al del PIB mundial en los últimos 40 años, acrecentándose especialmente en las últimas dos décadas, donde el número de pasajeros se multiplicó 2,5 veces hasta los casi 4.400 millones de pasajeros en 2019 (The World Bank, 2021)[13]. Según el informe del año 2020 sobre los beneficios de la aviación publicado por el *Air Transport Action Group* (ATAG, 2020, p. 12)14, asociación que representa a todos los sectores de la industria, en el año 2018 la aviación comercial soportaba 87,7 millones de puestos de trabajo entre directos, indirectos, inducidos y catalizadores del turismo, y supuso el 4,1% del producto interior bruto global.

En Europa se liberalizó el sector aéreo en el año 1993, facilitando la entrada y expansión de las compañías de bajo coste. La aviación comercial en Europa supuso en 2018 un 25,9% del tráfico aéreo de pasajeros a nivel mundial con más de 9 millones de vuelos que transportaron a 1,2 billones de pasajeros (ATAG, 2021, p. 53).

Por número de pasajeros transportados, el grupo Ryanair lideró el ranking de las compañías europeas con 152 millones de pasajeros transportados en 2019, seguida del grupo Lufthansa (145 millones) e IAG (118 millones) (Statista, 2020)[15].

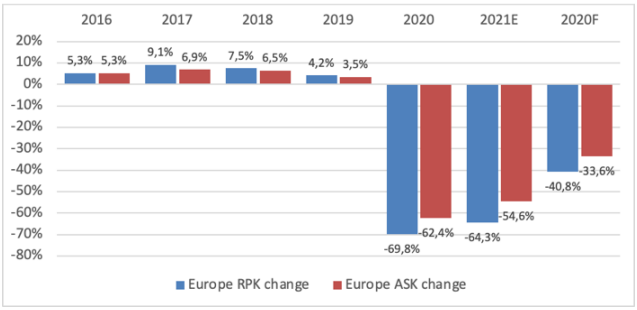
Gráfico 3. Ranking de aerolíneas europeas por número de pasajeros (2019)



Fuente: Statista. (2020). *Low Cost Carriers in Europe*. [informe]

La irrupción del coronavirus SARS-CoV-2 en verano del año 2020 frenó el crecimiento sostenido de la aviación europea. En el siguiente gráfico se observa la tasa de variación interanual de los pasajeros transportados en Europa y la oferta de asientos por parte de las compañías en el período 2016-2020, con los datos estimados para 2021 y 2022, según el informa de la IATA (IATA, 2021)[16].

Gráfico 4. Tasa de variación interanual RPK y ASK en Europa



Fuente. Elaboración propia con los datos obtenidos del informe de tráfico de la IATA, actualizado a Octubre de 2021.
NOTA: la comparación de las estimaciones de 2021E y 2022F se han realizado con respecto a 2019.

[13] The World Bank. (2021). *Air transport, passengers carried*. Databank The World Bank. https://databank.worldbank.org/
[14] Air Transport Action Group. (2020). *Aviation: Benefits Beyond Borders report for 2020*. ATAG. https://aviationbenefits.org/media/167517/aw-oct-final-atag_abbb-2020-publication-digital.pdf
[15] Statista. (2020). *Low Cost Carriers in Europe*. [informe]. https://www-statista-com.eu1.proxy.openathens.net/study/81344/low-cost-carriers-in-europe/#:~:text=%C2%A0%20Report-,Download%20report,-Study%20Details
[16] IATA. (2021b). *Airline industry economic performance – October 2021 – Data tables*. IATA Economics. https://www.iata.org/en/iata-repository/publications/economic-reports/airline-industry-economic-performance---october-2021---data-tables/

Modelo de negocio y grupo de referencia

El transporte aéreo de pasajeros puede clasificarse generalmente según su modelo de negocio, en el que suelen diferenciarse las compañías aéreas **FSC (*Full Service Carrier*)** o **LCC (*Low Cost Carrier*)**, aunque existen compañías que persiguen un modelo híbrido entre los dos tipos.

Vueling forma parte del grupo de aerolíneas IAG, *International Airlines Group*, siendo la filial de bajo coste del grupo. Opera vuelos de corto y medio radio con un único modelo de avión y ofrece un servicio mínimo de transporte aéreo de pasajeros, al que enriquece con servicios auxiliares de pago con los que mejora sus ingresos auxiliares. Si bien opera principalmente vuelos punto a punto, tiene su mayor base de operaciones en el aeropuerto de Barcelona-El Prat, así como otros dos *hubs* en Roma-Fiumicino y París-Orly, desde ofrece vuelos en conexión. El servicio de vuelos en conexión se amplía al pertenecer a un gran grupo de aerolíneas, ofreciendo la posibilidad de realizar conexiones con Iberia y British Airways.

El **grupo de referencia** al que pertenece Vueling Airlines es el de las **compañías de bajo coste europeas**.

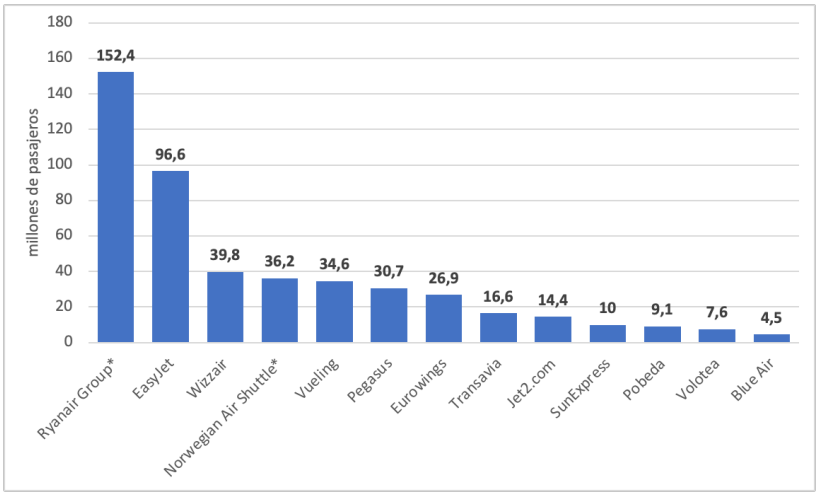
Análisis del mercado de las LCC en Europa

Hasta la liberalización del mercado en la Unión Europea en 1993, el mercado aéreo estaba monopolizado por las compañías de bandera. A partir de ese momento aparecieron nuevos actores en el mercado y un nuevo modelo de negocio que maximizaba la eficiencia de los vuelos y reducía los costes. Las compañías de bajo coste europeas han incrementado su presencia en el mercado aéreo europeo un 10% en la última década (OAG y CAPA Centre for Aviation, 2020), alcanzando una cuota de mercado del 33,1% en 2019, obligando a muchas aerolíneas tradicionales a replantearse su modelo de negocio, es especial su estrategia de eficiencia en costes.

En cuanto a ingresos, las compañías tradicionales reportan mayores ingresos por venta de billetes, pero están muy a la cola en cuanto a minimización de sus costes por pasajero en comparación con las compañías *low cost*, hecho que permite a éstas últimas ofrecer billetes más baratos. El grupo Lufthansa reportó en 2019 ingresos por valor de 40,8 billones de dólares, mientras que Ryanair, líder europeo en número de pasajeros, reportó 9,4 billones de dólares en ingresos (Statista, 2020).

El gráfico siguiente muestra las principales compañías de bajo coste por número de pasajeros transportados en el año 2019:

Gráfico 5. Pasajeros transportados en 2019 por las principales LCC europeas (en millones)



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de las propias compañías
NOTA: Ryanair incluye datos de sus filiales (Ryanair, Buzz, Malta Air y Lauda). Norwegian muestra datos de su filial Norwegian Long Haul

La desregulación del sector aéreo en Europa permitió que todas las aerolíneas pertenecientes a un estado miembro, pudiesen volar libremente por Europa en un mercado único sin necesidad de alcanzar acuerdos bilaterales entre los países. Sin embargo, el sector aéreo europeo está

caracterizado por tener unas fuertes **barreras de entrada**, siendo la disponibilidad de *slots* aeroportuarios con horarios atractivos, la competencia de los trenes de alta velocidad establecidos ya en las rutas estudiadas o la inversión inicial para volar una ruta en comparación con su retorno, las principales barreras acorde a la percepción de los ejecutivos de las propias aerolíneas europeas (Kappes & Merket, 2013)[17]. Actualmente además, están incrementándose los requerimientos medioambientales especialmente en cuanto a la emisión de gases de efecto invernadero, para la asignación de *slots* en los principales aeropuertos europeos y empezando a prohibir determinadas rutas aéreas de corto recorrido donde existe una alternativa de transporte como el tren, como medida para minimizar las emisiones de dióxido de carbono, tal y como aprobó la Asamblea Nacional de Francia en verano de 2021[18].

Elección de competidores

Para la elección de las empresas competidoras con las que se comparará la información económico-financiera de Vueling, se han tenido en cuenta los siguientes aspectos:

- Número de pasajeros transportados y número de aviones.
- Clientes objetivos
- Ámbito geográfico de operación
- Relación entre empresas de grupo

Los datos obtenidos para el siguiente análisis han sido obtenidos de las páginas web de las propias compañías, cuentas anuales, o cuentas anuales del grupo al que pertenecen. Se analizan las 10 compañías con mayor tráfico de pasajeros de Europa (transportaron a más de 10 millones de pasajeros en 2019).

Ryanair es la líder indiscutible de la aviación *low cost* en Europa. Con una flota de más de 450 aeronaves, es el grupo que más pasajeros mueve en el continente. Sus clientes objetivo priman el precio en sus viajes por delante de otros servicios. Su ámbito de aplicación es la práctica totalidad del continente europeo, así como el norte de África y algunos destinos en Oriente Medio. Tiene bases operativas establecidas en prácticamente todos los países europeos.

EasyJet es la segunda compañía *low cost* de Europa por tamaño, con unas 340 aeronaves. No pertenece a ningún grupo de aerolíneas y apuesta por la sencillez y una buena atención al cliente. Tiene una presencia muy fuerte en Reino Unido, de donde es originaria.

Wizzair cuenta con flota moderna de más de 120 aeronaves de la familia Airbus 320. Su mercado principal es la conexión a y desde Europa Central y Oriental con el resto del continente europeo, haciendo especialmente relevante su conexión con Londres. Ha tenido una gran expansión en los últimos años y actualmente ofrece varios destinos a Oriente Medio.

Norwegian Air Shuttle ofrece principalmente vuelos en conexión desde los países nórdicos al resto de Europa, con una fuerte presencia en Reino Unido. Es la única de las grandes compañías de bajo coste europeas que ha creado una filial fuera de Europa (Norwegian Argentina) y ha intentado una operación *low cost* de larga distancia (Asia y Estados Unidos) a través de otra filial creada específicamente para ello, operando aeronaves de fuselaje ancho (Boeing 787).

Pegasus Airlines es una compañía turca de bajo coste basada principalmente en el aeropuerto de Estambul. Si bien ofrece destinos a los principales aeropuertos europeos, su eje de operaciones está desplazado hacia Oriente Medio. En 2019 fue capaza de transportar más de 30 millones de pasajeros.

Eurowings es la filial de bajo coste del grupo Lufthansa. En 2019 transportó a casi 27 millones de pasajeros por todo Europa y Norte de África. Opera una flota de unas 72 aeronaves de la

[17] Kappes, & Merkert, R. (2013). *Barriers to entry into European aviation markets revisited: A review and analysis of managerial perceptions*. Transportation Research. Part E, Logistics and Transportation Review, 57, 58–69. Elsevier. https://doi.org/10.1016/j.tre.2013.01.006

[18] *Loi 2021-1104 du 22 août 2021 portant lutte contre le dérèglement climatique et renforcement de la résilience face à ses effets*. (Francia). Journal officiel de la République Française nº 196 (2021). https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000043956924

familia Airbus A320 y 13 aeronaves regionales de la familia Q Series del fabricante Bombardier. No publica cuentas anuales independientes de su matriz.

Transavia es la filial de bajo coste del grupo AirFrance-KLM, y ofrecen más de 100 destinos en Europa, Norte de África y algún destino en Oriente Medio, desde sus bases de operaciones en Países Bajos y Francia. Opera una flota de unos 85 aeronaves Boeing 737. No publica cuentas anuales independientes de su matriz.

Jet2.com es una compañía de bajo coste británica que ofrece vuelos exclusivamente con origen o destino el Reino Unido. Forma parte del grupo Jet2, el segundo turoperador del Reino Unido, y combina vuelos regulares con servicios chárter, ofreciendo una flota mixta en función de las necesidades.

Sunexpress es una Joint Venture entre Luthansa y Turkish Airlines, y conecta Antalya, capital turística de Turquía, y otros destinos turcos con Europa, en especial Alemania. Opera tanto de manera regular como chárter, alcanzando los 10 millones de pasajeros transportados en 2019.

De este grupo de 10 aerolíneas, se descarta para el análisis a Pegasus y Sunexpress, por tener su eje de operaciones más alejado al resto de competidores y centrarse en las conexiones con Turquía. Lo mismo ocurre con Jet2.com, que se centra exclusivamente en el mercado británico, además de tener una gran parte de sus operaciones en modalidad chárter. Eurowings y Transavia son consideradas buenas compañías por su semejanza con Vueling: Las 3 cuentan con una flota de más de 80 aeronaves y un tamaño similar, su ámbito de operación es mayoritariamente el Europeo sin centrarse exclusivamente en un solo mercado, y las tres aerolíneas son las filiales de bajo coste de los 3 grandes grupos aéreos europeos (IAG, AirFrance-KLM y Lufthansa Group). Sin embargo, ni Eurowings ni Transavia publican sus cuentas anuales de manera independiente, sino que están integradas en el resultado de su matriz, por lo que se descarta su participación en este análisis.

