



# **TRABAJO DE FIN MÁSTER**

## **Análisis económico y financiero de la empresa Iberia Express**

**(Financial Statement Analysis of Iberia Express)**

**Autor:** D<sup>a</sup>. Almudena Rojo Guillén

**Tutor/es:** Dr<sup>a</sup>. Alicia Ramírez Orellana

### **Máster en Contabilidad y Finanzas Corporativas**

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

UNIVERSIDAD DE ALMERÍA

Curso Académico: 2019 / 2020

Almería, 22 de septiembre de 2020

## RESUMEN

El objetivo de este trabajo es analizar la situación financiera y económica de la aerolínea comúnmente conocida como Iberia Express. Los datos contables utilizados a tal fin han sido los depositados en el Registro Mercantil de la provincia de Madrid para el periodo 2010-2018, disponibles a través de la base de datos SABI, además de información adicional aportada por la empresa. Con tal propósito hemos desarrollado un análisis económico-financiero estructurados en cuatro apartados; los datos más destacados de la empresa y el sector, el estudio de las cuentas anuales pro forma, la comparativa de los datos de Iberia Express con el sector aéreo español y se concluye con la valoración contable de la empresa. Del análisis se concluye que Iberia Express es una empresa joven líder en el sector aéreo español y en crecimiento continuo desde su creación en 2011.

**Palabras clave:** Análisis económico-financiero, valoración de empresas, sector aeronáutico, análisis sectorial.

## ABSTRACT

The aim of this paper is to analyse the financial and economic situation of the airline commonly known as Iberia Express. The accounting data used have been those deposited in the Mercantile Registry at Madrid which are available through the SABI database, as well as additional information provided by the company. For that purpose a financial statement analysis had been performed which is divided in four different parts: the most distinguished company information, pro forma financial statement study, comparison between Iberia Express and the aeronautic sector and it concludes with the firm valuation. Conclusions reached are that Iberia Express is a young leading company in the Spanish aeronautic sector which had been expanded since company start-up in 2011.

**Key words:** Financial statement analysis, firm valuation, aeronautic sector, sector analysis.

## Índice

1. Introducción.....	5
2. Análisis del contexto.....	7
2.1. El sector de aerolíneas .....	7
2.2. La empresa.....	12
2.3. La estrategia de Iberia Express .....	13
3. Análisis económico y financiero de Iberia Express.....	13
3.1. Estudio del balance .....	14
3.2. Estudio de la cuenta de resultados .....	15
3.3. Estudio del estado de flujos de efectivo .....	17
3.5. Estudio de la rentabilidad .....	18
3.5.1. Rentabilidad financiera .....	19
3.5.2. Rentabilidad económica .....	19
3.5.3. Rentabilidad y coste de capital.....	20
3.6. Estudio de la solvencia y riesgo de Iberia Express.....	20
3.6.1. Estudio del riesgo económico de la empresa .....	20
3.6.2. Estudio del riesgo financiero de Iberia Express .....	22
4. Comparativa con el sector .....	23
4.1. Rentabilidad sectorial .....	23
4.2. El endeudamiento y coste de la deuda.....	25
4.4. Estructura de costes .....	26
5. Valoración contable de Iberia Express .....	27
5.1. Proceso de valoración de Iberia Express .....	27
5.1.1. Estimación de los FLTE .....	28
5.1.2. Estimación de la tasa de actualización .....	28

5.1.3. Valor residual esperado .....	28
5.1.4. Horizonte temporal.....	29
5.1.5. Activos no afectos y contingencias .....	29
5.2. Valor económico de Iberia Express.....	29
6.Discusión y conclusiones.....	30
Referencias bibliográficas .....	32
7. Anexos.....	33
<b>7.1. Anexo 1. Datos históricos contables de Iberia Express según PGC.....</b>	<b>34</b>
7.1.1. Anexo 1.1. Balances (Activo) a 31 de diciembre .....	34
7.1.2. Anexo 1.2. Balances (Pasivo y Neto) a 31 de diciembre .....	36
7.1.3. Anexo 1.3. Pérdidas y ganancias a 31 de diciembre .....	38
7.1.4. Anexo 1.4. Estado de flujos de efectivo a 31 de diciembre.....	40
<b>7.2. Anexo 2.- Estados pro forma de Iberia Express .....</b>	<b>42</b>
7.2.1. Anexo 2.1a. ACTIVO (Versión CI) de Iberia Express a diciembre .....	42
7.2.2. Anexo 2.1b. PASIVO Y NETO (Versión CI) de Iberia Express a diciembre .....	43
7.2.3. Anexo 2.2. Cuentas de pérdidas y ganancias de Iberia Express de 2011-2018.....	44
7.2.4. Anexo 2.2b. Estructura de las Cuentas de pérdidas y ganancias de Iberia Express de 2011-2018. ....	45
7.2.5. Anexo 2.3. Estado de flujos de efectivo de Iberia Express de 2011-2018. ....	46
<b>7.3. Anexo 3.- Rentabilidades de la empresa Iberia Express. ....</b>	<b>47</b>
<b>7.4. Anexo 4.- Cálculo de la rentabilidad mínima económica. ....</b>	<b>48</b>
<b>7.5. Anexo 5.- Ratios de liquidez, solvencia, endeudamiento y periodos medios de Iberia Express. ....</b>	<b>49</b>
7.5.1. Anexo 5.1. Liquidez y endeudamiento. ....	49
7.5.2. Anexo 5.2. Periodos medios de cobro y pago y endeudamiento.....	49
<b>7.6. Anexo 6.- Datos del sector. ....</b>	<b>50</b>
7.6.1. Anexo 6.1. Ratios de rentabilidad.....	50

7.6.2. Anexo 6.2. Ratios de endeudamiento y coste de la duda. ....	52
7.6.3. Anexo 6.3. Ratios de endeudamiento y coste de la duda. ....	54
<b>7.7. Anexo 7.- Hipótesis para la estimación de los FLTE de Iberia Express. ....</b>	<b>55</b>
<b>7.8. Anexo 8.- Estados contables proforma previstos para Iberia Express en el período 2019-2023 .....</b>	<b>57</b>
7.8.1. Anexo 8.1. Cuenta de resultados proforma prevista (en miles €).....	57
7.8.2. Anexo 8.2. Balance previsto proforma (en miles €).....	57
7.8.3. Anexo 8.3. Estado de flujos de efectivo proforma (en miles €) .....	58
<b>7.9. Anexo 9.- Cálculo del valor de Iberia Express a 31 de diciembre de 2018. ....</b>	<b>58</b>

## **1. Introducción**

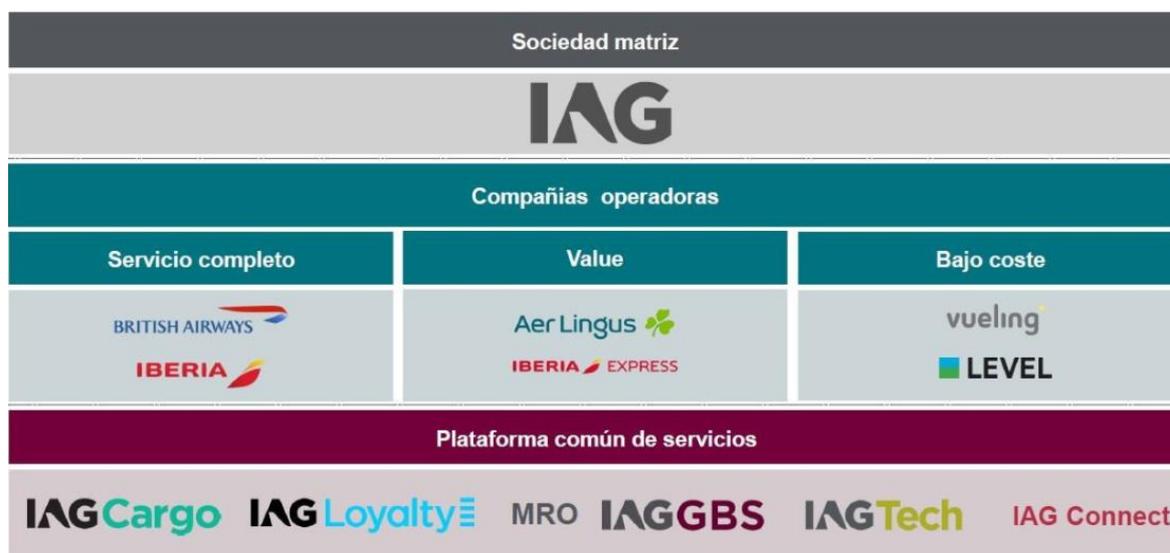
El objetivo de este informe es ofrecer un análisis económico-financiero histórico de la empresa *Compañía Operadora de Corto y Medio Radio Iberia Express SA* (en adelante *Iberia Express*).

El análisis se efectúa sobre la base de los datos contables depositados en el Registro Mercantil de la provincia de Madrid disponibles a través de la base de datos SABI. Iberia Express es filial de Iberia, la aerolínea bandera de España fundada en 1927, pero a efectos de análisis se considera la independencia de la empresa y su vocación de continuidad y tomando en consideración la estrategia que implementa la dirección de la empresa, en la medida que ésta es transmitida por la misma.

El análisis se ha realizado a fecha 31 de agosto de 2020 y, para ello, se ha estudiado la información contenida en las cuentas anuales de Iberia Express durante el período 2011-2018, así como aquella otra información, bien aportada por la Dirección de la empresa, bien obtenida de diferentes fuentes y bases de datos externas a la empresa que en cada caso señalamos.

Es necesario subrayar que Iberia Express pertenece al grupo IAG, formado en 2011 tras la fusión de British Airways (BA) e Iberia. En términos de ingresos, es el tercer mayor grupo de Europa y el sexto del mundo. La sociedad está domiciliada en España, y sus acciones se negocian en la bolsa de Londres y en los mercados bursátiles españoles.

**Figura 1.** *International Airlines Group (IAG)*



**Fuente:** Página de IAG<sup>1</sup>

El análisis que aquí se realiza está exclusivamente relacionado con la actividad de transporte aéreo de Iberia Express, por lo que no se toman en cuenta las cuentas consolidadas del grupo.