Después de analizar los puntos anteriores en detalle, se ha llegado a la conclusión de que las compañías de bajo coste a comparar con Vueling son **Ryanair** e **EasyJet** como líderes del mercado, y **Wizzair** y **Norwegian** como integrantes del grupo de las 5 mayores LCC con una estrategia global compartida a nivel europeo.

2.2 Análisis de los balances de situación

En este apartado se realiza una comparación de los balances de situación de cada una de las empresas escogidas como competencia de Vueling para analizar las estructuras económicas y financieras de las mismas. Los datos de los balances se han obtenido de las cuentas anuales consolidadas obtenidas directamente de las páginas web de cada una de ellas, y en el caso de Vueling, de la página web de su matriz: (IAG, 2021)[19,20], (Ryanair, 2021)[21], (EasyJet, 2021)[22], (Wizzair, 2021)[23], (Norwegian Air Shuttle, 2021)[24].

Durante la recopilación y análisis de la información se han encontrado diferentes **problemas** que cabe mencionar debido a su posible impacto en las conclusiones:

- **Diferencias en la finalización de los ejercicios fiscales**. Vueling Airlines y Norwegian Air Shuttle, finalizan su ejercicio fiscal a 31 de diciembre de cada año, mientras que Ryanair y

[19] International Airlines Group. (2021a). *Informe y cuentas anuales de Vueling* [varios años]. Resultados e informes. https://www.iairgroup.com/es-es/inversores-y-accionistas/resultados-e-informes
[20] International Airlines Group. (2021b). *IAG Informe y cuentas anuales* [varios años]. Resultados e informes. https://www.iairgroup.com/es-es/inversores-y-accionistas/resultados-e-informes
[21] Ryanair. (2021). *Ryanair Group annual report* [varios años]. Reports and presentations. https://investor.ryanair.com/results/
[22] EasyJet. (2021a). *EasyJet full year results statement* [varios años]. Results centre. https://corporate.easyjet.com/investors/results-centre
[23] Wizzair. (2021). Wizz Air Holdings plc. Annual report and accounts [varios años]. Investor information. https://wizzair.com/es-es/informacion-y-servicios/investor-relations/investors/annual-reports
[24] Norwegian Air Shuttle. (2021). *Norwegian Air Shuttle ASA annual report* [varios años]. Reports & Presentations. https://www.norwegian.com/es/acerca-de-nosotros/empresa/investor-relations/reports-and-presentations/

Wizzair lo hacen a 31 de marzo de cada año e EasyJet finaliza su ejercicio fiscal a 31 de septiembre. Este hecho es especialmente relevante por el impacto de la pandemia de la COVID-19 en las cuentas de cada compañía, en la medida en que su exposición a la pandemia afecta en mayor o menor medida a sus ejercicios fiscales. Especialmente significativo es su efecto en las cuentas de resultados.

- **Aplicación de diferentes principios contables.** Todas las empresas analizadas aplican los principios contables IFRS para la confección de sus estados financieros, a excepción de Vueling, que se basa en los principios contables establecidos en la normativa española. Este hecho es especialmente relevante por la aplicación de la norma IFRS 16 relativa a la contabilización en el balance de todos los arrendamientos como si fuera compras financiadas. Las compañías analizadas tienen aviones en propiedad mediante arrendamientos financieros pero también aviones en arrendamiento operativo que hasta 2019, fecha de inicio de la aplicación de la norma, figuraban exclusivamente como gastos del período sin reflejarse en los respectivos balances. La aplicación de la norma IFRS16 tiene un **impacto significativo en el balance**, pues debe reconocerse el valor presente de los pagos futuros por arrendamientos operativos como pasivo financiero y activo como derechos de uso, aumentando así las estructuras económicas y financieras. En la **cuenta de resultados** el impacto radica en no contabilizar los arrendamientos operativos como gastos del período, pero sí se aumenta la dotación por amortización al contabilizarse más activos.
- **Diferencias de moneda.** Los estados financieros de Vueling, Ryanair y Wizzair están confeccionados en euros (EUR), su moneda funcional. EasyJet utiliza la libra esterlina (GBP) y Norwegian utiliza la corona noruega (NOK). Para facilitar el análisis, se ha procedido a realizar una conversión a euros de aquellas cuentas que utilizan una moneda diferente. Para ello, se ha utilizado el tipo medio de cambio anual de GBP/EUR y NOK/EUR, obtenido de la base de datos del Banco Central Europeo[25] para cada ejercicio analizado.

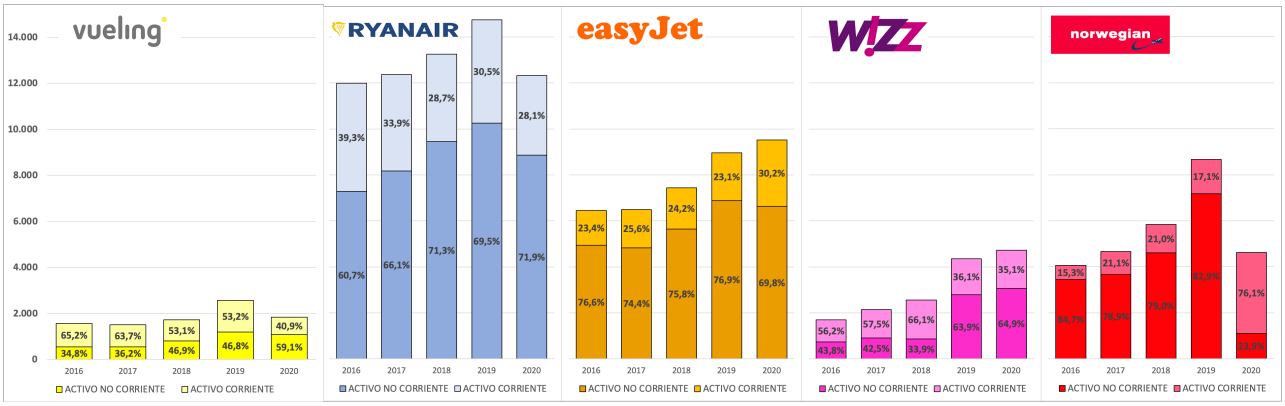
Los siguientes análisis tienen en consideración todos las diferencias indicadas y el autor insistirá en aquellos elementos en que se considere que la comparación no se ajusta fehacientemente a la realidad debido a ellas.

Los balances de situación a fecha de finalización de cada ejercicio pueden encontrarse en el Anexo 2.A.

2.2.1 Estructura económica

En el gráfico siguiente se puede observar la estructura económica del grupo de aerolíneas analizadas tal y como se representan en sus estados financieros.

Gráfico 6. Estructura económica del grupo competidor. En millones de euros



Fuente: Elaboración propia con los datos obtenidos de las cuentas anuales de las compañías analizadas

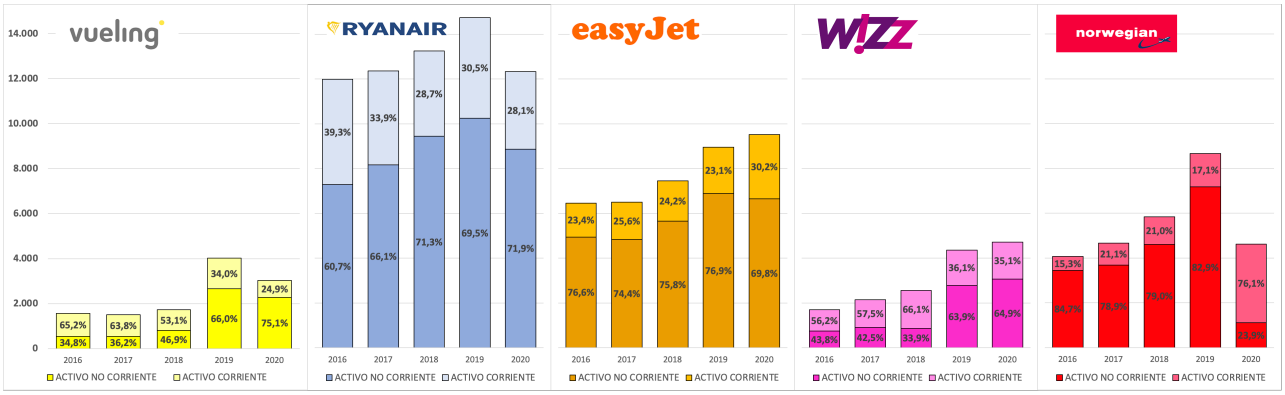
A primera vista se puede apreciar la gran diferencia de tamaño que existe entre las diferentes aerolíneas, siendo la mayor Ryanair con un activo total de 12.320 millones de euros en 2020,

[25] Deutsche Bundesbank and European Central Bank (2021). *Exchange rates*. Statistical Data Warehouse. https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691296

seguida de EasyJet (9.500 millones de euros), Wizzair y Norwegian (unos 4.600 millones de euros) y siendo Vueling la más pequeña con algo menos de 2.000 millones de euros en activos en 2020. Las diferencias de tamaño de las empresas analizadas, van en concordancia con el número total y el valor de las aeronaves que tiene cada compañía.

Existe un incremento en 2019 en los activos de la mayoría de las compañías analizadas, motivadas por la aplicación de la norma IFRS16. Vueling no utiliza el principio contable IFRS16 y los arrendamientos operativos no figuran en sus balances, pero sí indica en su memoria el importe total de las cuotas de arrendamiento operativo que tiene contratadas a futuro. Para realizar una comparación más realista con el resto de competidores, el autor propone una simulación en los ejercicios 2019 y 2020 incluyendo el importe de esos pagos futuros por arrendamientos operativos en el activo no corriente y en los pasivos acorde a sus fechas previstas de pago. Esos pagos a futuro suponen un incremento de activos de 1.456 millones de euros en 2019 y 1.182 millones de euros en 2020. Los cálculos de esos importes correspondientes a los arrendamientos operativos se pueden encontrar en el Anexo 2.B.

Gráfico 7. Estructura económica (simulando IFRS16 en Vueling). En millones de euros



Fuente: Elaboración propia con los datos obtenidos de las cuentas anuales de las compañías analizadas
NOTA: Se ha modificado la estructura económica de Vueling añadiendo los activos relativos a los arrendamientos operativos de aeronaves para la realización de una comparación más realista simulando el uso de los principios contables IFRS que utilizan las otras empresas

Del gráfico anterior se puede observar cómo afectó la aplicación de la IFRS 16 en los balances de estas empresas para el año 2019. Especialmente significativo el incremento porcentual del activo total en 2019 con respeto al año anterior de Vueling (+133,4%) Wizzair (+70,4%) y Norwegian (+48,5%). En EasyJet (+20,3%) y Ryanair (+11,3%) el incremento fue más moderado, aun siendo mayor que los años precedentes. Este parámetro indica que las 3 primeras compañías hacían un uso más intenso de los arrendamientos operativos que de los arrendamientos financieros. Gracias a las aplicación de la IFRS16, se puede comprobar como todas las aerolíneas tienen unos activos no corrientes de entre el 60% y el 75% aproximadamente del total del activo, mayoritariamente dedicado a su flota.

Por otro lado se observa una disminución en 2020 de la estructura económica de Vueling, Ryanair y Norwegian. En el caso de **Vueling**, el decremento del -28% respecto a 2019 es motivado por un menor activo corriente, y en especial la reducción de tesorería y los saldos de los deudores comerciales y las inversiones financieras a corto plazo. En el caso de **Ryanair**, el decremento de sus activos a 31 de marzo de 2021, y por tanto afectado su año fiscal completamente por la pandemia, es motivado por la reducción de su inmovilizado material (-1.000 millones de euros en flota y derechos de uso de aeronaves) y de la reducción de las inversiones financieras a corto plazo. **Norwegian** es la compañía que más ha visto afectada su estructura económica en 2020 (-46,7% lo que suponen -4.000 millones de euros), debido a la prohibición de vuelo de los Boeing 737 MAX por parte de las autoridades aeronáuticas a raíz de los dos accidentes por errores de diseño de ese modelo[26], y por la quiebra de su filial de largo

[26] *EASA suspends all Boeing 737 Max operations in Europe* | EASA. (2019). EASA. https://www.easa.europa.eu/newsroom-and-events/press-releases/easa-suspends-all-boeing-737-max-operations-europe

radio motivada por las restricciones de viaje especialmente en el largo radio[27]. Es significativa la reducción de inmovilizado material y su intercambio por inversiones financieras a corto plazo (+2.700 millones de euros) con la finalidad de obtener un beneficio de sus activos.

En el caso de EasyJet y Wizzair, su estructura económica se ha visto incrementada ligeramente en el último ejercicio y medio. Según los resultados no auditados a mitad de año a 31 de marzo de 2021[28], desde el inicio del ejercicio anterior (30 de septiembre de 2019) **EasyJet** redujo ligeramente su inmovilizado material un -6% y aumentó su activo corriente un 24,2%, con un incremento de la tesorería del 81,7% en ese año y medio. En el caso de **Wizzair**, aumentó su activo un 8,4% en 2020, con un ligero incremento de activo en aeronaves en el apartado no corriente, y un aumento de la tesorería en el corriente.