A partir de aquí el informe se estructura en cinco partes diferenciadas:

- a) En el apartado 2 se ponen de manifiesto las características del entorno socioeconómico y de la empresa, donde se describen los aspectos principales del sector, se hace una breve reseña histórica de la empresa y los rasgos fundamentales de la misma.
- b) El apartado 3 incluye el análisis económico-financiero de la empresa.
- c) El apartado 4 recoge la comparativa de la empresa con el sector.
- d) En el apartado 5 se presenta el valor económico de la empresa obtenido mediante el método del descuento de flujos de efectivo (MDFT).
- e) Finalmente, el apartado 6 recoge las conclusiones, opinión y sugerencias

Este informe no tendrá más utilidad que la que se deriva del fin perseguido, por lo que no podrá ser considerado con finalidades diferentes a dicho fin.

<sup>1</sup> <https://www.iairgroup.com/es-ES/el-grupo/una-estructura-unica> (Acceso 04/09/2020 18:19)

## 2. Análisis del contexto

En este apartado damos una visión general de la empresa y el sector en el que opera la misma tratando de destacar los aspectos más sobresalientes para el fin perseguido. No obstante, antes de entrar en ello, conviene indicar que el período de análisis que abordamos (2011-2018) se ha caracterizado fundamentalmente por ser una época de crecimiento económico.

Así, de acuerdo con los datos del INE<sup>2</sup>, la tasa de crecimiento del PIB de la economía durante el período 2011-2018 (Tabla 1) fue del 1,5% anual de media a precios corrientes.

*Tabla 1. PIB a precios de mercado (oferta). Tasas de variación interanuales (Ejercicio 2011 o 2018)*

Oferta	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (P)	2018 (A)
<b>Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca</b>	-3,2	-1,6	7,8	-2,2	12,6	6,8	3,4	3,3
<b>Industria</b>	0,3	-4,4	-0,7	0,6	3,9	2,2	4,6	0,9
de los cuales: industria manufacturera	0,0	-6,2	-0,4	2,2	4,3	3,1	5,7	1,7
<b>Construcción</b>	-16,0	-14,8	-14,2	-0,9	5,9	5,2	6,4	7,2
<b>Servicios</b>	1,3	-1,9	-1,1	1,1	3,7	3,3	4,0	3,5
Comercio transporte y hostelería	1,4	-1,9	-2,0	1,1	5,5	4,5	5,3	2,5
Información y comunicaciones	-3,0	-2,9	-2,3	-1,9	1,5	2,4	5,2	3,9
Actividades financieras y de seguros	-5,9	2,8	-13,9	9,3	0,1	2,8	3,7	9,3
Actividades inmobiliarias	6,4	1,9	2,5	-0,9	-1,3	2,3	2,2	3,4
Actividades profesionales, científicas y técnicas y otras	2,9	-4,0	0,3	5,2	8,5	3,6	6,2	5,8
Administración pública, educación y sanidad	-0,1	-4,1	0,2	-0,3	3,0	2,5	2,2	3,1
Actividades artísticas, recreativas y otros servicios	1,8	-1,9	-1,3	1,2	7,3	2,6	4,0	0,9
<b>PIB A PRECIOS DE MERCADO</b>	<b>-0,8</b>	<b>-3,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>4,4</b>	<b>3,4</b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>

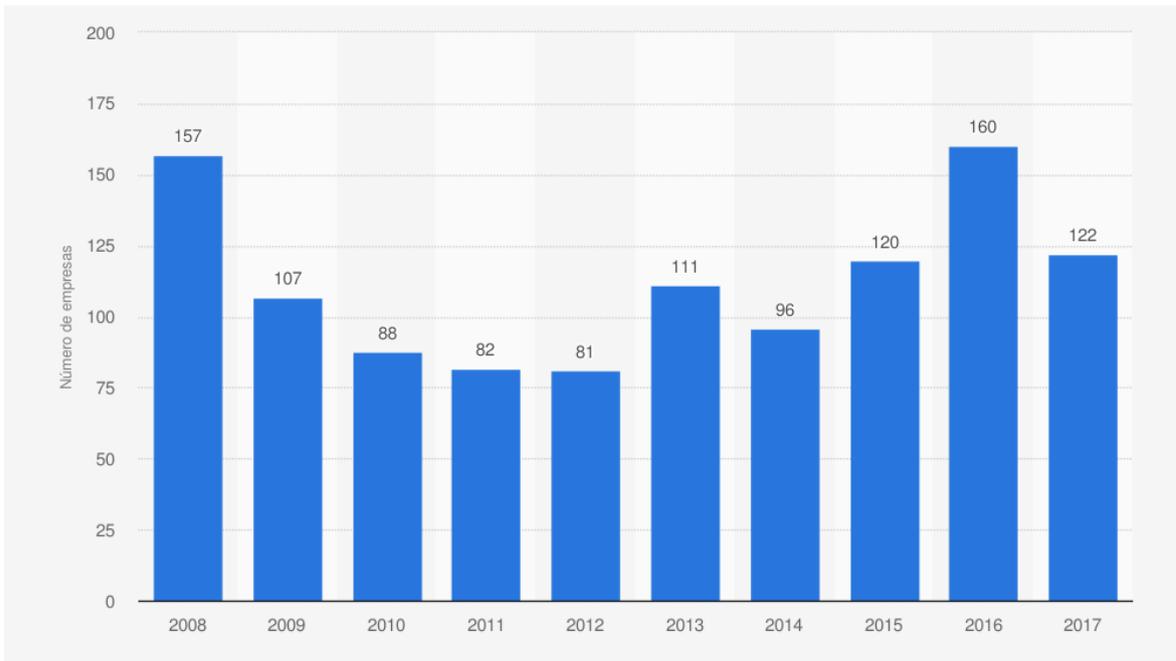
**Fuente:** Elaboración propia a partir de los datos del INE.

### 2.1. El sector de aerolíneas

Iberia Express es una empresa que se engloba dentro del sector de transporte aéreo. Tomando como referencia la base de datos de SABI, en diciembre de 2018 existían en este sector un total de 99 empresas activas en España, de las cuales 67 pertenecían al transporte aéreo de pasajeros.

<sup>2</sup>[https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica\\_C&cid=1254736177057&menu=resultados&idp=1254735576581](https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736177057&menu=resultados&idp=1254735576581). (Acceso 19/04/2020 17:30)

**Figura 2.** *Número de empresas en el sector del transporte aéreo en España de 2008 a 2017*

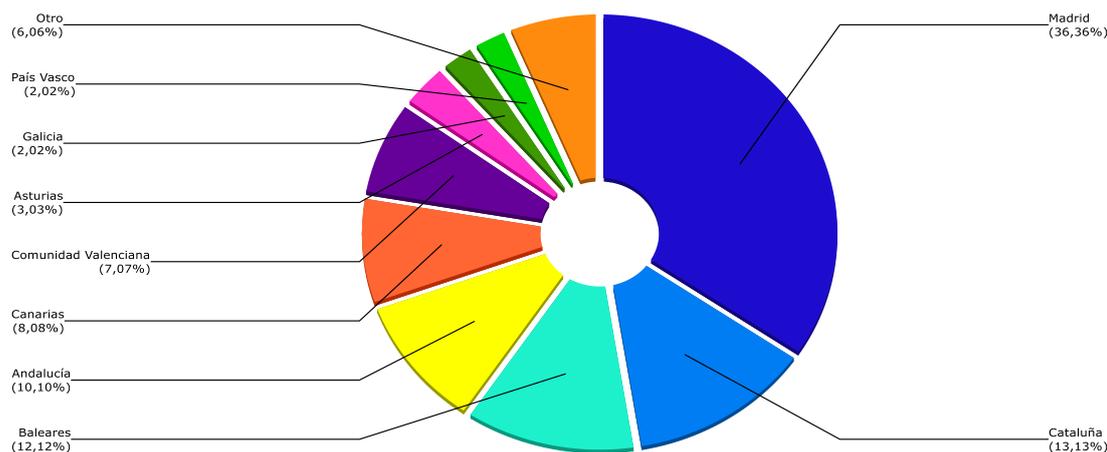


**Fuente:** STATISTA<sup>3</sup>.

Como podemos ver en la Figura 2, de las 99 empresas, el 62% se ubican en las zonas de Madrid, Cataluña y las Islas Baleares. Esto es debido a que los tres aeropuertos más grandes del país según el volumen de pasajeros son, por orden, el aeropuerto de Adolfo Suárez Madrid-Barajas, el aeropuerto Barcelona-El Prat J.T. y el aeropuerto Palma de Mallorca. Por otro lado, el tipo de sociedad más común para la mayor parte de las empresas en el sector es la SRL o la SA, siendo la primera la más abundante con un 73,74% de las empresas, Figura 3.

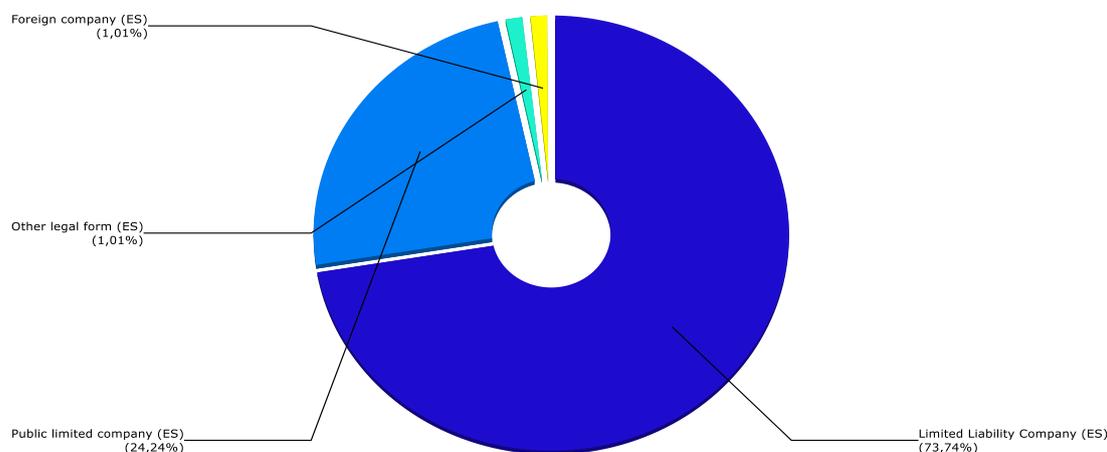
<sup>3</sup><https://es--statista--com.ual.debiblio.com/estadisticas/534033/numero-de-empresas-de-transporte-aereo-en-espana/> (Acceso 20/04/2020 20:34)

**Figura 3.** Distribución geográfica de las empresas en 2018 (100% = 99)



**Fuente:** obtenido directamente de SABI.

**Figura 4.** Distribución por forma jurídica de las empresas 2018 (100% = 99)



**Fuente:** obtenido directamente de SABI.

Respecto al tamaño de las empresas, según el Reglamento (UE) nº 615/2014 (ver Tabla 3), y como se puede ver en la Tabla 2, la mayor parte son micro y pequeñas empresas y solo el 17,2% son grandes empresas con un volumen de negocio superior a los 50 millones de euros.

**Tabla 2.** Número de empresas según el número de empleados y los ingresos de explotación en 2018

Número de empleados	Ingresos explotación (mil EUR)						Todo
	Menos de 1.000	de 1.000 a 5.000	de 5.000 a 10.000	de 10.000 a 50.000	de 50.000 a 100.000	Más de 100.000	
Menos de 10	40	10	4	2	0	0	<b>56</b>
de 10 a 20	2	5	1	0	0	0	<b>8</b>
de 20 a 50	0	3	4	5	0	0	<b>12</b>
de 50 a 100	0	0	0	5	0	0	<b>5</b>
de 100 a 500	0	0	0	1	3	5	<b>9</b>
Más de 500	0	0	0	0	0	9	<b>9</b>
<b>Todo</b>	<b>42</b>	<b>18</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>3</b>	<b>14</b>	<b>99</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de SABI.

**Tabla 3.** Tamaño de las empresas según el Reglamento (UE) n° 651/2014

Categoría de empresa	Número de empleados	Volumen de negocio	Balance general
Mediana	< 250	≤ 50 millones €	≤ 43 millones €
Pequeña	< 50	≤ 10 millones €	≤ 10 millones €
Microempresa	< 10	≤ 2 millones €	≤ 2 millones €

Fuente: Elaboración propia.

Aunque el avión como método de desplazamiento en larga distancia no tiene competidor hoy día, en España, en los recorridos de corta y media distancia compite directamente con el tren (principalmente el AVE). Sin embargo, en los últimos 5 años, el uso del avión para desplazamientos nacionales ha crecido de forma continuada. En septiembre de 2019 usaron el avión 3,9 millones de personas, lo que supuso un incremento del 6,7% respecto al mismo mes de 2018<sup>4</sup>.

Sin embargo, la actual situación internacional relacionada con la pandemia del COVID-19 ha puesto a las aerolíneas de pasajeros en una situación muy delicada. El volumen actual de pasajeros se ha visto reducido drásticamente y aún con perspectivas de que las restricciones impuestas comiencen a levantarse, la recuperación del flujo de pasajeros no se espera que sea tan rápida<sup>5</sup>.

El sector del transporte aéreo se caracteriza por presentar elevados volúmenes de ventas y bajos márgenes de beneficio. Los costes son muy elevados y la demanda es muy variable,

<sup>4</sup> [https://elpais.com/economia/2019/11/11/actualidad/1573485719\\_613634.html](https://elpais.com/economia/2019/11/11/actualidad/1573485719_613634.html) (Acceso 21/04/2020 20:06)

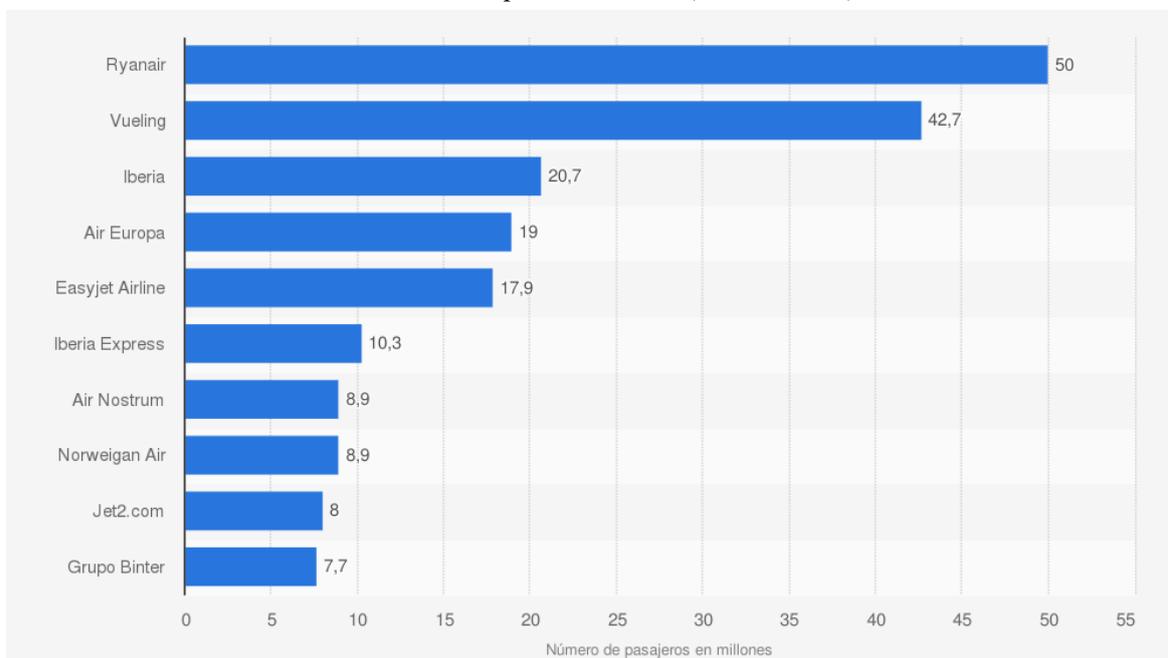
<sup>5</sup> Los siguientes enlaces presenta artículos que tratan los efectos de la pandemia del COVID-19 en el sector aéreo:

<https://byzness.elperiodico.com/es/empresarios/20200327/covid-coronavirus-aerolineas-situacion-comprometida-7908074> (Acceso 22/04/2020 20:02)

<https://actualidad aeroespacial.com/covid-19-y-sector-aeronautico/> (Acceso 22/04/2020 20:02)

condicionada por los ciclos económicos. Además, en el sector, existen desigualdades dentro de la cadena de valor, específicamente, por la baja rentabilidad de las compañías aéreas, y en menor medida de los aeropuertos ((ICAO), 2013)<sup>6</sup>.

**Figura 5.** *Número de pasajeros de las principales compañías aéreas en España en 2019 (en millones)*



**Fuente:** STATISTA<sup>7</sup>.

A nivel nacional, Iberia Express se sitúa como tercera aerolínea en el año 2019 según el número de pasajeros transportados, Figura 4.

Para el estudio de la empresa hemos escogido 10 empresas nacionales que figuran en la Tabla 4.

**Tabla 4.** *Algunas empresas competidoras (Ejercicio 2018).*

Empresa	Localidad	Fecha constitución	N.T.	CNN (m €)
Air Europa Líneas Aéreas SA	Baleares	01/01/1986	3.608	2.130,52
Vueling Airlines, SA	Barcelona	10/02/2004	3.552	2.360,87
Air Nostrum Líneas Aéreas Del Mediterráneo SA	Valencia	23/05/1994	1.443	510,39

<sup>6</sup> ICAO. (2013), *SOSTENIBILIDAD Y DESARROLLO ECONÓMICO DEL TRANSPORTE AÉREO* (p. 5), Montreal.

<sup>7</sup><https://es--statista--com.ual.debiblio.com/estadisticas/568641/aerolineas-con-mayor-numero-de-pasajeros-en-espana/> (Acceso 22/04/2020 20:15)

<b>Compañía Operadora De Corto Y Medio Radio Iberia Express SA.</b>	<b>Madrid</b>	<b>14/10/2011</b>	<b>705</b>	<b>504,51</b>
Volotea SA	Asturias	02/04/2008	888	396,55
Wamos Air SA	Madrid	16/12/2002	679	233,61
Binter Canarias SA	Las Palmas de Gran Canaria	04/02/2002	237	199.,45
Evelop Airlines SL	Baleares	08/03/2013	340	177,50
Swiftair SA	Madrid	14/10/1986	647	163,32
Canarias Airlines Compañía De Aviación, Sociedad Limitada	Santa Cruz de Tenerife	10/05/2005	153	106,61

**Fuente:** Elaboración propia a partir de los datos obtenidos de la base de datos SABI.

## 2.2. La empresa

Iberia Express es una sociedad anónima unipersonal con sede social en Madrid. Se constituyó en octubre de 2011, aunque empezó a operar en marzo de 2012 con un capital social de 20.060,00 mil €. Su finalidad principal es el transporte aéreo de pasajeros, por lo que debe ser encuadrada dentro del NACE (Rev. 02) 5010.

Los objetivos de Iberia Express están orientados a ser la compañía de corto y medio radio más puntual, ofreciendo siempre el mejor servicio a los clientes. Opera rutas de corto y medio radio, aportando tráfico directo además de alimentar la red de largo radio de Iberia, ofreciendo todos los servicios de la matriz. La compañía también es miembro de OneWorld, una alianza de once compañías aéreas, que ofrece a sus pasajeros una flota de 2.500 aeronaves que realizan 8.750 vuelos diarios y 800 destinos internacionales alrededor de todo el mundo, en 150 países<sup>8</sup>.

Su ejercicio social comienza el 1 de enero y finaliza el 31 de diciembre del ejercicio siguiente. A la fecha en la que se realiza el análisis, Iberia Express tenía un capital social integrado por 20.060,00 mil €.