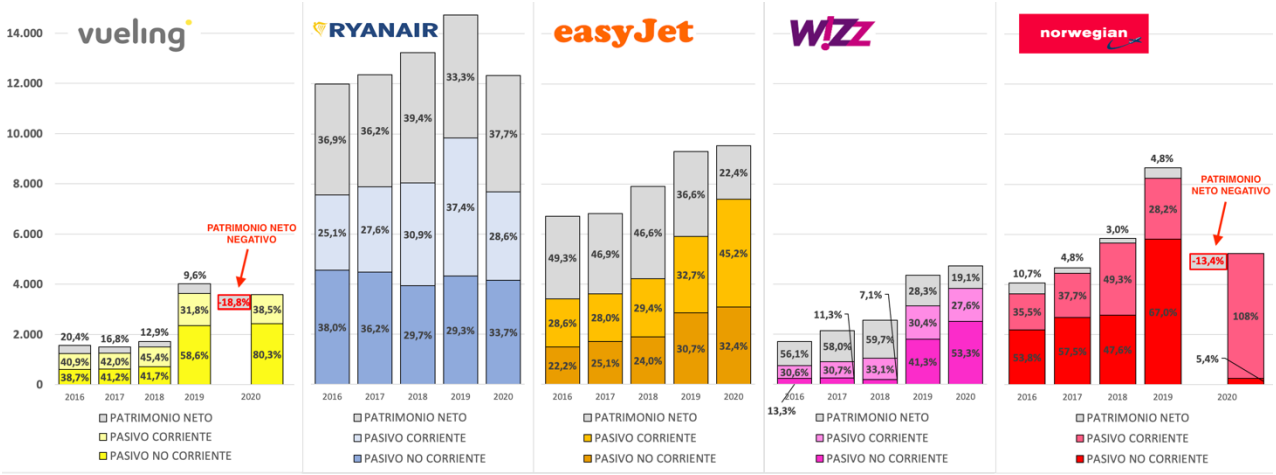
Se puede observar como todas han reducido sus activos no corrientes en concepto de flota a excepción de Wizzair motivada por la bajada de la demanda. Vueling y Norwegian han reducido su tesorería a diferencia del resto de empresas, que la han aumentado, en ocasiones intercambiando otros activos financieros por efectivo y asegurándose líquido inmediato para hacer frente a posibles contingencias.

Del estudio de la **estructura económica** se observa como **EasyJet y Wizzair han sabido mantenerla estable** e incluso aumentarla, reforzando además su liquidez. **Ryanair y Vueling han reducido sus activos totales**, modificando ligeramente la estructura económica **con una reducción de sus activos corrientes en relación a los no corrientes**. El **cambio más significativo se produce en Norwegian**, donde sus activos se han reducido a prácticamente la mitad y se ha alterado completamente la estructura económica, reduciéndose el activo no corriente de un 82,9% a un 23,9% a favor de activos corrientes.

2.2.2 Estructura financiera

NOTA: Como en el apartado anterior y con el fin de realizar una comparación más realista, se han incluido los importes correspondientes a los derechos de uso de aeronaves por arrendamiento operativo en el pasivo no corriente y pasivo corriente de Vueling debido las obligaciones contraídas con ese fin y que aparecen detalladas en su memoria según su fecha prevista de pago, por la no aplicación de los estándares IFRS16 en la confección de sus cuentas anuales.

Gráfico 8. Estructura financiera de las aerolíneas analizadas. En millones de euros



Fuente: Elaboración propia con los datos obtenidos de las cuentas anuales de las compañías analizadas
NOTA: Se ha modificado la estructura financiera de Vueling añadiendo los pasivos relativos a los arrendamientos operativos de aeronaves para la realización de una comparación más realista simulando el uso de los principios contables IFRS que utilizan las otras empresas

[27] *Norwegian to focus on a strong European network*. (2021). Norwegian. https://media.uk.norwegian.com/pressreleases/norwegian-to-focus-on-a-strong-european-network-3064682

[28] EasyJet. (2021b). *Half year results statement* (2021). Results center. https://corporate.easyjet.com/investors/results-centre

De la gráfica anterior, sorprende la disparidad de estructuras financieras que existen en las compañías analizadas. Las dos mayores compañías cuentan con una financiación propia mucho mayor que las demás durante todo el período analizado (Ryanair 36% - 40%; EasyJet 22% - 46%), mientras que Wizzair tiene un patrimonio neto superior al 50% entre 2016 y 2018, debe tenerse en cuenta que tras la aplicación en 2019 de la norma IFRS 16 relativa a la contabilización en el balance de las obligaciones por arrendamientos operativos, la situación real es que su patrimonio neto es inferior al 30%. Tal y como se ha observado en el análisis de la estructura económica, tanto Ryanair como EasyJet tienen una estructura financiera muy estable y equilibrada.

El análisis de la estructura financiera de Vueling mostraba un estudio adaptado a las cuentas anuales basadas en los GAAP de España. Simulando los dos últimos ejercicios mediante los GAAP IFRS, tenemos una estructura en la que en 2019 predomina el pasivo no corriente (58,6%) sobre el pasivo corriente (31,8%) y el patrimonio neto, que es bastante reducido (9,6%). Las pérdidas de 2020 provocan un patrimonio neto negativo que, mediante estos procedimientos contables, suponen un -18,8% de la estructura financiera. El pasivo no corriente, aumentado por el préstamo ICO y por la mayor contabilización de derechos de uso, supone ahora un 80,3% del total, mientras que el pasivo corriente supone un 38,5%.

Ryanair ha visto reducido en 2020 todos los elementos de su estructura financiera pero en diferente medida. Ha reducido considerablemente su pasivo corriente en prácticamente 2.000 millones de euros (proveedores y acreedores comerciales) mientras que su patrimonio neto y su pasivo no corriente se han mantenido en valores ligeramente inferiores al año 2019.

En el caso de **EasyJet**, si bien los datos de su ejercicio fiscal solo están afectados por la pandemia medio año (marzo-septiembre de 2020), la estructura financiera a 31 de marzo de 2021 según sus cuentas no auditadas (PN: 19%; PNC: 52,8%; PC: 28,2%) muestra como ha reducido sus pasivos corrientes un -17,2% e incrementando su pasivo no corriente un 20,4% con la disposición de préstamos bancarios con la intención de fortalecer sus recursos permanentes y garantizar la solvencia a corto plazo.

Wizzair sigue también una evolución estable. Además del comentado cambio en su estructura motivado por la aplicación de la norma IFRS16, después de un año de pandemia muestra un ratio elevado de recursos permanentes. Pese a reducir su patrimonio neto por la reducción de su resultado del ejercicio en 2020, ha mantenido constante su pasivo corriente, pero ha aumentado considerablemente su pasivo a largo plazo por la concesión de un préstamo de 512 millones de euros y el aumento de su pasivo por derechos de uso de aviones a largo plazo, siguiendo así sus planes de crecimiento y asegurando su solvencia a largo plazo.

El caso de **Norwegian** es el más sorprendente por los grandes cambios sufridos en su estructura financiera los dos últimos ejercicios. El patrimonio neto de Norwegian era muy pequeño en relación a los recursos ajenos durante el período 2016-2019, siendo inferior al 5% los últimos 3 años. En ese período de 4 años, duplicó su estructura financiera en base a su estrategia de expansión en el medio y corto recorrido europeo y de diversificación con la creación de Norwegian Air Argentina[29] y su apuesta por el largo recorrido *low cost*[30]. Este crecimiento fue financiado totalmente con recursos ajenos mediante deudas con entidades de crédito y arrendamientos financieros y operativos de aeronaves. Norwegian registra pérdidas importantes desde 2018 (-223,9 millones de euros en 2018; -387,2 en 2019; -2.507 en 2020) debido en gran parte a las restricciones que afectaban directamente a su flota de aeronaves (la prohibición de vuelo de los Boeing 737MAX y a las mayores restricciones de viaje a los vuelos de largo recorrido respecto a los de corto y medio). La estructura financiera de Norwegian en 2020 la conforman un patrimonio neto negativo de -617 millones de euros, un pasivo no corriente reducido en más de 5.500 millones de euros por la cancelación de los pasivos en régimen de arrendamientos de aeronaves y un pasivo corriente duplicado (+2.500 millones de euros) que corresponden a pasivos financieros mantenidos para la venta, las obligaciones relativas a las aeronaves de las que pretende deshacerse en 2021. En diciembre de 2020 Norwegian solicitó el concurso de

[29] Preferente (2018). *Norwegian comienza a volar en Argentina*. Preferente.com. https://www.preferente.com/noticias-de-turismo/norwegian-comienza-a-operar-en-argentina-281288.html
[30] Ramón Vilarasau, D. (2015). *Norwegian hace la mayor compra del Boeing 787 realizada por una aerolínea europea | Transportes*. Hosteltur. https://www.hosteltur.com/113368_norwegian-hace-mayor-compra-boeing-787-realizada-aerolinea-europea.html

acreedores en Noruega[31] y en mayo de 2021 finalizó su proceso de recapitalización y restructuración para relanzar la compañía habiendo reducido considerablemente la flota y suprimir su filial de largo recorrido[32].

2.2.3 Ratios patrimoniales y financieros

En la siguiente tabla se presentan los ratios patrimoniales y financieros de los 3 últimos ejercicios (2018-2020). El resto de ratios del período completo se encuentran en el Anexo 2.C:

Tabla 13. Ratios patrimoniales y financieros 2018-2020

		Vueling (IFRS16)			Ryanair			EasyJet			Wizzair			Norwegian		
	Ratio	2020	2019	2018	2020	2019	2018	2020	2019	2018	2020	2019	2018	2020	2019	2018
LIQUIDEZ	Liquidez (o prueba ácida)	0,62	1,00	1,14	0,98	0,80	0,93	0,67	0,68	0,77	1,23	1,14	1,96	0,14	0,55	0,39
	Tesorería	0,18	0,27	0,26	0,75	0,47	0,41	0,60	0,48	0,50	0,84	0,66	1,55	0,05	0,13	0,07
	Fondo de maniobra	0,65	1,07	1,17	0,98	0,82	0,93	0,67	0,68	0,77	1,27	1,19	1,99	0,70	0,61	0,43
	Regla de oro	0,82	1,03	1,16	0,99	0,90	0,97	0,79	0,91	0,99	1,12	1,09	1,97	-0,33	0,87	0,64
ENDEUDAMIENTO	Endeudamiento	-6,31	9,46	6,75	1,65	2,00	1,54	3,46	1,73	1,15	4,23	2,53	0,67	-8,48	19,69	31,85
	Ratio de recursos permanentes	0,61	0,68	0,55	0,71	0,63	0,69	0,55	0,67	0,71	0,72	0,70	0,67	-0,08	0,72	0,51
	Calidad de la deuda	0,48	0,54	1,09	0,85	1,27	1,04	1,39	1,06	1,23	0,52	0,74	4,64	19,97	0,42	1,04
	Garantía	0,84	1,11	1,15	1,60	1,50	1,65	1,29	1,52	1,76	1,24	1,40	2,48	0,88	1,05	1,03
	Firmeza/ consistencia	0,93	1,13	1,12	2,13	2,37	2,40	2,15	2,41	2,98	1,22	1,55	4,76	4,43	1,24	1,66
	Estabilidad	-3,99	6,91	3,63	1,91	2,09	1,81	3,11	2,02	1,53	3,39	2,25	0,57	-1,79	17,15	25,94

Fuente: Elaboración propia a partir de los balances realizados con las cuentas anuales de las propias compañías.

*NOTA: Los ratios de Vueling han sido modificados simulando la aplicación de la IFRS16 como aplican el resto de competidores. Se han incluido los importes de los arrendamientos operativos (activos como derechos de uso de aeronaves y pasivos como obligaciones futuras contraídas) para realizar una comparación más realista. Las diferencias más significativas se han presentado en un empeoramiento de la liquidez (aunque solo es preocupante en 2020), el fondo de maniobra, el endeudamiento y el ratio de estabilidad. El resto de ratios no presentan cambios significativos.

Utilizando el mismo criterio de valores óptimos (Campa Planas y Porras García, 2015) que se utilizó en el apartado de análisis de la sociedad individual, se puede comprobar que tanto Vueling como Norwegian son las compañías que presentan más ratios considerados no óptimos, mientras que Ryanair, EasyJet y Wizzair presentan en general mejores ratios.

Los ratios del fondo de maniobra, regla de oro y endeudamiento de las compañías analizadas presentan en su mayoría valores considerados no óptimos en términos generales debido a las características intrínsecas del sector. Las compañías aéreas suelen cobrar sus servicios cuando se compra el billete, normalmente antes de prestar el servicio, a la vez que difieren el pago a sus proveedores, hecho que les permite tener **ratios del fondo de maniobra inferiores a los considerados óptimos** en general sin llegar a ser preocupante. Las aerolíneas tienen una gran cantidad de inmovilizado material correspondiente a su flota de aeronaves y derechos de uso de las mismas. Por esa razón **el ratio de la regla de oro suele ser inferior a 1**. Por el mismo motivo, el ratio de endeudamiento suela ser más elevado de lo normal por que esas aeronaves están financiadas mediante arrendamientos financieros (y operativos desde 2019).

Vueling presenta un patrimonio neto negativo y un **excesivo endeudamiento**. Pese al efecto devastador de la pandemia, han realizado **esfuerzos por disponer de la máxima liquidez posible**, no habiendo empeorado en exceso esas ratios.

Tal como sucedía en el análisis financiero, **Ryanair es la compañía que presenta unos ratios patrimoniales y financieros óptimos** en términos globales a 31 de marzo de 2021 (ejercicio 2020).

[31] Europa Press. (2020). *Norwegian solicita el concurso de acreedores en Noruega*. elEconomista.es. https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/10931069/12/20/Norwegian-solicita-el-concurso-de-acreedores-en-Noruega.html

[32] Europa Press. (2021). *Norwegian cae un 51,07 % en Bolsa mientras da por finalizado su proceso de reconstrucción*. europapress.es. https://www.europapress.es/turismo/transportes/aerolineas/noticia-norwegian-cae-casi-49-bolsa-mientras-da-finalizado-proceso-reconstrucccion-20210527132140.html

EasyJet presenta unos buenos ratios de endeudamiento, aunque debería mejorar la liquidez: presenta un menor ratio del fondo de maniobra que las demás e infrautiliza su disponible, pues su ratio de tesorería es elevada. Debe tenerse en cuenta, que estas ratios están calculadas con las cuentas anuales del ejercicio que finaliza el 30 de septiembre de 2020, siendo afectadas únicamente por 6 meses de pandemia.