Iberia Express presenta una estructura muy plana y sencilla, la empresa se divide en dos departamentos principales, el departamento de producción y el departamento de comercial. La dirección está presidida por Don Carlos Gómez Suarez.

<sup>8</sup> <https://www.iberiaexpress.com/informacion-general/iberia-express/destinos> (Acceso 04/05/2020 00:20)

Se puede decir que Iberia Express es una empresa bien posicionada en su sector, ocupando un lugar elevado en el ranking, por cifra de facturación, de las 56 empresas de las que disponemos de datos para el ejercicio 2018 en España, ocupando la posición 5.

Iberia Express es una empresa que realiza la totalidad de sus vuelos regulares en la Unión Europea siendo su principal mercado España. En particular sus principales rutas dentro de España son a las Islas Canarias. Dentro de la UE son Francia, Alemania, Holanda y Reino Unido.

### *2.3. La estrategia de Iberia Express*

Iberia Express como empresa filial de Iberia y perteneciente al International Airlines Group (IAG), presentan estrategias financieras orientadas a los objetivos como grupo. Los indicadores clave de rendimiento a nivel financiero son la ROIC, el Margen operativo, el flujo de caja libre apalancado y el nivel de deuda. A nivel financiero, IAG presenta tres objetivos.

El grupo emplea la ROIC para cuantificar en qué medida se genera rentabilidad en relación al capital invertido, así como la capacidad de financiación para el crecimiento. El objetivo marcado para esta variable es del 15%.

Se entiende por Margen operativo (%) el beneficio de las operaciones. Este indicador permite medir la eficiencia y rentabilidad de las operaciones. El objetivo se sitúa entre el 12-15%.

Entendemos por flujo de caja apalancado, los flujos libres de efectivo económicos más los de los prestamistas (FLTE y FLTD respectivamente). El objetivo es alcanzar los 2.100 millones de euros para el año 2022.

## **3. Análisis económico y financiero de Iberia Express**

En este apartado analizamos los aspectos más sobresalientes de los estados contables de Iberia Express, así como de su evolución, para lo que utilizamos los estados proforma que se recogen en el Anexo 2: balance, cuenta de resultados y estado de flujos de efectivo. He de puntualizar que, como Iberia Express empezó a operar en el año 2012, el año 2011 recogido en los Anexos no es de interés para el análisis, ya que en su mayoría no presenta datos, y no se ha incluido en los resultados.

### 3.1. Estudio del balance

Tal como se observa en la Tabla 5, que recoge el análisis estructural del balance (Anexo 2.1.b) la partida más significativa del activo es el circulante, al igual que ocurre con el pasivo, estructura que se mantiene bastante estable a lo largo del período analizado.

**Tabla 5.** Estructura promedio del activo y pasivo de IBERIA EXPRESS (2011-2018)

Activo	Promedio	Pasivo + Neto	Promedio
<b>Activo Fijo.....[AF]</b>	<b>6,45%</b>	<b>Recursos propios [RP]</b>	<b>38,07%</b>
Activo Económico	3,84%	Capital Social..... [CS]	13,01%
Activo Financiero	2,615%		
<b>Activo circulante ..... [AC]</b>	<b>75,89%</b>	<b>Recursos ajenos a L.P.... [RALP]</b>	<b>17,64%</b>
Existencias..... [Ex]	0,27%	Obligaciones financieras L.P. [OFLP]	5,65%
Deudores comerciales.. [DC]	39,21%	<b>Pasivo circulante ..... [PC]</b>	<b>44,29%</b>
Disponible..... [DISP]	34,71%	Acreeedores comerciales [ACm]	29,48%
		Obligaciones financieras C.P. [OFCP]	9,40%
<i>Activo circulante financiero ..... [AC<sub>f</sub>]</i>	<i>17,66%</i>		
<b>Activo total [AT]</b>	<b>100,00%</b>	<b>Pasivo + Neto total [PT+PN]</b>	<b>100,00%</b>

**Fuente:** Elaboración propia a partir de los datos contables.

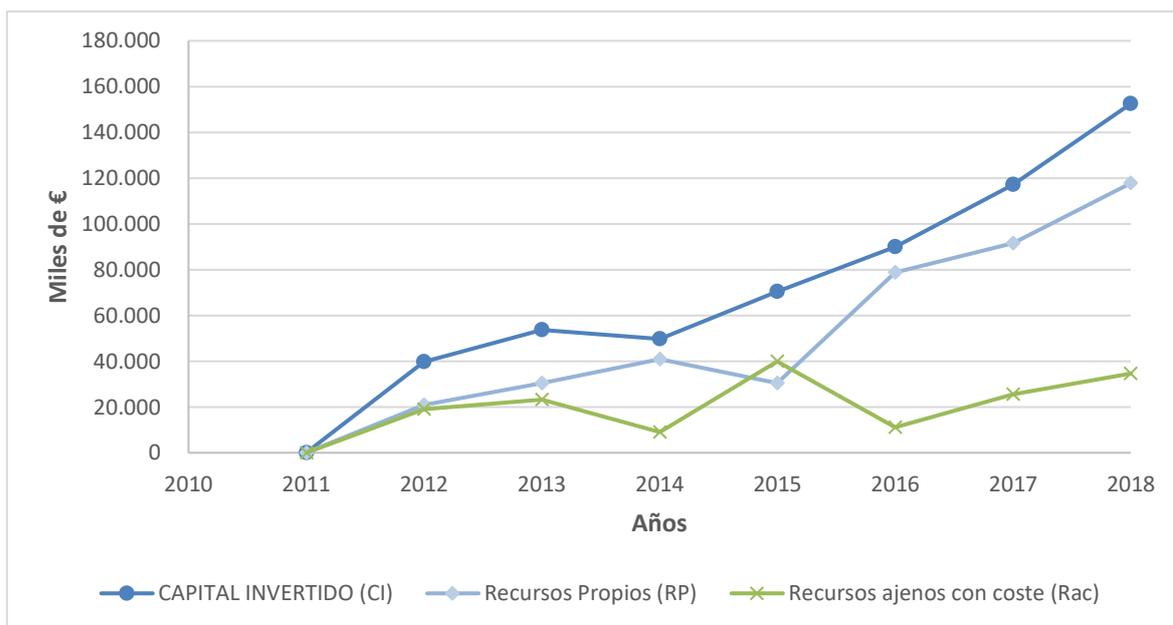
Resulta de interés observar la estructura de financiación en relación al capital invertido (CI). La Tabla 6 recoge estos datos y muestra que Iberia Express financia sus inversiones en mayor medida con recursos propios.

**Tabla 6.** Inversión y financiación de Iberia Express al cierre

CONCEPTOS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
CAPITAL INVERTIDO [CI]	39.760,68	53.696,19	49.791,58	70.363,23	89.943,00	117.190,00	152.481,00
<i>Recursos ajenos con coste [RAc]</i>	18.941,00	23.175,67	8.986,47	39.898,66	11.052,00	25.658,00	34.704,00
<i>Recursos propios. [RP]</i>	20.819,68	30.520,52	40.805,11	30.464,57	78.891,00	91.532,00	117.777,00
<i>RAc/CI (%)</i>	<i>47,64%</i>	<i>43,16%</i>	<i>18,05%</i>	<i>56,70%</i>	<i>12,29%</i>	<i>21,89%</i>	<i>22,76%</i>
<i>RP/CI (%)</i>	<i>52,36%</i>	<i>56,84%</i>	<i>81,95%</i>	<i>43,305%</i>	<i>87,71%</i>	<i>78,11%</i>	<i>77,24%</i>

**Fuente:** Elaboración propia a partir de los datos contables.

**Figura 6.** Magnitudes clave del activo del balance de Iberia Express



**Fuente:** Elaboración propia a partir de los datos contables de Iberia Express.

La observación de la Tabla 6 también revela cómo la empresa ha ido incrementando su inversión a lo largo del período analizado (26,22%), solo con un pequeño decremento en el año 2014.

### 3.2. Estudio de la cuenta de resultados

Los Anexos 2.2.A y B muestran, respectivamente, la cuenta de resultados proforma de Iberia Express y la composición estructural de ingresos y gastos. En promedio, para el período analizado, y tal como se indica en la Tabla 7 la empresa ha venido obteniendo un margen bruto de explotación del 7,86%.

**Tabla 7.** Estructura promedio de la cuenta de resultados de Iberia Express

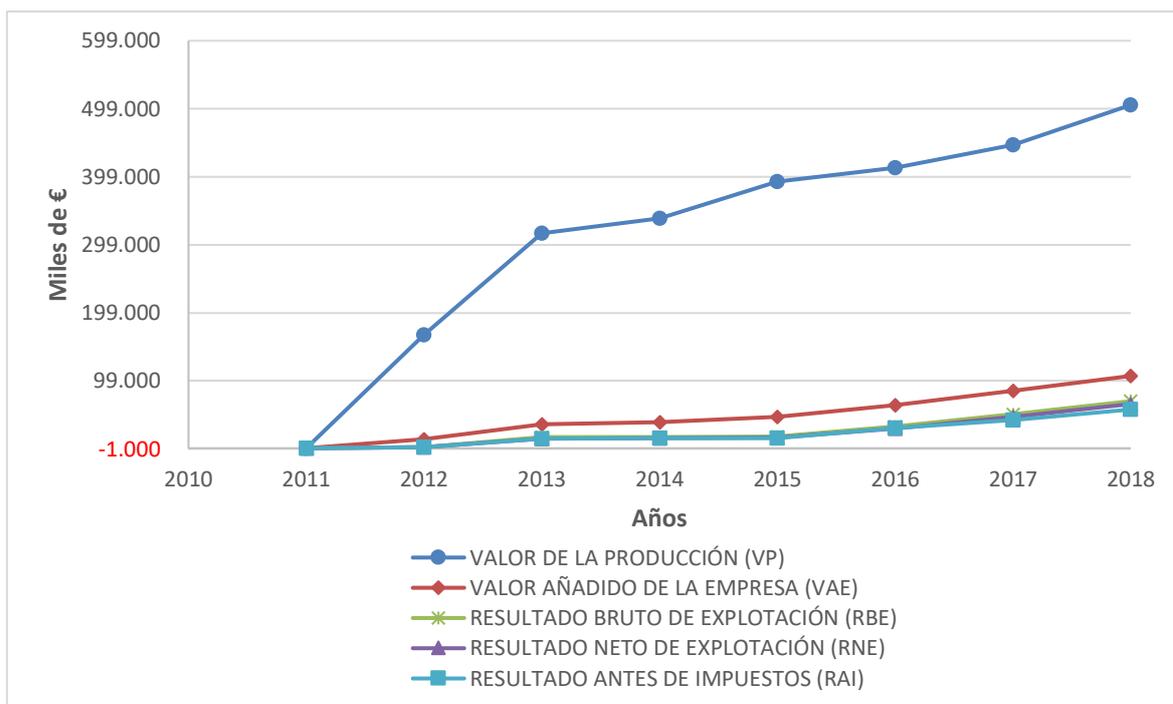
CONCEPTOS	Promedio
Ventas netas, prest. de serv. y otros ing [CNN]	99,83%
<b>= VALOR DE LA PRODUCCION... [VP]</b>	<b>100%</b>
Aprovisionamiento..... [Cons]	24,94%
- Gtos. externos y de explotación	60,03%
<b>= VALOR AÑADIDO DE LA EMPRESA ... [VA]</b>	<b>15%</b>
- Gastos de personal .....(GP)	7,17%
<b>= RTDO BRUTO DE EXPLOTACION ... [RBE]</b>	<b>7,86%</b>
- Dotaciones amortizaciones inmovilizado	0,55%
<b>= RTDO NETO DE EXPLOTACION... [RNE]</b>	<b>7,23%</b>
- Gastos financieros ..... [GF]	0,10%

= RTDO FINANCIERO	0,53%
= RTDO ANTES DE IMPUESTOS ... [RAI]	6,70%
± Impuesto sobre el beneficio .... (TAX)	1,75%
= RTDO DESPUES DE IMPUESTOS ...[RDI]	4,95%
= Beneficios Retenidos (no computa remanente)	100,00%

**Fuente:** Elaboración propia a partir de los datos contables de Iberia Express.

La Figura 7 muestra la evolución de las magnitudes clave de la cuenta de resultados en el período analizado, observándose que desde que Iberia Express se puso en funcionamiento, estos resultados han ido incrementado año a año.

**Figura 7.** Magnitudes clave de la Cuenta de resultados de Iberia Express



**Fuente:** Elaboración propia a partir de los datos contables de Iberia Express.

La Tabla 8 muestra la evolución de los datos para cada año del periodo. Conviene resaltar que, al igual que los resultados mostrados en la Figura 7, la CNN ha experimentado un crecimiento continuado durante el periodo de estudio.

**Tabla 8.** Magnitudes de la cuenta de resultados de Iberia Express

CONCEPTOS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cifra neta de negocio [CNN]	166.779,87	316.220,21	337.160,68	390.986,41	409.660,00	445.494,00	504.055,00
RTDO BRUTO DE EXPLOTACIÓN [RBE]	1.588,14	16.268,43	16.085,83	17.487,94	31.831,00	49.938,00	69.157,00
RTDO NETO DE EXPLOTACIÓN [RNE]	1.289,76	14.326,44	15.149,10	15.482,09	28.731,00	46.203,00	64.926,00
RTDO ANTES DE IMPUESTO [RAI]	1.085,26	13.859,13	14.739,47	14.565,13	30.032,00	41.398,00	56.859,00
RTDO DESPUÉS DE IMPUESTOS [RDI]	759,68	9.701,39	10.284,58	10.497,53	22.502,00	31.157,00	42.625,00

**Fuente:** Elaboración propia a partir de los datos contables de Iberia Express.

A menudo, al analizar la empresa, interesa trabajar con el Resultado Bruto de la Explotación (RBE) en lugar de con el Resultado Neto de Explotación (RNE) ya que, con esta magnitud evitamos gran parte de los problemas del devengo y no tomamos en consideración la forma de financiación ni el efecto de los impuestos. En la Tabla 9 se hacen figurar tanto el RBE después de impuestos (RBE<sub>dT</sub>) como después de intereses e impuestos (RBE<sub>dIT</sub>), además de la tasa impositiva efectiva ( $t_e$ ) y el ahorro impositivo (AI) que se deriva del uso de la deuda.

**Tabla 9.** Resultado bruto ajustado y efecto impositivo

CONCEPTOS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tipo impositivo efectivo ( $t_e$ )	30,00%	30,00%	30,22%	27,93%	25,07%	24,74%	25,03%
Ahorro impositivo (AI)	34,625	57,705	53,491	0,000	210,866	194,687	99,635
RBE <sub>dT</sub>	1.227,932	12.052,985	11.577,449	13.420,340	24.090,134	39.502,313	54.823,365
RBE <sub>dIT</sub>	1.147,141	11.918,340	11.453,960	13.420,340	23.460,000	38.910,000	54.525,000

**Fuente:** Elaboración propia a partir de los datos contables de Iberia Express.

Lógicamente las dos magnitudes han ido creciendo en paralelo con el RBE.

### 3.3. Estudio del estado de flujos de efectivo

En el análisis de los EFT de Iberia Express se puede ver que, durante todos los años de estudio, la empresa ha obtenido tesorería de la actividad operativa y han sido suficientes para cubrir las necesidades de inversión de la compañía. En la Tabla 10 se muestran los flujos de efectivo por actividades en donde se hace ver lo señalado. En este caso no se ha incluido el año 2012 porque no presenta datos.

**Tabla 10.** Flujos de efectivo por actividades

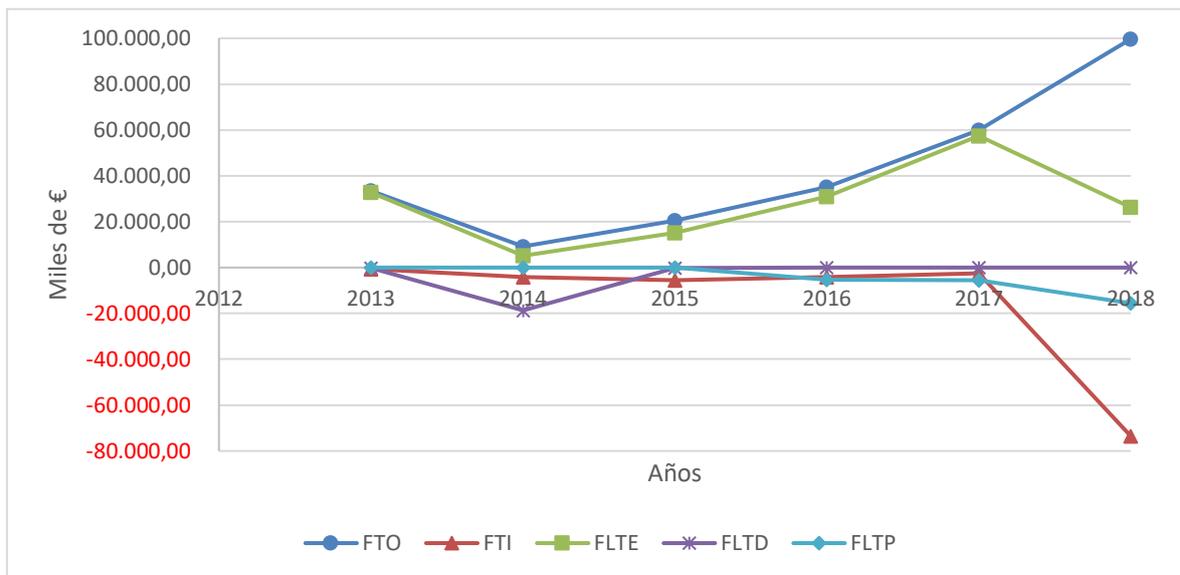
CONCEPTOS	2013	2014	2015	2016	2017	2018
F.T. Operaciones (FTO)	33.443,64	9.210,10	20.482,13	35.155,00	59.908,00	99.686,00
FT de Inversión (FTI)	-637,15	-4.039,00	-5.437,00	-4.247,00	-2.467,00	-73.498,00

<i>FT libres económicos (FLTE)</i>	32.806,49	5.171,10	15.045,13	30.908,00	57.441,00	26.188,00
FT Financiación ajena (FLTD)	-115,00	-18.692,00	-177,00	0,00	0,00	0,00
FT Financiación propia (FLTP)	0,00	0,00	0,00	-5.250,00	-5.625,00	-15.579,00
<b>VT ejercicio</b>	<b>32.224,99</b>	<b>-14.299,39</b>	<b>14.031,13</b>	<b>-10.747,00</b>	<b>41.303,00</b>	<b>-2.304,00</b>

**Fuente:** Elaboración propia a partir de los datos contables de Iberia Express.

La Figura 8 muestra el comportamiento de los diferentes FT de Iberia Express. Obsérvese como los FTO y los FLTE han tenido comportamientos iguales hasta el último año 2018, con ello podemos apreciar que la inversión (FTI) de la compañía ha sido pequeña hasta este último año. Por otro lado, podemos ver que, el excedente de tesorería se ha invertido hasta 2013 en el reembolso de deuda y a partir de 2013 en el pago dividendos (Anexo 2.3).

**Figura 8.** *Flujos de efectivo por actividades*



**Fuente:** Elaboración propia a partir de los datos contables de Iberia Express.

### 3.5. Estudio de la rentabilidad

La rentabilidad es una magnitud imprescindible en el análisis de una empresa debido a que permite evaluar la creación de valor asociada a la toma de decisiones. El estudio de la rentabilidad puede enfocarse de dos formas; la primera, y que llevaremos a cabo en este apartado, realizando un análisis de tendencia donde se analizan los resultados de la empresa dentro de un periodo concreto. Y la segunda, que veremos en el siguiente apartado, realizando un análisis comparativo donde se evalúan los resultados de la empresa frente a otras empresas del sector.

En este apartado analizamos la rentabilidad de la empresa Iberia Express y su descomposición en conductores de valor dentro del periodo de estudio. Haremos referencia

sucesivamente a la rentabilidad financiera, la rentabilidad económica y la rentabilidad global. Los cálculos generales pueden verse en el Anexo 3.