Wizzair tiene una buena liquidez a corto plazo, ya que sus ratios son más elevadas de lo considerado óptimo, probablemente en su búsqueda de músculo financiero disponible para enfrentarse a las contingencias derivadas de la pandemia. Lo consigue con un mayor endeudamiento que las compañías anteriores, especialmente en el último ejercicio finalizado el 31 de marzo de 2021.

Norwegian presenta prácticamente la totalidad de sus ratios por debajo de valores óptimos. No dispone de liquidez a corto plazo, y su tesorería es insuficiente. Su ratio de la regla de oro es negativa ya que la suma de las componentes de los recursos permanentes (patrimonio neto + pasivo no corriente) es inferior a 0. Toda su estructura financiera corresponde a pasivo corriente (aunque más del 57% de esa masa corresponde a pasivos financieros mantenidos para la venta, correspondiente a las aeronaves de las que se va a deshacer en 2021). Ante tales ratios negativas, a finales de 2020, tal y como se ha indicado en el apartado anterior, Norwegian presentó concurso de acreedores para iniciar una restructuración de la empresa.

2.3 Análisis de las cuentas de resultados

En el siguiente apartado tratará de estudiar la cuenta de resultados de las 5 compañías analizadas en el quinquenio 2016-2020, aunque se enfatizará en el primer ejercicio post-pandemia. Los efectos de las restricciones a la movilidad a causa del coronavirus SARS-CoV-2 han impactado fuertemente en las cuentas de resultados de las aerolíneas, especialmente debido al número de meses impactados en su ejercicio fiscal. Cabe recordar aquí que las cuentas anuales de Vueling y Norwegian se formulan a 31 de diciembre de cada ejercicio (afectación 9 meses de pandemia), Ryanair y Wizzair a 31 de marzo (afectación 12 meses) e EasyJet a 30 de septiembre (afectación 6 meses). Así pues, el ejercicio fiscal de Ryanair y Wizzair ha sido afectado en su totalidad por la pandemia, y se podrá comprobar como ha afectado sus resultados. Vueling y Norwegian, pese a tener un trimestre de su ejercicio sin impacto por la pandemia (Q1 2020), el autor considera que las posibles diferencias con la realidad pueden considerarse mínimas, siendo precisamente el trimestre afectado el menos productivo del año. En el caso de EasyJet, el análisis se complementará con el estudio además de la cuenta de resultados no auditados de mitad de ejercicio (a 31 de marzo de 2021) para comprobar el impacto real de la pandemia en un año completo.

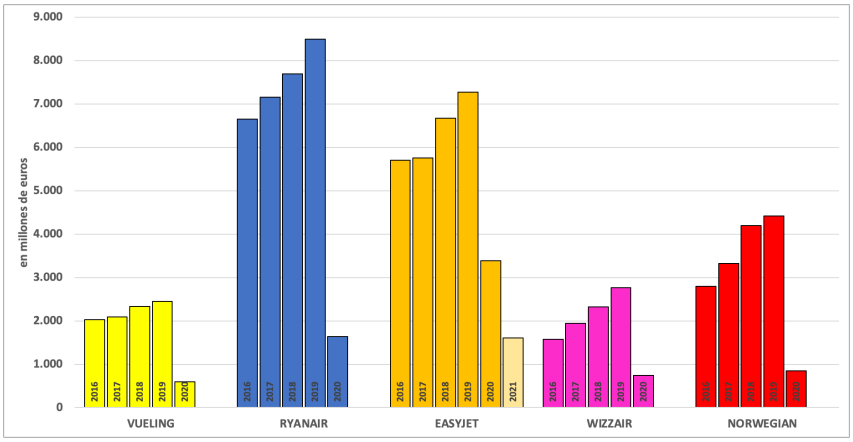
En el Anexo 2.D pueden encontrarse las tablas resumen de las cuentas de resultados de las compañías analizadas, en millones de euros.

Debe tenerse en cuenta que la aplicación de la norma IFRS16 en la cuenta de resultados tiene un mayor impacto que en el balance de situación, ya que si bien se eliminan los costes por arrendamientos operativos, también aumenta el importe de las amortizaciones al aumentarse el activo, y al no disponer de los datos para realizar esa estimación **se ha decidido no realizar ninguna simulación respecto a la norma IFRS 16 en la cuenta de resultados de Vueling**.

2.3.1 Resultados económicos y apalancamiento operativo

El **importe de la cifra neta de negocios** ha tenido una **evolución favorable en el período pre-pandemia en todas las compañías**. Se puede comprobar también como el año 2020 ha tenido efectos devastadores en los ingresos operativos, con caídas de entre el 70% y el 80% respecto al ejercicio 2019.

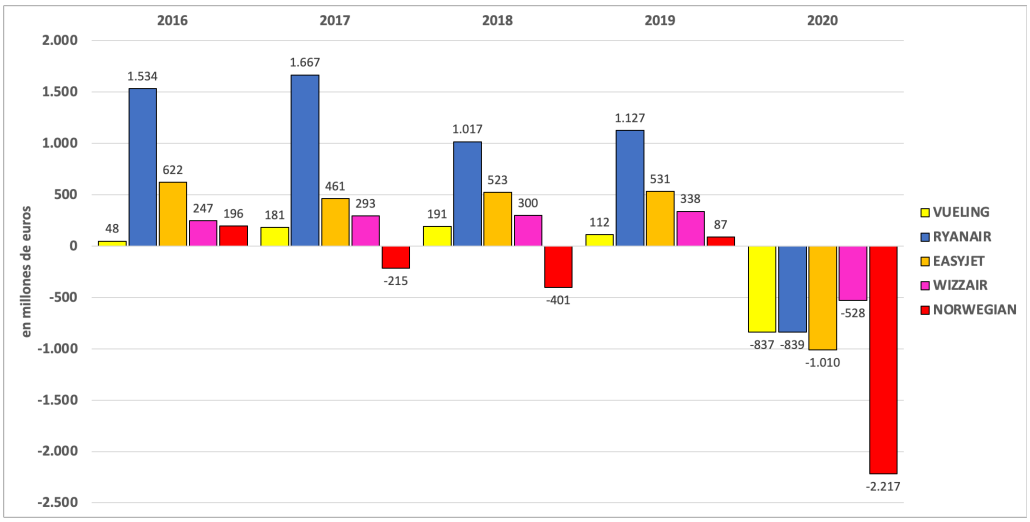
Gráfico 9. Evolución del importe neto de la cifra de negocio



Fuente: Elaboración propia a partir de los balances realizados con las cuentas de resultados de las propias compañías.

En el caso de EasyJet la caída de la cifra de negocios de su primer ejercicio una vez iniciada la pandemia es inferior (-53,5%) respecto al anterior debido a su menor exposición temporal a los efectos de la misma (solo 6 meses). Sin embargo, según las cuentas anuales consolidadas a 30 de septiembre de 2021[33], se observa una caída de ingresos del -77,9% respecto a la misma fecha de 2019, teniendo en cuenta además que esos datos incluyen la temporada de verano de 2021, iniciada ya la recuperación de la movilidad.

Gráfico 10. Resultado de explotación



Fuente: Elaboración propia a partir de los balances realizados con las cuentas de resultados de las propias compañías.

El **resultado de explotación era positivo** en todas las compañías analizadas en el período pre-pandémico, **a excepción de Norwegian**, que ya en 2017 presentó un resultado negativo.

En 2019 se observa una mejoría en los resultados de explotación de la mayoría de empresas analizadas a excepción de Vueling. Este hecho es engañoso, pues a partir de ese año, el resto de compañías empezaron a aplicar la norma IFRS16 que eliminaba los arrendamientos operativos de la cuenta de resultados, proporcionando una mejora en la misma de la que no se beneficia Vueling, y añadía el coste de las amortizaciones.

En el año 2020 todas las aerolíneas presentan un resultado de explotación negativo motivado por una reacción más lenta en el control de los costes operativos que la caída de sus ingresos (costes de personal, mantenimiento de las aeronaves, tasas aeroportuarias, seguros

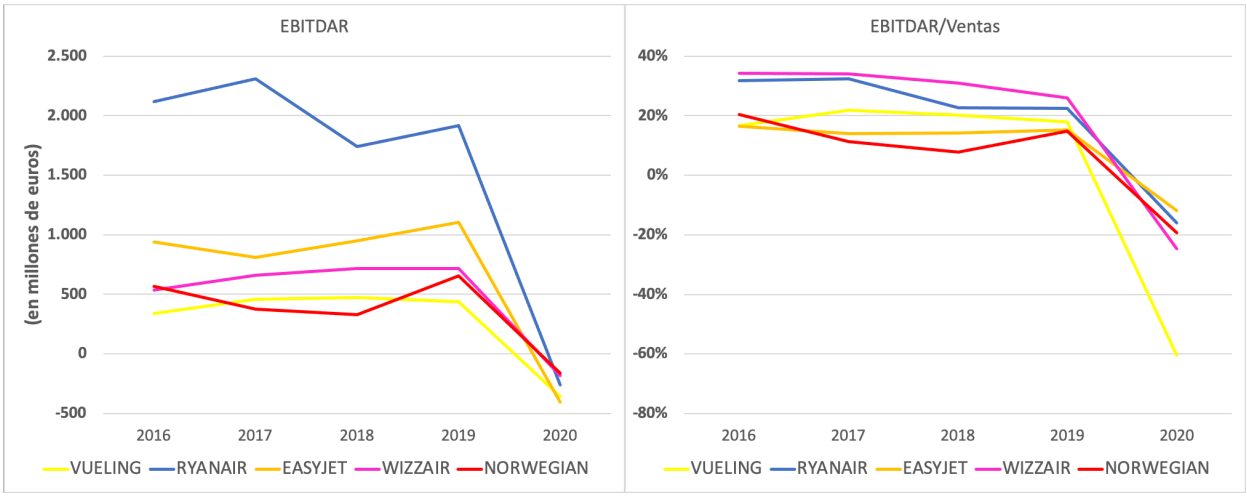
[33] EasyJet. (2021a). *EasyJet full year results statement* [2021]. Results center. https://corporate.easyjet.com/investors/results-centre

contratados…). Sin embargo, se observan diferencias significativas entre las distintas compañías: Vueling y Ryanair presentan un resultado de explotación similar en 2020 y el resultado de Wizzair también presenta una caída inferior a lo esperado. Estas diferencias vienen motivadas por la diferente flexibilidad que tienen las compañías para hacer frente a ciertos costes operativos, como por ejemplo los costes de personal: En Vueling, donde existe una fuerte presencia sindical, los costes de personal se redujeron un 30% el último año sin realizar despidos a trabajadores fijos, mientras que en Ryanair y Wizzair, ambas compañías *Ultra Low Cost* donde apenas existe representación sindical, la reducción del coste de personal fue de un 57% y un 43% respectivamente, tras realizar despidos y reducciones salariales.

EBITDAR

El EBITDAR es una medida de rendimiento muy utilizada en la comparación entre aerolíneas dada la intensidad de los arrendamientos operativos en el sector, ya que permite establecer la capacidad de la misma de generar recursos por su actividad ordinaria sin tener en cuenta el método utilizado para financiar sus aeronaves (Restrepo Alzate, 2016)[34]. La utilización de este indicador, permite la homogeneización de los resultados, así como la eliminación de variables que son específicas de cada compañía, a favor de describir exclusivamente el desempeño operativo de las mismas. La utilización del ratio EBITDAR/Ventas, permite establecer el resultado operativo de las compañías, sin tener en cuenta las depreciaciones, amortizaciones ni arrendamientos en relación a los ingresos generados. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que el impacto de la pandemia en el análisis es total en los ejercicios fiscales de Ryanair y Wizzair (31 de marzo), de 9 meses en Vueling y Norwegian (31 de diciembre), y que el ejercicio fiscal de EasyJet en 2020 sólo estuvo impactado 6 meses por la pandemia al cerrarse el 31 de septiembre de 2020.

Gráfico 11. EBITDAR (valores absolutos) y EBITDAR vs. Importe neto de la cifra de negocios



Fuente: Elaboración propia a partir de los balances realizados con las cuentas de resultados de las propias compañías.