### 3.5.1. Rentabilidad financiera

Existen diferentes maneras de calcular la rentabilidad financiera de la empresa, pero hoy sabemos que un cálculo adecuado precisa trabajar con una variable que pueda ser mínimamente comparada con el coste de los recursos propios ( $k_e$ ). Es por ello que utilizamos aquí la expresión siguiente:

$$\text{Ecuación I.} \quad RF_{dT} = \frac{RBE-GF-TAX}{RP_m}$$

La Tabla 11 muestra la rentabilidad financiera y sus componentes estratégicos. Conviene destacar la elevada rentabilidad financiera de la empresa llegando en 2018 al 52,10%.

**Tabla 11.** Rentabilidad financiera y componentes estratégicos

RENTABILIDAD FINANCIERA	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Promedio
<b>RENTABILIDAD FINANCIERA.</b> [ $RF_{dT}=RBE_{dIT}/RP_m$ ]	10,99%	46,43%	32,12%	37,66%	42,91%	45,66%	52,10%	47,72%
<b>MARGEN FINANCIERO</b> [ $m_f = RBE_{dIT}/CNN$ ]	0,69%	3,77%	3,40%	3,43%	5,73%	8,73%	10,82%	5,22%
<b>ROTACION CAPITAL INVERTIDO</b> [ $CNN/CI_m$ ] ..	8,377	6,767	6,516	6,508	5,111	4,302	3,738	5,903
<b>APALANCAMIENTO (2)</b> ( $CI_m/RP_m$ )	1,907	1,820	1,451	1,686	1,466	1,215	1,288	1,548

**Fuente:** Elaboración propia a partir de los datos contables de Iberia Express.

### 3.5.2. Rentabilidad económica

Al igual que en el caso de la rentabilidad financiera, hay diversas formas de obtener la rentabilidad económica, en nuestro caso utilizaremos la expresión:

$$\text{Ecuación II.} \quad RE_{dT} = m_e \cdot r = \frac{RBE}{CNN} \cdot \frac{CNN}{CI_m}$$

ya que, al igual que ocurría con  $RF_{dT}$ , nos permite hacer comparaciones con el coste medio ponderado de capital ( $k_0$ ).

Observamos en la Tabla 12 la elevada rentabilidad económica de la empresa, del mismo modo que lo visto en la rentabilidad financiera.

**Tabla 12.** Rentabilidad económica y componentes estratégicos

RENTABILIDAD ECONÓMICA	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Promedio
<b>RENT. CAP. INVERTIDO.</b> [ $RF_{dT}=RBE_{dT}/CI_m$ ].	7,98%	34,81%	31,09%	29,11%	39,71%	48,22%	51,29%	40,51%
<b>MARGEN EXPLOTACION</b>	0,95%	5,14%	4,77%	4,47%	7,77%	11,21%	13,72%	6,86%

<i>[m = RBE<sub>d</sub>T/CNN]</i>								
<b>ROTACION CAPITAL INVERTIDO [CNN/CI<sub>m</sub>]</b> ..	8,377	6,767	6,516	6,508	5,111	4,302	3,738	5,903

**Fuente:** Elaboración propia a partir de los datos contables de Iberia Express.

### 3.5.3. Rentabilidad y coste de capital

El valor de la rentabilidad que alcanza una empresa no tiene sentido si no lo comparamos con algo, ya que dependiendo de la percepción de aquel que la evalúe y de las condiciones del entorno en el momento del análisis, este valor puede considerarse elevado o no. Por ello, una técnica habitual es evaluar el coste de oportunidad, la rentabilidad mínima que, el propietario o los gestores tienen que alcanzar en proyectos alternativos de características similares y compararlos con la rentabilidad generada por la empresa.

Para el cálculo de la rentabilidad mínima demandada por los propietarios ( $k_e$ ) y la rentabilidad mínima esperada por el gestor ( $k_0$ ) se han utilizado las expresiones (ver Anexo 4):

$$\text{Ecuación III.} \quad k_e = R_f + P_M + P_e = R_f + (R_M - R_f) + \beta_T(R_M - R_f)$$

$$\text{Ecuación IV.} \quad k_0 = k_e \frac{RP}{RP+RAC} + k_d(1 - t_e) \frac{RAC}{RP+RAC}$$

Los propietarios de Iberia Express demandan una rentabilidad aproximada de poco menos del 17%, así como un coste de capital para la gerencia de poco menos del 12%. No cabe duda de que desde el año 2013 la empresa alcanza las expectativas de unos y otros.

## 3.6. Estudio de la solvencia y riesgo de Iberia Express

En este apartado analizamos los aspectos más sobresalientes relacionados con la liquidez y la solvencia de la empresa en aras de estimar el riesgo que soporta la misma. El Anexo 5 recoge las ratios más comúnmente utilizadas a este respecto en la práctica.

### 3.6.1. Estudio del riesgo económico de la empresa

Si nos fijamos dentro de los EFT (Anexo 2.3) en los flujos de tesorería de las operaciones (FTO):

$$\text{Ecuación V.} \quad FTO = RGO + V(CC)_e$$

siendo los recursos generados en las operaciones el resultado bruto de explotación ajustado, podemos ver que la situación ideal para el empresario es que la actividad

desarrollada genere un  $RBE > 0$  y que sea capaz de cubrir las necesidades de circulante. Una ratio interesante para evaluar la situación económica a corto plazo es la capacidad económica de pago a corto plazo ( $CEP_{CP}$ ):

$$\text{Ecuación VI.} \quad CEP_{CP} = \frac{RGO}{V(CC)_e}$$

Como podemos ver en la Tabla 13, Iberia Express ha realizado una buena gestión del circulante (cobros/pagos) en los años 2013, 2015 y 2018, es decir, “los deudores han financiado a los acreedores”. Además, los años que esta gestión ha obligado a la empresa a financiar, esta ha tenido suficiente capacidad llegando a generar en 2017 68 veces el capital necesario para la financiación.

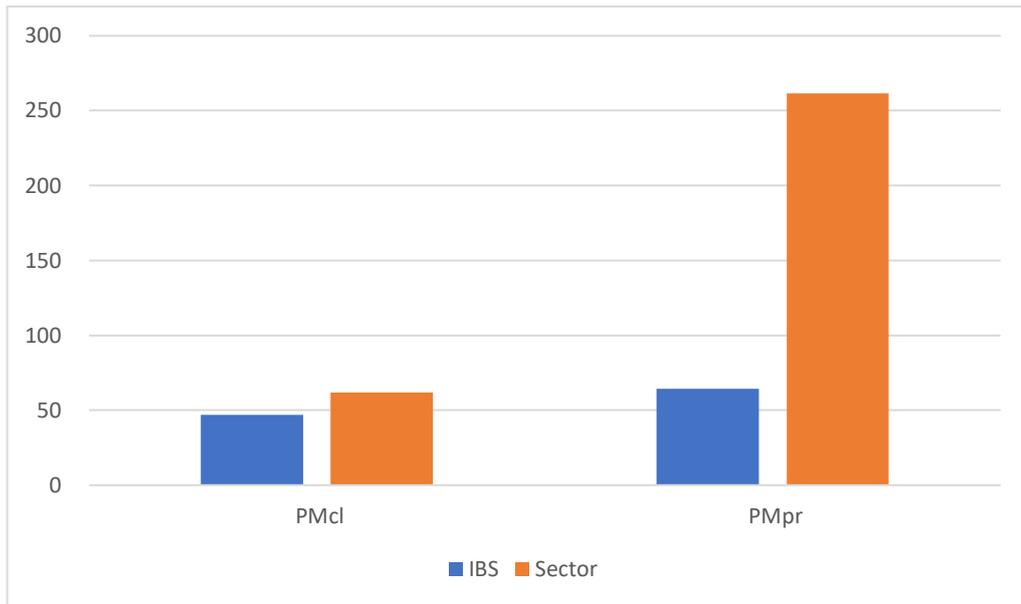
**Tabla 13.** Capacidad económica de pago de Iberia Express

RATIOS DE LIQUIDEZ	2013	2014	2015	2016	2017	2018
SOLVENCIA A CORTO ..... [CEP <sub>cp</sub> =RGO/V(CC) <sub>e</sub> ]		1,982		10,695	68,405	
SOLVENCIA A LARGO.....[CEP <sub>lp</sub> =RGO/IETN]		1,385	9,159	5,234	19,758	1,686

**Fuente:** Elaboración propia a partir de los datos contables de Iberia Express.

Como podemos ver en el Anexo 5.2 Iberia Express tiene una media de cobro a clientes de 47 días y de pago a proveedores de 62 días. Si lo comparamos con el sector, Iberia Express presenta una media de cobro a clientes y de pago a proveedores más baja que la media, más destacada en el segundo caso. Cabe resaltar, que para el  $PM_{pr}$ , dentro de las 10 empresas seleccionadas hay algunas que no presentan datos, lo cual podría afectar a la media obtenida.

**Figura 9.** *Períodos medios de cobro y de pago*



**Fuente:** Elaboración propia a partir de los datos contables de Iberia Express.

De forma análoga, para la solvencia a largo plazo se va a comparar la inversión económica total neta (IETN):

$$\text{Ecuación VII.} \quad IETN = FTI_e + V(CC)_e$$

con los recursos generados, RGO. Para ello, otra ratio de interés es la capacidad de pago a largo plazo ( $CEP_{LP}$ ):

$$\text{Ecuación VIII.} \quad CEP_{CP} = \frac{RGO}{FTI_e + V(CC)_e}$$

Si nos volvemos a fijar en la Tabla 13, a partir de 2013 Iberia Express presenta capacidad de financiación de las inversiones, alcanzando su máximo en 2017.

### 3.6.2. Estudio del riesgo financiero de Iberia Express

En este apartado analizamos la capacidad de pago de Iberia Express no relativa a la actividad operativa, como en el Subapartado 3.6.1, sino con la financiación excedentaria, bien de los recursos generados o bien de deuda externa.

En este caso las ratios que se van a emplear son: para el corto plazo la cobertura de las inversiones en fijo ( $CAFe$ ):

$$\text{Ecuación IX.} \quad CAFe = \frac{OFLP}{AF_e}$$

que representa, la cantidad del activo fijo que ha sido financiado con deuda externa. Y para el largo plazo la cobertura de la inversión autofinanciada ( $C_{FTDC}$ ):

$$\text{Ecuación X.} \quad C_{FTDC} = \frac{FTDC}{FTI_e}$$

Sabiendo que los flujos disponibles para el crecimiento son (FTDC) es el excedente de los FTO una vez cubiertas las obligaciones financieras, entendemos esta ratio como la cantidad de inversión que es financiada por los FTDC.

Como podemos ver en el Anexo 5.1, durante los primeros años de Iberia Express, esta tuvo que financiar sus activos fijos en gran medida con deuda externa, y con los años de evolución de la empresa esta ha ido reduciendo la deuda generada en el origen. También resalta la capacidad de financiación de Iberia Express mediante los recursos generados internamente durante todo el periodo.

#### **4. Comparativa con el sector**

Cabe preguntarse si la situación por la que atraviesa Iberia Express es particular de ella o si está asociada al comportamiento del sector. En este apartado se van a comparar los datos de Iberia Express con los del sector, para ello hemos obtenido una muestra de 57 empresas a través de la base de datos SABI. SABI es una herramienta disponible a través de la Biblioteca de la UAL que ofrece información general y cuentas anuales de más de 2 millones de empresas españolas y portuguesas. Esta herramienta permite extraer análisis detallados a la vez que realizar gráficos con los datos obtenidos, como se ha visto en el Apartado 2.

Para la obtención de la muestra, se han seleccionado aquellas empresas activas pertenecientes al código *NACE Rev 02* de transporte aéreo, número 51. Y con el fin de clasificar la muestra y que esta fuera lo suficientemente robusta, se han incluido las empresas seleccionando un mínimo de 5 empleados y con unos ingresos de explotación (en miles de €) de 1000€ para, al menos, uno de los años del periodo. Adicionalmente, se han seleccionado solo empresas con forma jurídica de SL y SA, que como vimos en el Apartado 2 suponen el 73,74%.

Para obtener una menor dispersión de los datos y ver la tendencia real del sector se han eliminado los *outliers*, la muestra ha quedado reducida a 50 empresas.

##### *4.1. Rentabilidad sectorial*

Una ratio de interés para comparar con el sector es la rentabilidad, ya que los gestores e inversores presentan especial interés en el reembolso de las inversiones realizadas como consecuencia del crecimiento de la empresa. La Figura 9, muestra el comportamiento de las

rentabilidades en el período analizado para las empresas de la muestra en comparación con Iberia Express.

Como podemos ver, Iberia Express presenta la misma tendencia creciente tanto en la rentabilidad financiera como en la económica. Cabe destacar que la rentabilidad económica de Iberia Express desde el año 2013 se sitúa por encima de la del sector, llegando en 2018 a alcanzar el 61,56% frente al 35,62% del promedio del sector.

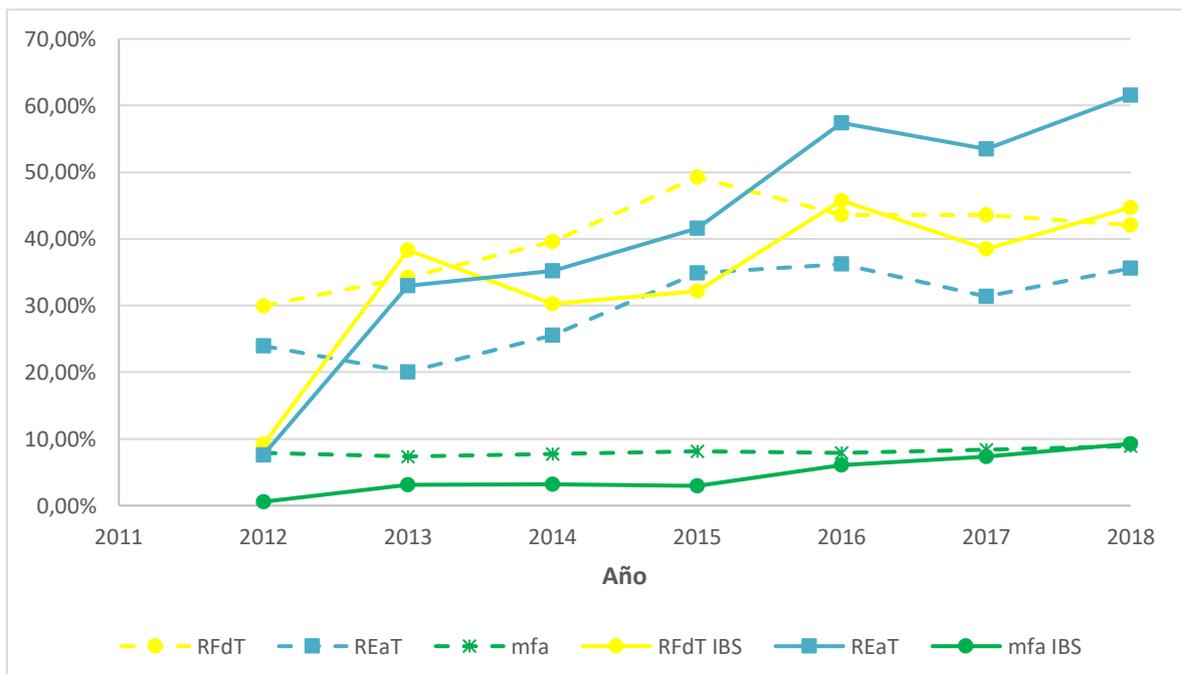
Sin embargo, el sector presenta una mayor rentabilidad financiera, aunque si nos fijamos en la Figura 10, vemos que la tendencia creciente de Iberia Express presenta una pendiente positiva mayor.

$$y_{IBS} = 0,0437x - 87,756$$

$$y_{Sector} = 0,0211x - 42,039$$

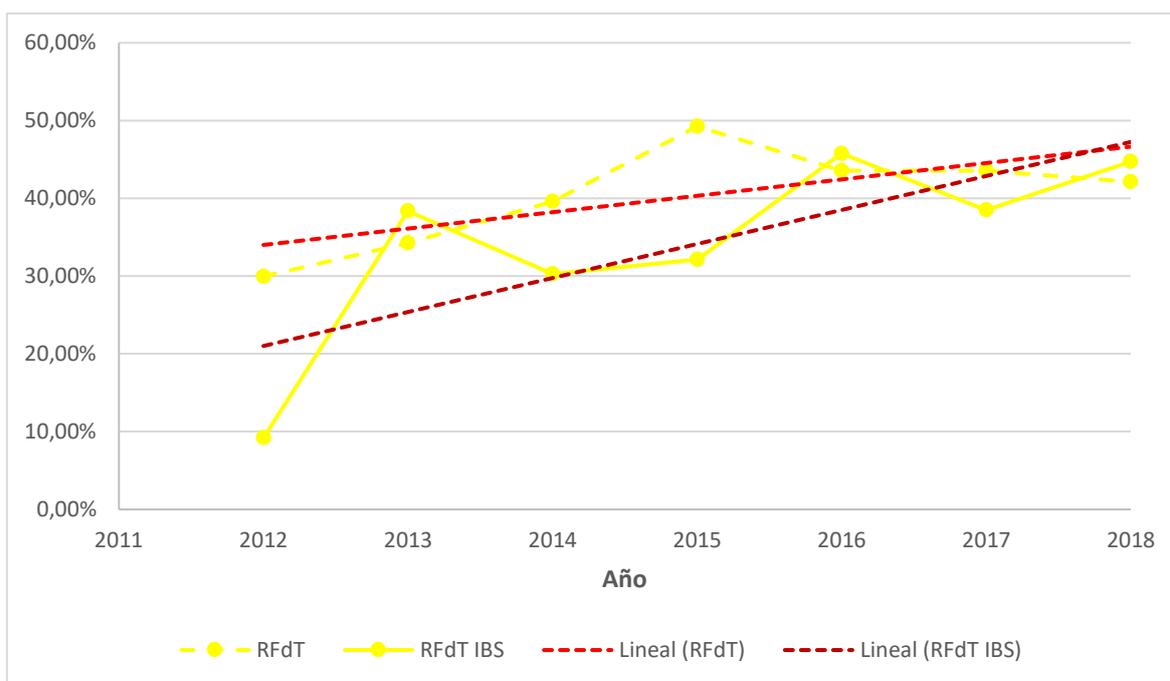
Teniendo en cuenta que Iberia Express es una empresa joven, con tan solo 9 años en funcionamiento y 8 de producción, es normal que el crecimiento de esta sea más pronunciado en relación con el sector, la cuestión sería, ¿cuánto tiempo puede Iberia Express aguantar esta tendencia creciente y por encima del sector?

**Figura 10.** Rentabilidad sectorial (50 empresas)



**Fuente:** Elaboración propia.

**Figura 11.** Rentabilidad financiera



**Fuente:** Elaboración propia.

#### 4.2. El endeudamiento y coste de la deuda.

Otras ratios interesantes son el endeudamiento y el coste de la deuda, que nos permiten valorar el riesgo que supondría invertir en Iberia Express frente a otras empresas del sector.

Como podemos ver en la Tabla 14, Iberia Express presenta un menor endeudamiento frente a la media del sector, con una diferencia más pronunciada los últimos años. También podemos apreciar que la tendencia del sector, durante el periodo de análisis, tiende a la reducción de esta ratio, lo que implica que el sector está siguiendo una tendencia de reducción de la financiación externa. Si nos fijamos en el Anexo 6.2, empresas destacadas de la competencia, como Vueling, Air Europa o Wamos presentan mayores valores de endeudamiento que Iberia Express.