El EBITDAR en valores absolutos de todas las compañías analizadas es positivo en todo el período previo a la pandemia, hecho que indica que todas ellas generan beneficios por su actividad explotación exclusivamente. La comparación del **EBITDAR respecto a los ingresos**, indican que **Wizzair es la compañía que mejor margen tiene** en el período 2016-2019, con márgenes superiores al 30%, y por tanto la que mejor sabe trasladar sus ingresos a su resultado operativo libre de amortizaciones y arrendamientos, seguida de Ryanair. Vueling obtiene márgenes de aproximadamente el 20% en el período 2016-2019, pero ese margen se desploma tras la pandemia hasta el -60%, siendo el peor ratio de las 5 compañías analizadas. Sin tener en cuenta a EasyJet por estar afectada solamente medio ejercicio, el desplome de ese margen viene motivada esencialmente por una mayor caída del EBITDAR (-182%) que sus competidores (-125% Wizzair y Norwegian, y -114% Ryanair) al reducir en menor medida que ellos los gastos

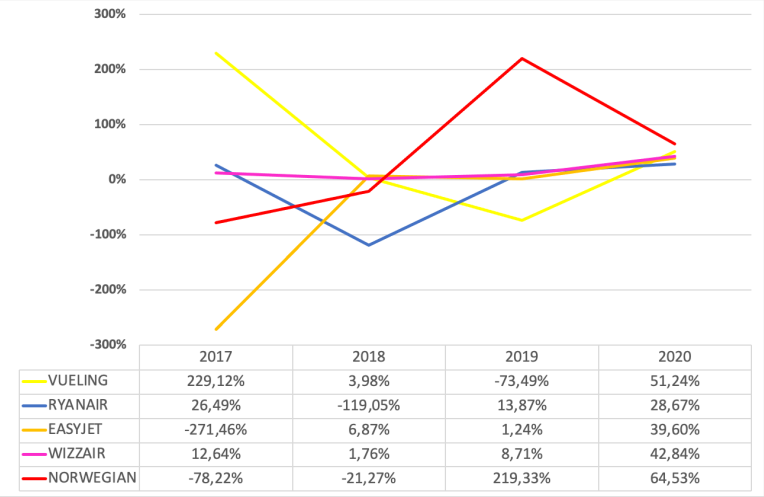
[34] Restrepo Alzate, J. C. (2016). *Relación EBITDAR y generación de valor en las aerolíneas suramericanas* [Trabajo de fin de grado, Universidad EAFIT]. http://hdl.handle.net/10784/11882

de personal (-30% de Vueling respecto al -57% de Ryanair o el -42,7% de Wizzair) y los otros gastos de explotación como el marketing, seguros y otros servicios exteriores (Vueling -38%; Ryanair -65%; Wizzair -82%) entre otras partidas.

Apalancamiento operativo

Si bien todas las empresas habían aumentado su importe neto de la cifra de negocios de 2016 a 2019 como se observaba en el gráfico 10 anterior, la diversa evolución de los costes operativos ha dado lugar a diversos resultados de explotación, en ocasiones con una evolución desfavorable respecto a años anteriores.

Gráfico 12. Apalancamiento operativo



	2017	2018	2019	2020
VUELING	229,12%	3,98%	-73,49%	51,24%
RYANAIR	26,49%	-119,05%	13,87%	28,67%
EASYJET	-271,46%	6,87%	1,24%	39,60%
WIZZAIR	12,64%	1,76%	8,71%	42,84%
NORWEGIAN	-78,22%	-21,27%	219,33%	64,53%

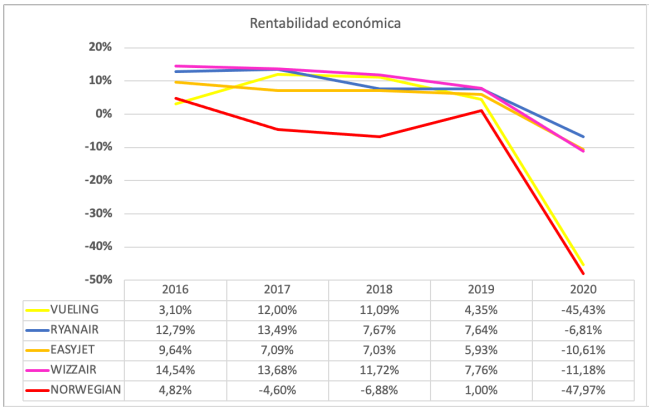
Fuente: Elaboración propia a partir de los balances realizados con las cuentas de resultados de las propias compañías.

Tanto Wizzair, Ryanair (excepto 2018) e EasyJet (excepto 2017) presentan un apalancamiento operativo positivo en el período analizado, hecho que indica su capacidad para hacer crecer sus ventas de manera estable a un ritmo superior al que lo hacen sus costes. Es destacable como en 2019 la mejora de los resultados de explotación motivada por la aplicación del principio contable IFRS16, hace que todas las compañías tengan apalancamientos operativos positivos a excepción de Vueling, que no aplica ese principio.

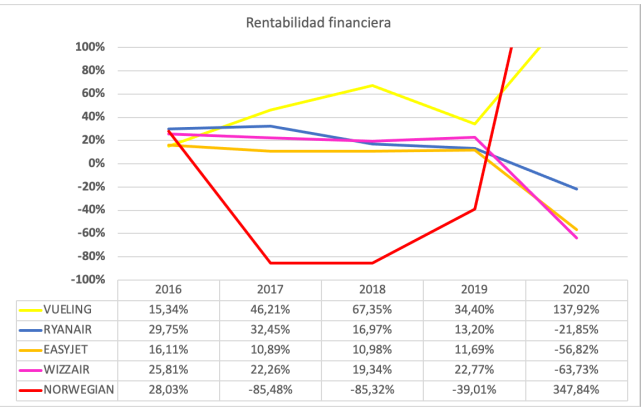
2.3.2 Rentabilidades económicas y financieras

En el Anexo 2.E se encuentran los cálculos de las rentabilidades económicas y financieras de las que aquí se presentan los resultados.

Gráfico 13. Rentabilidades económicas y financieras



	2016	2017	2018	2019	2020
VUELING	3,10%	12,00%	11,09%	4,35%	-45,43%
RYANAIR	12,79%	13,49%	7,67%	7,64%	-6,81%
EASYJET	9,64%	7,09%	7,03%	5,93%	-10,61%
WIZZAIR	14,54%	13,68%	11,72%	7,76%	-11,18%
NORWEGIAN	4,82%	-4,60%	-6,88%	1,00%	-47,97%



	2016	2017	2018	2019	2020
VUELING	15,34%	46,21%	67,35%	34,40%	137,92%
RYANAIR	29,75%	32,45%	16,97%	13,20%	-21,85%
EASYJET	16,11%	10,89%	10,98%	11,69%	-56,82%
WIZZAIR	25,81%	22,26%	19,34%	22,77%	-63,73%
NORWEGIAN	28,03%	-85,48%	-85,32%	-39,01%	347,84%

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de las propias compañías.
NOTA: Todas las empresas presentan rentabilidades financieras negativas en 2020. Los valores positivos de Vueling y de Norwegian ese año son irreales y están motivados por el signo negativo de su patrimonio neto

El análisis de la **rentabilidad económica** indica que, a excepción de Norwegian, las otras 4 empresas competidoras presentan valores positivos entre 2016 y 2019 que oscilan entre el 5% y el 15%, aunque se observa una tendencia de ligero descenso de manera generalizada, especialmente en 2019.

Wizzair, al igual que se vio en el análisis del margen EBITDAR/Ventas, **es la compañía que sabe aprovechar mejor sus recursos** para obtener una mejor rentabilidad. Ryanair tiene un mejor margen sobre ventas que Wizzair, pero ese efecto se ve compensado por una menor rotación de su activo. La rentabilidad económica de EasyJet es inferior a Wizzair, Ryanair y Vueling, pero muy estable con valores entre el 6% y el 9%. Vueling, tras sus problemas operacionales de 2016, presenta unos valores de rentabilidad económica competitivos, estando entre las 3 mejores empresas.

Tal y como se esperaba, **en 2020 todas las compañías presentan rentabilidades económicas negativas**.

La rentabilidad financiera es claramente liderada por Vueling en el período pre-pandemia, alcanzando hasta el 67,3% en 2018, debido a su alto grado de endeudamiento, y por tanto, un mucho mayor apalancamiento financiero que las demás. Ryanair, EasyJet y Wizzair presentan unas rentabilidades financieras no tan elevadas, pero más estables, mientras que en Norwegian, la combinación de rentabilidades económicas negativas y un alto endeudamiento proporcionan rentabilidades financieras muy negativas.

Como se ha indicado al pie del gráfico anterior**, todas las compañías presentan rentabilidades financieras negativas en 2020**, ya que los valores positivos de Vueling y de Norwegian ese año no se ajustan a la realidad y están motivados por el signo negativo de su patrimonio neto.

2.4 Otros indicadores de rendimiento del sector

El sector aéreo tiene muchos indicadores específicos para evaluar su rendimiento y la evolución del negocio. En la siguiente tabla se informa de algunos de esos indicadores, tanto económicos como no económicos, de los últimos 3 años. El resto de indicadores del período completo se pueden encontrar en el Anexo 2.F.

Tabla 14. Otros indicadores de rendimiento del sector. 2020-2018

		VUELING			RYANAIR			EASYJET			WIZZAIR			NORWEGIAN		
INDICADORES NO ECONÓMICOS	**unidades**	**2020**	**2019**	**2018**	**2020**	**2019**	**2018**	**2020**	**2019**	**2018**	**2020**	**2019**	**2018**	**2020**	**2019**	**2018**
Pasajeros transportados	(en millones)	9,6	34,6	32,7	28,0	149,0	142,0	48,1	96,1	88,5	10,2	40,0	34,6	6,9	36,2	37,3
Número de vuelos operados		74.412	218.028	210.019	204.828	823.897	789.771	311.477	605.899	559.857	80.820	214.207	190.017	n.d.	n.d.	n.d.
ASK (Available Seat Kilometers)	(en millones)	12.940	38.432	37.431	49.271	192.165	184.325	62.380	116.056	104.800	25.552	69.973	60.284	18.168	100.031	99.220
RPK (Revenue Passenger Kilometers)	(en millones)	9.179	33.410	31.973	34.982	182.556	176.952	58.914	107.741	98.522	16.692	65.680	55.994	13.680	86.616	85.124
Load factor	(%)	69,8%	86,9%	85,4%	71,0%	95,0%	96,0%	87,2%	91,5%	92,9%	64,0%	93,6%	92,8%	75,2%	86,6%	85,8%
Número aproximado de aviones		127	122	113	466	475	440	342	331	315	137	121	112	131	156	164
Número medio de trabajadores		3.995	4.439	3.551	15.016	17.268	16.840	14.566	14.751	13.104	3.960	4.440	4.261	6.365	9.389	10.215
Puntualidad (cota 15')	(%)	n.d.	75,2%	68,4%	96,0%	92,0%	85,0%	84,0%	75,0%	75,0%	n.d.	n.d.	71,8%	n.d.	n.d.	n.d.
Eficiencia en el consumo de combustible	(gCO_2/RPK)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	66,0	n.d.	70,8	70,4	71,6	77,3	57,2	58,8	82,0	70,0	72,0
INDICADORES ECONÓMICOS	**unidades**	**2020**	**2019**	**2018**	**2020**	**2019**	**2018**	**2020**	**2019**	**2018**	**2020**	**2019**	**2018**	**2020**	**2019**	**2018**
Ingresos de pasaje	(en millones de euros)	594,3	2.445,7	2.337,5	1.635,8	8.494,8	7.697,4	3.382,0	7.274,1	6.666,6	739,0	2.761,3	2.319,1	745,2	4.250,1	4.045,5
Ingreso promedio por pasajero	(en euros)	61,72	70,75	71,43	58,42	57,01	54,21	70,31	75,69	75,33	72,55	68,98	67,09	108,47	117,41	108,46
EBITDAR	(en millones de euros)	(359,9)	440,3	473,9	(261,7)	1.914,3	1.741,2	(402,4)	1.105,1	948,3	(182,8)	719,7	718,5	(163,3)	656,5	329,8
Yield (ingresos de pasaje/RPK)	(en céntimos de euro)	6,48	7,32	7,31	4,68	4,65	4,35	5,74	6,75	6,77	4,43	4,20	4,14	5,45	4,91	4,75
RASK (ingresos por ASK)	(en céntimos de euro)	4,59	6,39	6,41	3,32	4,42	4,18	5,42	6,27	6,36	2,89	3,95	3,85	4,10	4,25	4,08
CASK (Coste unitario por ASK)	(en céntimos de euro)	n.d.	5,76	5,87	n.d.	n.d.	n.d.	8,25	7,82	5,80	5,22	3,53	3,35	8,77	4,47	4,48
CASK exfuel (Coste unitario por ASK ex-fuel)	(en céntimos de euro)	10,00	4,34	4,57	n.d.	n.d.	n.d.	7,00	6,51	4,42	3,86	2,27	2,24	7,74	3,25	3,23

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las compañías, presentaciones de resultados y sus propias páginas web.

Indicadores de rendimiento no económicos

De la tabla anterior, podemos observar como el número de **pasajeros transportados** por cada compañía muestra una caída brusca de la demanda en el año 2020 (hasta -81% en el caso de Ryanair). Las restricciones a la movilidad han **reducido el número de vuelos y asientos ofertados** (ASK) por las compañías, mientras que el **factor de ocupación se ha visto afectado muy negativamente** (-20% aproximadamente) en todas ellas, sin tener en cuenta a EasyJet, que su factor de ocupación no muestra una caída tan brusca ya que su ejercicio fiscal estuvo

afectado por la pandemia un menor número de meses que el resto de sus competidores. Si bien el número de aviones no se ha visto reducido (a excepción de Norwegian que si tuvo que deshacerse de gran parte de su flota y ha necesitado de una restructuración total de la empresa y modelo de negocio), la mayoría de esos aviones han permanecido estacionados y preservados para larga estancia, reduciendo así sus costes de mantenimiento diario.

Respecto **la puntualidad**, si bien no se dispone de información anual de todas ellas, el ejercicio 2020 **ha mejorado sensiblemente respecto a años anteriores**, motivado por un menor número de operaciones a nivel global (menos congestión de tráfico aéreo) y menor factor de ocupación (menos incidentes con pasajeros y equipajes).

Desde 2018, se estableció un nuevo indicador en el sector relativo a la eficiencia en el consumo de combustible y la **sostenibilidad de las operaciones**, gramos de CO_2 emitidos por RPK (pasajeros por kilometro transportados), de las que todas las empresas pretender reducir para minimizar su huella de carbono. Ese indicador depende principalmente del factor de ocupación de las aeronaves (por dependiente del número de pasajeros transportados) y la eficiencia de las operaciones aéreas en cuanto el consumo de combustible (motores más modernos consumen menos combustible, procedimientos de las tripulaciones, etc.). **Este indicador empeoró notablemente en todas ellas el último ejercicio debido a la caída en el factor de ocupación** de las mismas.

Indicadores de rendimiento económicos

Norwegian tiene un ingreso promedio por pasajero mucho más elevado que el resto de competidores, debido a que su modelo de negocio incluye el largo recorrido, y por tanto viajes más extensos a un precio mayor, mientras que el resto de competidores realizan vuelos de corto y medio recorrido, habitualmente más baratos. **Ryanair es la compañía que tiene unos menores ingresos por pasajero pero mayor factor de ocupación**, fruto de un modelo muy agresivo de ventas.

El ***yield***, tomado como una medida de tarifa pagado por los pasajeros por kilómetro volado y calculado como ingresos de pasaje entre RPK (*Revenue Passenger Kilometers*), es menor en Wizzair y también en Ryanair, que el resto de competidores. También el RASK, los ingresos divididos por la oferta de asientos, es inferior en esas dos compañías que en el resto, y también se ha visto reducido en el ejercicio 2020 por la caída de la demanda.

Referente a los **costes unitarios** se pueden analizar las diferencias entre una operación ULCC (*Ultra Low Cost Carrier*) y una LCC (*Low Cost Carrier*): **Wizzair** (y probablemente Ryanair, aunque no se dispone de esos datos) **tiene un coste por asiento-kilómetro ofertado, sin contar el combustible, mucho menor que otros competidores como Vueling o EasyJet**, que tienen unas mayores restricciones en otras materias, como los costes laborales, o incluso la pertenencia a un grupo (IAG en el caso de Vueling), que tiene impuesta la contratación de ciertos proveedores del propio grupo cuyo coste es más elevado que si lo realizara con proveedores ajenos, como el mantenimiento de los aviones y la asistencia en tierra a pasajeros, que son realizados por Iberia en su mayoría. Así mismo, se observa en todas las aerolíneas un **aumento del CASK en el año 2020**, debido principalmente a la bajada de la demanda y a la baja posibilidad de dilución de los costes fijos y estructurales, especialmente elevado en el caso de Vueling y Norwegian.

2.5 Matriz DAFO de Vueling

En la siguiente tabla se sintetiza una recopilación de las debilidades y fortalezas de Vueling (análisis interno), así como de las amenazas y oportunidades que se le presentan en relación al sector y a sus competidores (análisis externo).

Tabla 15. Análisis DAFO de Vueling Airlines

Debilidades	**Amenazas**
- Patrimonio Neto negativo - Fondo de maniobra negativo - Excesivo endeudamiento. Ratios no óptimos - Falta de presencia en mercados más allá de España, Francia e Italia - Imposición de contratación con proveedores pertenecientes al grupo IAG - Excesiva rigidez en la reducción de costes	- Sector altamente competitivo, con competidores mucho mayores - Pandemia. Aparición de nuevos brotes y variantes que den lugar a nuevas restricciones de movilidad - Crisis económica posterior a la pandemia - Saturación de aeropuertos y espacio aéreo - Ayudas estatales a otras compañías - Fluctuaciones negativas del precio del combustible - Regulación medioambiental a favor del tren
Fortalezas	**Oportunidades**
- Fuerte presencia en Barcelona y París Orly - Pertenencia a un gran grupo de aerolíneas - Rentabilidad económica positiva y gran rentabilidad financiera en condiciones normales - Buena gestión de la liquidez - PMMF negativo - Mejora de la calidad de la deuda - Renovación de la flota con aeronaves nuevas y más eficientes - Fuerte programa de innovación: Vueling INN|UP	- Desaparición de compañías que no han sobrevivido a la pandemia - Operación de larga distancia desde BCN - Operaciones ACMI (servicios temporales de alquiler de aviones con tripulación) en temporada baja en Europa - Mercados potencialmente claves a explotar (Alemania, Canarias, Baleares, Escandinavia…) - Modelo híbrido: Diferenciación de las ULCC (*Ultra Low Cost Carriers*) - Transporte de carga aérea en los vuelos de pasajeros

Fuente: Elaboración propia

3 OBJETIVOS DE DESARROLLO SOSTENIBLE

Vueling está comprometida en mantener un equilibrio entre el crecimiento económico, el bienestar social y el medio ambiente. Para ello, y en línea con IAG, presenta una especial sensibilidad en estas materias, aplicando medidas concretas de actuación sobre una serie de Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS).

ODS 13: Acción por el clima

Uno de los elementos más criticados de la aviación comercial es su alta contribución a la carbonización del planeta debido a la utilización de combustibles de origen fósil, que representaron un 2,5% de las emisiones mundiales de CO_2 a la atmósfera y un 3,5% del calentamiento global en 2018[35].

Vueling, en su compromiso de alcanzar las emisiones netas cero en el año 2050 en el marco del programa ***Flightpath net zero*** de IAG, ha desarrollado acciones que le han permitido reducir cerca de 5.000 toneladas de CO_2 al año, especialmente con la reducción del peso de la flota gracias a la digitalización de sus cabinas de vuelo, carritos de servicio más pequeños y ligeros y una renovación completa de los asientos por un modelo más ligero. Además, ha eliminado el 100% de los plásticos en los productos de catering de sus aeronaves. También ha firmado acuerdos de cooperación con compañías productoras de SAF -*Sustainable Aviation Fuel*- para desarrollar líneas de investigación que ayuden a la descarbonización del sector. El uso de estos combustibles elaborados a partir de fuentes renovables y residuos, permite una reducción del 65% de las emisiones de CO_2 respecto a los combustibles fósiles. Vueling ya realizó el primer vuelo con este tipo de combustible el pasado 9 de noviembre de 2021, y se mantiene firme en el compromiso de utilizar un total del 10% de estos combustibles para 2030. El mayor impacto directo en la reducción de las emisiones de CO_2 es la incorporación de aeronaves más eficientes. Vueling cuenta con 25 Airbus A320neo, que reducen un 18% el consumo de combustible y un 50% la contaminación acústica respecto al modelo A320ceo. Aplican procedimientos operativos de menor consumo energético y las tripulaciones están fuertemente concienciadas en minimizar el impacto medioambiental de sus operaciones mediante la aplicación de procedimientos de vuelo más eficientes.

ODS 8: Trabajo decente y crecimiento económico

Vueling se ha caracterizado por mantener un diálogo constante con los representantes de los trabajadores para garantizar unas condiciones laborales dignas a la vez que se aseguraba la viabilidad económica de la empresa. La pandemia de la COVID-19 ha modificado sustancialmente la necesidades de personal de la empresa y Vueling, a diferencia de algunos competidores, ha optado por alcanzar acuerdos con los agentes sociales y mantener la mayoría de los puestos de trabajo con reducciones parciales desde marzo de 2020 acogiéndose a expedientes de regulación temporal de empleo.

ODS 5: Igualdad de género

Vueling cuenta desde 2014 con un plan de igualdad en el que se adoptan medidas contra la discriminación por razón de sexo. Los diferentes colectivos que conforman la plantilla de Vueling se rigen bajo unos convenios laborales en los que no existe diferenciación por razón de sexo.

En materia de acceso al empleo, Vueling se caracteriza por una contratación basada en la objetividad y transparencia, disponiendo todos los aspirantes de las mismas oportunidades, cualquiera que sea su sexo. Aun así, la realidad social de las aerolíneas está caracterizada por la mayor presencia de un sexo u otro dependiendo de la profesión de que se trate. El personal de oficinas muestra una paridad en el número de hombres y mujeres en 2020, pero la realidad es muy diferente entre las tripulaciones de vuelo, ya que en el colectivo de pilotos solo el 5% son mujeres (3,6% en 2014) mientras que en el de auxiliares de vuelo las mujeres representan el 78% (80% en 2014), valores que evidencian un cambio de tendencia pero todavía a un ritmo muy lento. El Consejo de Administración de la compañía está compuesto en un 40% por mujeres respeto al 60% de hombres.

[35] Ritchie, H. y Roser, M. (2021). *What share of global CO2 emissions come from aviation?* Our World in Data. https://ourworldindata.org/transport#aviation

4 SÍNTESIS DE LA SITUACIÓN ACTUAL Y EVOLUCIÓN DE VUELING

En los siguientes sub-apartados se presenta un resumen de la situación económico-financiera de Vueling en la actualidad, la evolución que ha tenido a lo largo del período analizado, los hechos relevantes que la han llevado a esa situación y el posicionamiento de la empresa en el sector del transporte aéreo de pasajeros, y en particular del sector de las compañías de bajo coste.

4.1 Situación actual de Vueling

Vueling es la principal aerolínea española en cuanto a número de pasajeros transportados en España y líder indiscutible en el mercado doméstico con una cuota de mercado del 32% en 2019 y del 29,6% en 2020, según datos del Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana en su *Análisis de la evolución del tráfico aéreo comercial en España*[36] y *Coyuntura de las compañías en el mercado aéreo en España*[37].

Durante el período anterior a la pandemia, Vueling ha mantenido un crecimiento constante, tanto en el número de pasajeros transportados, como de aeronaves en servicio y bases operativas en España y en Europa, siguiendo una estrategia clara de expansión en el mercado internacional para convertirse en un actor global a nivel europeo, al estilo de las grandes dominadoras del sector, Ryanair e EasyJet. Esta estrategia le ha reportado importantes dividendos a IAG, su compañía matriz, alcanzando un récord de 140 millones de euros en 2018. Durante este período, presentaba unas rentabilidades positivas, tanto económicas como especialmente financieras, así como un EBITDAR positivo y un ratio EBITDAR sobre la cifra de negocios de alrededor del 20%, ejemplo del buen rendimiento operativo de sus actividades.

La pandemia de COVID-19 ha trastocado todos los planes de expansión y crecimiento previstos de Vueling, arrojando unas pérdidas muy elevadas, un patrimonio negativo de -570 millones de euros, una reducción de sus activos de casi un 30% respecto al año anterior, y unas ratios de endeudamiento muy preocupantes. La situación tan negativa ha obligado a la empresa a tomar difíciles decisiones para reducir los costes, como el cierre de aquellas bases que no son rentables ante la nueva realidad, la aplicación de expedientes de regulación temporal de empleo, la no renovación de personal temporal o la renegociación de contratos con proveedores entre otras. La aplicación de estas medidas, sin embargo, le ha permitido mantener unos ratios de liquidez muy aceptables, demostrando los esfuerzos de la empresa por reforzar esa faceta.

En relación a los diferentes indicadores de rendimiento del sector, se observa como a pesar de la reducción de la oferta, ASK, el factor de ocupación de los vuelos se ha visto gravemente impactado, y han significado un aumento de los costes unitarios por asiento-kilómetro ofertado, CASK por sus siglas en inglés. Para la estimulación de la demanda, Vueling ha tenido que reducir sus tarifas, hecho que se observa en un menor ingreso por pasajero, y por tanto, *yield*.

La recuperación, sin embargo, está siendo más lenta de lo esperado pese a las altas tasas de vacunación los mercados objetivos de Vueling y especialmente de España a diciembre de 2020. Según los resultados provisionales del tercer trimestre presentados por IAG[38], Vueling alcanzó este trimestre el punto de equilibrio, sin obtener todavía resultados positivos después de un año y medio de pandemia.

---

[36] Subdirección General de Transporte Aéreo. (2020). *Análisis de la evolución del tráfico aéreo comercial en España (2019)*. Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana. Gobierno de España. https://www.mitma.gob.es/recursos_mfom/listado/recursos/analisis_de_la_evolucion_del_trafico_aereo_comercial_en_espana_-_enero-diciembre_2019.pdf

[37] Subdirección General de Transporte Aéreo. (2021). *Coyuntura de las compañías en el mercado aéreo en España (2020)*. Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana. Gobierno de España. https://www.mitma.gob.es/recursos_mfom/coyuntura_de_las_companias_en_el_mercado_aereo_en_espana_-_enero-diciembre_2020.pdf

[38] IAG. (2021c). *IAG results, quarter three 2021* [Presentación]. www.iag.com. https://www.iairgroup.com/~/media/Files/I/IAG/documents/q3-results-presentation-2021-en.pdf

4.2 Posicionamiento de Vueling en el sector

El sector de la aviación comercial se encontraba en pleno auge en el período inmediatamente anterior a la pandemia, con un aumento del número de pasajeros transportados año tras año. El sector de las aerolíneas de bajo coste supuso un 31% del mercado europeo en el año 2019 frente al 20% del año 2009 (OAG y CAPA Centre for Aviation, 2020). Ante el crecimiento del bajo coste, las compañías tradicionales han tenido que replantear sus estrategias, adaptar sus productos a un mercado mucho más competitivo ofreciendo tarifas más económicas y realizando un exhaustivo control de sus costes. Muchas han apostado además por crear o adquirir filiales de bajo coste para competir directamente en ese mercado como IAG con Vueling, AirFrance-KLM con Transavia o el grupo Lufthansa con Eurowings.

La pandemia del coronavirus SARS-CoV-2 aparecida en marzo de 2020 ha afectado muy negativamente a todas las compañías aéreas, que han sufrido la mayor crisis de la historia del sector. Ese impacto ha sido mayor y más duradero en las empresas que ofrecían vuelos de larga distancia por tener restricciones más estrictas. Este punto ha hecho que las compañías de bajo coste, principalmente con operaciones punto a punto en Europa, han sido las que han liderado la recuperación del sector[39].

En el ámbito exclusivo de las compañías de bajo coste, el análisis ha permitido ver las grandes diferencias de tamaño existentes entre las empresas analizadas, siendo Ryanair la empresa con un mayor activo seguida de EasyJet. Esas dos compañías presentan una oferta más homogénea de vuelos por toda Europa, mientras que el grueso de las operaciones de Wizzair se concentran en Europa del Este, Vueling en el sur del continente y Norwegian en el norte. Todas ellas han visto reducidos sus activos en 2020, a excepción de Wizzair que ha conseguido mantener su política de crecimiento, y todas sin excepción han reducido su patrimonio neto, en el caso de Vueling y Norwegian hasta tomar valores negativos muy elevados.

Respecto a los ratios de liquidez y endeudamiento, Vueling siempre ha puesto el foco en la liquidez descuidando el endeudamiento, financiándose con recursos ajenos y repartiendo prácticamente la totalidad de sus beneficios a su matriz, mientras que Ryanair, EasyJet y Wizzair presentan unos ratios más estables a nivel general, reteniendo los beneficios de años anteriores, y teniendo un porcentaje de endeudamiento menor.

Los resultados del ejercicio afectado por la pandemia han sido desastrosos para todas las compañías analizadas, debido a la caída brusca de la demanda y consiguiente pérdida de ingresos, pero Ryanair y Wizzair, compañías que definen un modelo *Ultra Low Cost*, han sabido contener los costes en mayor medida que Vueling, EasyJet y Norwegian, con una organización más rígida y con más restricciones de flexibilidad organizacional.

En cuanto a la rentabilidad económica todas ellas presentan unos valores positivos que oscilan en un rango del 5 al 15% en el período anterior a la pandemia, a excepción de Norwegian que arrastraba problemas operacionales por el veto de las agencias de seguridad aérea mundial a su modelo de aeronave Boeing 737-MAX. Vueling lideraba la rentabilidad financiera hasta 2019, gracias a su alto apalancamiento financiero y bajo patrimonio neto.

De los otros indicadores económicos específicos del sector cabe destacar el bajo coste unitario por asiento kilómetro ofertado (CASK) que presenta Wizzair –Ryanair no publica ese dato de manera oficial pero presenta valores similares a la compañía húngara (CAPA - Centre for Aviation, 2016)[40]– en comparación con EasyJet y Vueling. De manera inversa, los ingresos por pasajero son liderados por EasyJet, Vueling y Norwegian, aunque esta última contaba con vuelos de largo recorrido con tarifas más elevadas.

De los indicadores no económicos sorprende la capacidad de Ryanair para mantener una altísima cota de puntualidad y una alta ocupación de sus aeronaves, indicadores en los que es claramente líder, y en los que Vueling presenta unos valores más discretos.

[39] Combe, E. y Bréchemier, D. (2020). *After covid-19 air transportation in Europe: time for decision-making.* Fondation pour l'innovation politique. https://www.fondapol.org/en/study/after-covid-19-air-transportation-in-europe-time-for-decision-making-2/

[40] CAPA - Centre for Aviation. (2016). *Wizz Air: city pair overlap with Ryanair on one third of seats. Opportunities for both; CASK crucial*. https://centreforaviation.com/analysis/reports/wizz-air-city-pair-overlap-with-ryanair-on-one-third-of-seats-opportunities-for-both-cask-crucial-285183

5 CONCLUSIONES, PERSPECTIVAS FUTURAS Y RECOMENDACIONES

5.1 Conclusiones

El presente trabajo pretende, tras analizar individualmente la situación económico-financiera de la empresa y el sector en el que opera, dar respuesta a la pregunta clave que motivaba este estudio: ***¿es preocupante la situación financiera de Vueling Airlines S.A. tras la pandemia de COVID-19 y su impacto en la demanda?*** Además, se tratará de contestar a la segunda pregunta planteada: ***¿Aguantaría la empresa en el mercado sin el respaldo del grupo IAG?***

En los últimos años, Vueling ha reforzado su posición como una de las 5 compañías de bajo coste líderes en Europa, con un plan de crecimiento muy ambicioso a nivel europeo y obteniendo beneficios en todo el período previo a la pandemia, por lo que se puede afirmar que, en condiciones normales de demanda, la compañía es provechosa.

Las restricciones a la movilidad decretadas a partir de marzo de 2020 han sido globales, pero los mercados en los que opera mayoritariamente Vueling (España, Francia e Italia) han sido los que han sufrido una mayor afectación al inicio de la misma por sus altas tasas de contagio e infección, impactando en mayor medida sus operaciones, dejando la práctica totalidad de su flota sin volar y sin apenas tiempo de reacción. La traducción a sus cuentas anuales ha sido una reducción de sus ingresos de un -75,7% respecto al 2019, que no se ha visto compensada por una igual reducción de sus costes, ya que Vueling presenta una mayor rigidez organizativa y menor flexibilidad que sus competidores. En ese ámbito, todos las empresas analizadas presentan unas pérdidas en el ejercicio muy elevadas, pero la mayor flexibilidad en la reducción de costes de varios competidores le has permitido amortiguar el impacto en su cuenta de resultados en mayor medida que a Vueling.

Uno de los puntos clave detectados es que, en contraposición al resto de las compañías analizadas que han retenido los beneficios obtenidos hasta 2019, Vueling ha repartido dividendos a su matriz IAG durante todo el período anterior a la pandemia y su patrimonio neto siempre ha representado un porcentaje menor sobre la totalidad de sus activos que en el caso del resto de compañías analizadas. La salida de la empresa de esos beneficios es una causa directa de que a cierre del ejercicio 2020, Vueling contara con un patrimonio neto negativo de 570 millones de euros, tras presentar unas pérdidas en el resultado del ejercicio de 785 millones, dejando patente la existencia de una incertidumbre real sobre la capacidad de Vueling para continuar como empresa en funcionamiento ante este escenario concreto. Sin embargo, la suspensión de la causa de disolución por pérdidas del ejercicio 2020 aprobada por el Gobierno de España en la *ley 3/2020 de 18 de septiembre, de medidas procesales y organizativas para hacer frente a la COVID-19*, permite a la empresa tomar algo de oxígeno.

Las medidas financieras tomadas por la empresa se han enfocado en mantener la liquidez y preservar la caja, mientras que a nivel social los acuerdos alcanzados con los agentes sociales y el acogimiento a los expedientes temporales de regulación de empleo han permitido salvaguardar la mayoría de puestos de trabajo, asegurando una valiosa paz social en un momento muy delicado.

Dando respuesta a la pregunta clave, podemos afirmar que la situación económico-financiera actual de Vueling es preocupante y, puesto que su mejor resultado fue de 150 millones de euros en 2018, tardará años en recuperar las pérdidas de 2020. Además, los resultados parciales de 2021 no reflejan una recuperación firme de su operación (en el tercer trimestre de 2021 Vueling ha alcanzado el punto de equilibrio) y la aparición de nuevas variantes del virus muy contagiosas probablemente comporten nuevas restricciones a la movilidad. Estos elementos hacen entrever un futuro complicado para Vueling a corto plazo, pero tal como se ha comentado al inicio de estas conclusiones, la compañía es capaz de obtener beneficios en condiciones normales.

Para responder a la segunda pregunta deben tenerse en cuenta las ventajas y desventajas que implican su pertenencia a ese holding. El respaldo del grupo IAG le aporta ciertos beneficios como el poder de negociación en la compra de aeronaves, el poder de negociación y contratación con proveedores externos y las sinergias compartidas en la venta de billetes y conexiones con empresas del grupo, entre otras. Pero a la vez le supone ciertas limitaciones: se ve obligada a subcontratar a empresas del grupo para la realización de diversos servicios como el

mantenimiento de las aeronaves o la atención en tierra de pasajeros, que Iberia realiza a un precio más elevado que otros proveedores ajenos al grupo, limita la independencia de sus decisiones ante el bien general del grupo y pueden relegar a Vueling de determinadas oportunidades de negocio en favor de otras sociedades del mismo grupo, como ocurrió con la operación de bajo coste de la compañía Level desde Barcelona, que es operada por Iberia.

La situación actual de Vueling podría ser muy diferente a la actual si no hubiera formado parte de IAG en los años precedentes, por lo que **no es posible asegurar de manera rotunda si Vueling aguantaría o no en el mercado sin ese apoyo. Sin embargo, la pertenencia a IAG en este momento le aporta una seguridad financiera que no tendría de no formar parte del grupo**, ya que podría recibir una inyección de capital rápida que la alejase de sus problemas de solvencia.

5.2 Resultado provisionales, perspectivas futuras y recomendaciones

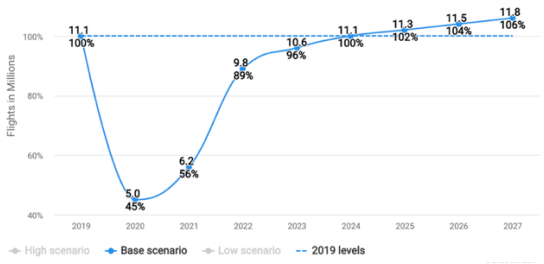
5.2.1 Resultados provisionales 2021 y perspectivas de futuro

El 5 de noviembre de 2021 IAG presentó los resultados provisionales del tercer trimestre de 2021[41]. En los 3 primeros meses de 2021, la compañía ya transportó más pasajeros que en todo 2020, con un porcentaje de ocupación del 75,4%. En términos de oferta, hasta el tercer trimestre de 2021 se han ofrecido 13.540 millones de asientos por kilometro, lejos de los casi 30.000 millones de 2019, pero más que los 10.624 millones de los 3 primeros meses de 2020. El porcentaje de ocupación en el Q3 de 2021 es ya del 80%, frente al 59,6% de 2020, y casi el 91% de 2019. Según IAG en su presentación de resultados Q3 2021, Vueling ha alcanzado a la finalización del tercer trimestre de 2021, el punto de equilibrio de sus operaciones (IAG, 2021), alcanzando unos ingresos totales de 466 millones de euros.

Durante el año 2021 Vueling ha capitalizado la fuerza del mercado doméstico a la vez que explota nuevas oportunidades en Europa, como la expansión de su base en París Orly con la asignación por parte la Unión Europea de 18 nuevos slots diarios y el lanzamiento de 32 nuevas rutas desde el aeropuerto parisino. A su vez, se mantiene la contención de costes con elementos como la extensión de los ERTEs por parte del gobierno de España, o la transición a un nuevo modelo de mantenimiento en la base principal de Barcelona, con una *Joint Venture* entre Vueling y la empresa de mantenimiento de aeronaves Nayak. En cuanto a la captación de ingresos, se está estimulando la demanda con promociones comerciales, un marketing muy agresivo, y nuevas iniciativas para aumentar los ingresos auxiliares (*ancillary revenue*). En octubre de 2021, Vueling fue galardonada con el premio Skytrax a la mejor aerolínea *low cost* de Europa.

Como se ha indicado en el apartado anterior, las previsiones de tráfico de Eurocontrol muestran una recuperación del tráfico aéreo en Europeo a niveles de 2019 para el año 2024, aunque se esperan niveles de casi el 90% en 2022 y el 96% en 2023, donde la recuperación, según el organismo de control europeo, será más rápida para las aerolíneas *low cost* al no realizar vuelos extra-europeos. La suma de los esfuerzos realizados por Vueling, así como las previsiones de tráfico en Europa, debería devolver a Vueling a la senda de los beneficios el próximo año 2022.

Gráfico 14. Previsión tráfico aéreo 2021-2027 en Europa por Eurocontrol. Año base 2019.



Fuente: Eurocontrol (2021). [captura de pantalla] https://www.eurocontrol.int/publication/eurocontrol-forecast-update-2021-2027

[41] IAG. (2021c). *IAG results, quarter three 2021* [Presentación]. www.iag.com. https://www.iairgroup.com/~/media/Files/I/IAG/documents/q3-results-presentation-2021-en.pdf

5.2.2 Análisis CAME y recomendaciones

La siguiente tabla presenta un análisis CAME a partir de los elementos expuestos en el análisis DAFO del apartado 2.5, para corregir las debilidades internas, afrontar las amenazas externas, reforzar sus fortalezas y explotar las oportunidades que se le pueden presentar en el mercado.

Tabla 16. Análisis CAME de Vueling

		ANÁLISIS INTERNO (DAFO)	
		FORTALEZAS (F)	**DEBILIDADES (D)**
		F1: Fuerte presencia en Barcelona y París Orly F2: Pertenencia a un gran grupo de aerolíneas F3: Rentabilidad económica positiva y gran rentabilidad financiera F4: Buena gestión de la liquidez F5: PMMF negativo F6: Mejora de la calidad de la deuda F7: Flota moderna con aeronaves nuevas y más eficientes F8: Fuerte programa de innovación: Vueling INN|UP	D1: Patrimonio Neto negativo D2: Fondo de maniobra negativo D3: Excesivo endeudamiento. Ratios no óptimos D4: Falta de presencia en mercados más allá de España, Francia e Italia D5: Imposición de contratación con proveedores pertenecientes al grupo IAG D6: Excesiva rigidez en la reducción de costes
ANÁLISIS EXTERNO (DAFO)	**OPORTUNIDADES (O)**	**ESTRATEGIA OFENSIVA (FO)**	**ESTRATEGIA DE REORIENTACIÓN (DO)**
	O1: Desaparición de compañías O2: Operación de larga distancia desde BCN O3: Operaciones ACMI O4: Mercados potenciales (Alemania, Canarias, Baleares, Escandinavia…) O5: Diferenciación de las ULCC O6: Transporte de carga aérea en los vuelos de pasajeros	**F8 O1 O5**: **Estimular la demanda con nuevos productos y servicios centrados en la innovación** **F7 O6**: Promoción de carga aérea en vuelos de pasajeros **O3 O5 F2 F7**: Búsqueda de operaciones ACMI a nivel mundial en temporada baja europea	**O1 O3 O4 D4**: Búsqueda de nuevos mercados **O2 O6 D5 D6**: **Buscar una mayor independencia de IAG en relación a la contratación de proveedores** **D5 D6**: Mayor flexibilidad estructural y gestión más eficiente de sus costes
	AMENAZAS (A)	**ESTRATEGIA DEFENSIVA (FA)**	**ESTRATEGIA DE SUPERVIVENCIA (DA)**
	A1: Sector altamente competitivo, con competidores mucho mayores A2: Pandemia. Aparición de nuevos brotes y variantes A3: Crisis económica posterior a la pandemia A4: Saturación de aeropuertos y espacio aéreo A5: Ayudas estatales a otras compañías A6: Fluctuaciones negativas del precio del combustible A7: Regulación medioambiental a favor del tren	**F1 F3 F6 F7 A1 A2**: **Reforzar su posición dominante en el mercado doméstico y en sus principales bases operativas europeas** **F2 A6**: Mantener la fuerza negociadora por pertenecer a IAG en sus acuerdos comerciales **A2 F1 F2 F7**: Reforzar las medidas sanitarias para garantizar la seguridad de clientes y empleados **A5 F1**: Solicitar ayudas estatales y beneficios fiscales para empresas estratégicas	**D1 D2 D3 A3 A5 A6**: **Ganar músculo financiero: Solicitar inyección de capital IAG y retener beneficios** **D4 A1 A7**: Buscar nuevos mercados, especialmente de medio recorrido (Medio Oriente, Asia Occidental…)

Fuente: Elaboración propia

De las posibles acciones a tomar anteriores y las estrategias que Vueling podría adoptar, el autor recomienda a la empresa adoptar una actitud conservadora ante la situación de incertidumbre que todavía vive el sector a finales de 2021, asegurando el papel que juega en el mercado europeo y orientada a restablecer su patrimonio neto.

De entre las posibles estrategias conservadoras y ante la amenaza de perder su liderazgo a favor de la competencia, el autor recomienda reforzar y consolidar su posición dominante en el mercado doméstico, especialmente en su base principal de Barcelona, y en sus principales bases operativas a lo largo de Europa, con especial atención a la base de París Orly, donde ocupa la segunda posición del mercado tras Air France. Esta **estrategia defensiva** le permitiría reforzar sus puntos fuertes a la vez que aplaca una competencia feroz.

También se recomienda adoptar una **estrategia de supervivencia** ante el signo y valor de su patrimonio neto. Esta situación anómala debería corregirse lo antes posible dotando a la empresa de músculo financiero, solicitando una inyección de capital a IAG para reestablecer su estructura financiera, así como modificando la política de dividendos para retener los beneficios futuros y recapitalizarla.

Ante las dos estrategia que pretenden explotar oportunidades, el autor es cauto en este momento y considera que **no se deberían emprender acciones que supongan una gran inversión y en las que no esté asegurado el retorno de la misma**.

Respecto a una posible **estrategia de reorientación**, se recomienda a Vueling buscar una mayor independencia de IAG en cuanto a la contratación de proveedores, en pro de una mayor eficiencia de sus costes operativos.

Como **estrategia ofensiva**, Vueling cuenta con un fuerte programa de innovación, Vueling INN|UP, que cuenta con más de 400 profesionales tecnológicos y que trabajan para mejorar la experiencia del usuario, digitalizar la compañía por completo y adelantarse a las tendencias en la industria aérea de forma que pueda obtener ventajas competitivas.

VALORACIÓN

Desde el primer momento tuve claro que Vueling sería la empresa elegida para el análisis, ya que es la empresa en la que trabajo desde hace más de 10 años, pero de la que solamente conocía su parte operativa. La realización de este trabajo me ha ayudado a conocer mejor a Vueling como empresa, pero también el sector aéreo *low cost* y a sus principales competidores, identificando sus fortalezas y debilidades.

En general, estoy muy satisfecho con el resultado final, aunque durante la realización del trabajo me he enfrentado a grandes retos. Uno de ellos es la diferencia temporal de los ejercicios fiscales de cada uno de los actores analizados, así como la utilización de una divisa diferente al euro como moneda de referencia por parte de alguno de ellos. Otro de los principales retos a los que he tenido que hacer frente es la comparación de estados financieros cuando las empresas utilizan diferentes principios contables que afectan de manera significativa el análisis (GAAP IFRS vs. GAAP españoles). En ambos casos, considero que he sabido dotar de sentido al análisis, dejando claro que algunos resultados son fruto de situaciones y criterios distintos utilizados entre las empresas analizadas.

La realización de este trabajo de fin de grado en particular, y en general haber cursado el grado de Administración y Dirección de Empresas, me ha ayudado a adquirir una serie de habilidades y competencias como la búsqueda de información, su análisis crítico y la generación de conocimiento económico a partir de los datos presentes en sus estados financieros.

Con la presentación de este trabajo finalizo mi etapa de estudios en el ámbito de economía y empresa en la UOC. Mi formación empresarial gracias al grado en Administración y Dirección de Empresas y mi anterior formación técnica como ingeniero, forman una buena combinación para mi futuro y desarrollo profesional.

Quiero agradecer la ayuda, consejos y perspectiva brindada por Anna Rifé, la tutora de este TFG, así como sus comentarios de mejora en cada una de las actividades entregadas. La calma que me ha transmitido en momentos en que me sentía agobiado y la flexibilidad que me ha dado en un semestre complicado a nivel personal, han sido claves para la culminación con éxito de este trabajo.

Me gustaría agradecer especialmente a mi familia el apoyo recibido durante todos estos años en los que he conciliado familia, trabajo y estudios, con un énfasis especial a mi mujer Amaia y a mis hijos Unai y Markel, que han tenido que lidiar con mis preocupaciones y ausencias.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Preferente (2018). *Norwegian comienza a volar en Argentina*. Preferente.com. https://www.preferente.com/noticias-de-turismo/norwegian-comienza-a-operar-en-argentina-281288.html

Air Transport Action Group. (2020). *Aviation: Benefits Beyond Borders report for 2020*. ATAG. https://aviationbenefits.org/media/167517/aw-oct-final-atag_abbb-2020-publication-digital.pdf

AirlineGeeks.com. (s. f.). AirlineGeeks.com. https://airlinegeeks.com/

Berengueras, J. M. (2017). *Vueling frena su crecimiento para garantizar la operativa del verano*. elperiodico. https://www.elperiodico.com/es/economia/20170329/vueling-verano-2017-aeropuerto-barcelona-crecimiento-5936145

Campa Planas, F. y Porras García, M. J. (2015). *Análisis de estados financieros (4a ed.).* Universitat Oberta de Catalunya.

CAPA - Centre for Aviation. (2016). *Wizz Air: city pair overlap with Ryanair on one third of seats. Opportunities for both; CASK crucial*. https://centreforaviation.com/analysis/reports/wizz-air-city-pair-overlap-with-ryanair-on-one-third-of-seats-opportunities-for-both-cask-crucial-285183

Combe, E. y Bréchemier, D. (2020). After covid-19 air transportation in Europe: time for decision-making. Fondation pour l'innovation politique. https://www.fondapol.org/en/study/after-covid-19-air-transportation-in-europe-time-for-decision-making-2/

Cordero, D. (2019). *Vueling da su mayor dividendo a IAG tras un beneficio récord de 149 millones*. El País. https://elpais.com/economia/2019/04/25/actualidad/1556203700_749995.html

Deutsche Bundesbank and European Central Bank (2021). *Exchange rates*. Statistical Data Warehouse. https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691296

EASA suspends all Boeing 737 Max operations in Europe | EASA. (2019). EASA. https://www.easa.europa.eu/newsroom-and-events/press-releases/easa-suspends-all-boeing-737-max-operations-europe

EasyJet. (2021a). *EasyJet full year results statement* [varios años]. Results centre. https://corporate.easyjet.com/investors/results-centre

EasyJet. (2021b). *Half year results statement* (2021, 20 de mayo). Results centre. https://corporate.easyjet.com/investors/results-centre

Eurocontrol. (s. f.). Eurocontrol.com. https://www.eurocontrol.int/

Europa Press. (2020). *Norwegian solicita el concurso de acreedores en Noruega*. elEconomista.es. https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/10931069/12/20/Norwegian-solicita-el-concurso-de-acreedores-en-Noruega.html

Europa Press. (2021). *Norwegian cae un 51,07 % en Bolsa mientras da por finalizado su proceso de reconstrucción*. europapress.es. https://www.europapress.es/turismo/transportes/aerolineas/noticia-norwegian-cae-casi-49-bolsa-mientras-da-finalizado-proceso-reconstrucccion-20210527132140.html

Hosteltur. (2004). *Vueling Airlines inicia sus operaciones el 1 de julio de 2004*. Hosteltur.com. https://www.hosteltur.com/21194_vueling-airlines-inicia-sus-operaciones-1-julio-2004.html

IAG. (2021a). *Informe y cuentas anuales de Vueling* [varios años]. Resultados e informes. https://www.iairgroup.com/es-es/inversores-y-accionistas/resultados-e-informes

IAG. (2021b). *IAG Informe y cuentas anuales* [varios años]. Resultados e informes. https://www.iairgroup.com/es-es/inversores-y-accionistas/resultados-e-informes

IAG. (2021c). *IAG results, quarter three 2021* [Presentación]. www.iag.com. https://www.iairgroup.com/~/media/Files/I/IAG/documents/q3-results-presentation-2021-en.pdf

IATA. (2021a). *Air Passenger Market Analysis - December 2020*. IATA Economics. https://www.iata.org/en/iata-repository/publications/economic-reports/air-passenger-monthly-analysis---december-2020/

IATA. (2021b). *Airline industry economic performance – October 2021 – Data tables*. IATA Economics. https://www.iata.org/en/iata-repository/publications/economic-reports/airline-industry-economic-performance---october-2021---data-tables/

ICAO. (2021). Effects of Novel Coronavirus (COVID-19) on Civil Aviation: Economic Impact Analysis. https://www.icao.int/sustainability/Documents/COVID-19/ICAO_Coronavirus_Econ_Impact.pdf

Kappes, & Merkert, R. (2013). *Barriers to entry into European aviation markets revisited: A review and analysis of managerial perceptions*. Transportation Research. Part E, Logistics and Transportation Review, 57, 58–69. Elsevier. https://doi.org/10.1016/j.tre.2013.01.006

Ley 3/2020, de 18 de septiembre, de medidas procesales y organizativas para hacer frente al COVID-19 en el ámbito de la Administración de Justicia. (España). Boletín Oficial del Estado nº 250 (2020). https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2020-10923

Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido. (España). Boletín Oficial del Estado nº 312 (1992). https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1992-28740

Loi 2021-1104 du 22 août 2021 portant lutte contre le dérèglement climatique et renforcement de la résilience face à ses effets. (Francia). Journal officiel de la République Française nº 196 (2021). https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000043956924

Norwegian Air Shuttle. (2021). *Norwegian Air Shuttle ASA annual report* [varios años]. Reports & Presentations. https://www.norwegian.com/es/acerca-de-nosotros/empresa/investor-relations/reports-and-presentations/

Norwegian to focus on a strong European network. (2021). Norwegian. https://media.uk.norwegian.com/pressreleases/norwegian-to-focus-on-a-strong-european-network-3064682

OAG y CAPA Centre for Aviation. (2020). *Market share of low-cost carriers in Europe from 2009 to 2020* (Gráfico). En Statista. https://www.statista.com/statistics/1117218/low-cost-carrier-market-share-europe/

Ortega Figueiral, J. (2019). *Los orígenes de Vueling*. El Blog de Vueling - A 30.000 pies. https://blog.vueling.com/es/aviacion/vueling-dia-uno-ibiza-120-empleados-y-dos-a320/

Ramón Vilarasau, D. (2015). *Norwegian hace la mayor compra del Boeing 787 realizada por una aerolínea europea | Transportes*. Hosteltur. https://www.hosteltur.com/113368_norwegian-hace-mayor-compra-boeing-787-realizada-aerolinea-europea.html

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. (España). Boletín Oficial del Estado nº 161 (2010). https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544

Restrepo Alzate, J. C. (2016). *Relación EBITDAR y generación de valor en las aerolíneas suramericanas* [Trabajo de fin de grado] Universidad EAFIT. http://hdl.handle.net/10784/11882

Ritchie, H. y Roser, M. (2021). *What share of global CO2 emissions come from aviation?* Our World in Data. https://ourworldindata.org/transport#aviation

Ryanair. (2021). *Ryanair Group annual report* [varios años]. Reports and presentations. https://investor.ryanair.com/results/

Sáez Estupiñá, M. (2021). *Anàlisi economicofinancera de l'International Airlines Group (IAG): En quina situació afronta l'escenari post-2020?* [Trabajo final de grado]. Universitat Oberta de Catalunya. http://hdl.handle.net/10609/134408

Subdirección General de Transporte Aéreo. (2020). *Análisis de la evolución del tráfico aéreo comercial en España (2019)*. MITMA. Gobierno de España. https://www.mitma.gob.es/recursos_mfom/listado/recursos/analisis_de_la_evolucion_del_trafico_aereo_comercial_en_espana_-_enero-diciembre_2019.pdf

Subdirección General de Transporte Aéreo. (2021). *Coyuntura de las compañías en el mercado aéreo en España (2020)*. MITMA. Gobierno de España. https://www.mitma.gob.es/recursos_mfom/coyuntura_de_las_companias_en_el_mercado_aereo_en_espana_-_enero-diciembre_2020.pdf

The World Bank. (2021). *Air transport, passengers carried*. Databank The World Bank. https://databank.worldbank.org/

Vueling Airlines S.A. (s.f.). https://www.vueling.com/

Wizzair. (2021). Wizz Air Holdings plc. Annual report and accounts [varios años]. Investor information. https://wizzair.com/es-es/informacion-y-servicios/investor-relations/investors/annual-reports