**Tabla 14.** Ratio de endeudamiento

Etiquetas de fila	e						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Iberia Express</b>	0,91	0,76	0,22	1,31	0,14	0,28	0,30
<b>Media del sector</b>	2,50	2,03	1,67	1,91	1,70	1,47	1,15

**Fuente:** Elaboración propia.

**Tabla 15.** El coste de la deuda

Etiquetas de fila	$k_d$						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Iberia Express</b>	0,61%	0,83%	1,97%	0,00%	7,61%	3,07%	1,15%
<b>Media del sector</b>	6,11%	9,22%	10,85%	5,02%	4,68%	7,30%	6,08%

Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo con la regla de oro de la rentabilidad y del coste de la financiación, el gestor de la empresa se decidirá por aquella financiación que tenga un menor coste para la empresa; el coste de la financiación propia siempre será superior a de la financiación ajena (Rojó Ramírez, 2019).

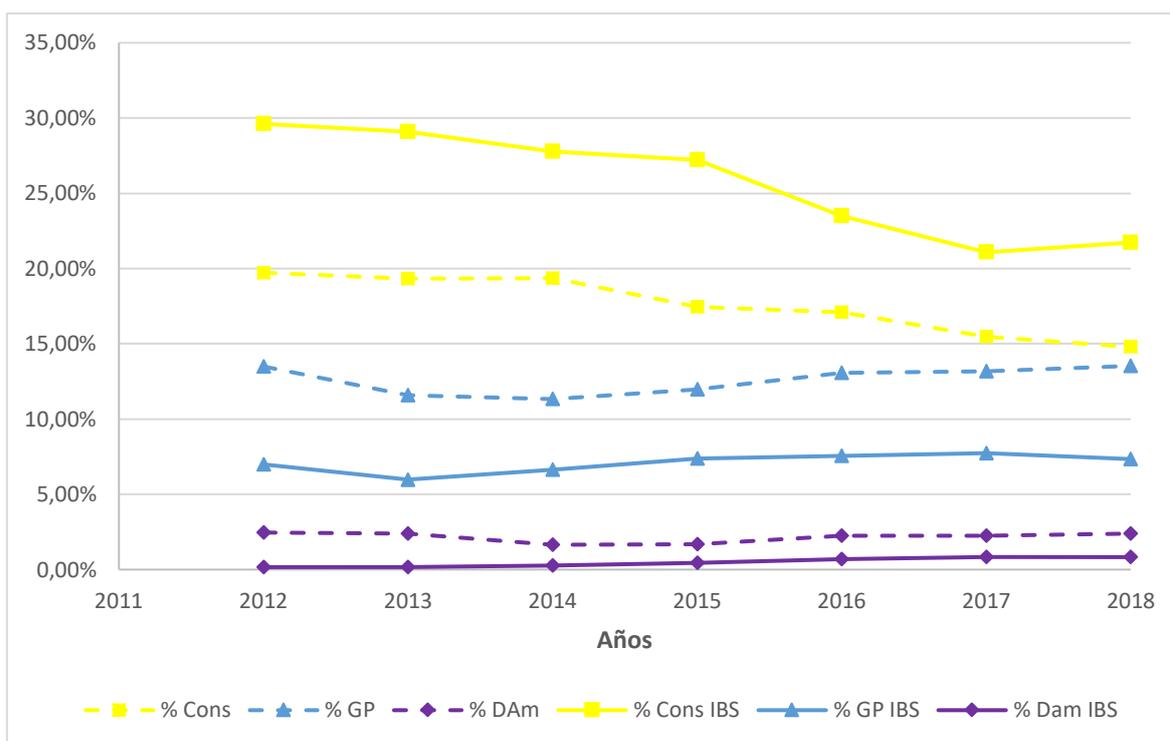
$$k_e \geq k_0 > k_d$$

Si nos fijamos en la Ecuación IV, cuanto menor es el  $k_d$  menos es el  $k_0$  y por tanto más atractiva resulta la empresa para invertir en ella. Si ahora nos fijamos en la Tabla 15, Iberia Express presenta un coste de la deuda menor que el sector, excepto para el año 2016. Adicionalmente, si nos fijamos en las empresas de la competencia, ver Anexo 6.2, Iberia Express también se sitúa por debajo para esta ratio. Junto con la elevada rentabilidad financiera de la empresa y al bajo endeudamiento, la convierten en una candidata atractiva para invertir.

#### 4.4. Estructura de costes

Considerando las elevadas diferencias de funcionamiento de las compañías aéreas y lo característico de su producción frente al resto de empresas del sector aéreo, para la comparación de la estructura de costes de Iberia Express, se han seleccionado dentro de la muestra, aquellas empresas dentro de la competencia que son también compañías aéreas. La Figura 11, vemos que, tanto en gastos de personal como en las amortizaciones del activo fijo, Iberia Express presenta costes menores, no así en los aprovisionamientos. Se observa que tanto las empresas de la competencia como Iberia Express presentan la misma tendencia de reducción de gastos en aprovisionamiento, siendo más aguda en Iberia Express.

**Figura 12.** *Aprovisionamientos, gastos de personal y amortizaciones del ejercicio*



**Fuente:** Elaboración propia.

## 5. Valoración contable de Iberia Express

El objetivo de este apartado es ofrecer un valor de la empresa Iberia Express a fecha de 31 de diciembre de 2018. La valoración se hará en base a estimaciones de futuro, considerando la independencia de la empresa y su vocación de continuidad.

### 5.1. Proceso de valoración de Iberia Express

La valoración de empresas es, ante todo, un proceso encaminado a obtener el valor más razonable de una empresa. La metodología hoy día más utilizada, con general aceptación, es la basada en el descuento de los flujos de efectivo, caja o tesorería (MDFT) que se esperan obtener en el futuro de la actividad desarrollada por la empresa. En el caso de empresas en funcionamiento, es posible considerar la utilización del método del beneficio residual (MBR) que agrega al valor en libros (VeL), el valor actual de los beneficios residuales esperados (Rojo Ramírez, 2007).

Al tratarse de un negocio en marcha y vocación de continuidad, se procede a valorar la empresa mediante actualización de flujos de efectivo (MDFT) estimados, aplicando la Ecuación XI y sobre la base de las hipótesis que se indican en el Anexo 7.

$$\text{Ecuación XI.} \quad VA_0 = \sum_{j=1}^n \frac{FLTE_j}{(1+k_0)^j} + \frac{VE_n}{(1+k_0)^n} - RAc_0$$

### 5.1.1. Estimación de los FLTE

La estimación de los FLTE futuros, se ha realizado a partir de las proyecciones financieras de los ingresos de la empresa considerando un crecimiento de los mismos del 20% durante los años 2019 y 2020 y de un 10% a partir del 2021. Su cálculo se ha realizado siguiendo la Ecuación XII.

Los flujos de efectivo operativos (FTO) y los de inversión (FTI), así como los FLTE esperados son los que se hacen figurar en la Tabla 16 (Ver Anexo7).

$$\text{Ecuación XII.} \quad FLTE = FTO + FTI = RBEdT - V(CC)_e^{st} - IEF$$

**Tabla 16. FLTE**

Magnitud	2019	2020	2021	2022	2023
<b>F.T. Operaciones (FTO)</b>	<b>-44.325,36</b>	<b>82.059,20</b>	<b>102.093,02</b>	<b>112.307,84</b>	<b>123.544,14</b>
- RBEdT	81.399,50	101.763,17	111.945,00	123.145,02	135.465,04
- Variación del capital circulante	<b>-125.724,87</b>	<b>-19.703,97</b>	<b>-9.851,98</b>	<b>-10.837,18</b>	<b>-11.920,90</b>
· Var. Existencias	2.370,45	-86,39	-43,19	-47,51	-52,27
· Var. Deudores comerciales	<b>-22.453,45</b>	<b>-26.909,86</b>	<b>-13.454,93</b>	<b>-14.800,43</b>	<b>-16.280,47</b>
· Var. Acreedores comerciales	105.641,86	7.292,29	3.646,14	4.010,76	4.411,83
<b>Inversión ejercicio (FTI)</b>	<b>-12.612,75</b>	<b>-15.765,94</b>	<b>-7.882,97</b>	<b>-8.671,27</b>	<b>-9.538,39</b>
<b>FT libres económicos</b>	<b>-56.938,11</b>	<b>66.293,27</b>	<b>94.210,05</b>	<b>103.636,57</b>	<b>114.005,75</b>

Fuente: Elaboración propia.

### 5.1.2. Estimación de la tasa de actualización

De acuerdo con la metodología propia del modelo utilizado, la tasa de actualización aplicada para la actualización de los flujos de efectivo previstos a fecha de 31/12/2018 ha sido el coste medio ponderado del capital ( $k_0$ ), calculado utilizando la Ecuación IV vista en el Epígrafe 3.5.3.

El cálculo de  $k_0$  puede verse en el Anexo 4 siendo para esta empresa del 11,98%, según las condiciones de endeudamiento consideradas y de acuerdo con el rendimiento mínimo demandado por los accionistas-propietarios cuyo cálculo, que figura en la tabla de este último anexo, se ha estimado del 16,72%.

### 5.1.3. Valor residual esperado

El valor residual asignado a Iberia Express se ha calculado según la expresión,

$$\text{Ecuación XIII.} \quad VE_n = \frac{FLTE_{n+1}}{k_0 - g}$$

esperándose un FLTE para el ejercicio 2023 y siguientes de 144,1 millones de € [ $FLTE_{2023} \cdot (1 + g_{2023})$ ], sostenible para el futuro. Como tasa de actualización a partir

de 2023 se ha considerado que puede utilizarse la misma que se ha calculado para el período discreto de estimación de los flujos de efectivo, suponiendo que no habrá crecimiento sostenible.

#### 5.1.4. *Horizonte temporal*

Se ha considerado como período razonable de estimación 5 años.

#### 5.1.5. *Activos no afectos y contingencias*

De acuerdo con las manifestaciones de la Dirección de la empresa, y las hipótesis recogidas en el Anexo 7, no existen contingencias significativas que puedan ser relevantes para la determinación del valor de la empresa. Los activos extrafuncionales al 31/12/2018, recogidos a su valor contable, son los que se indican a continuación:

**Tabla 17.** *Activos extrafuncionales 31/12/2018 y no valorados con la actividad*

Tipo de activo	Valor neto contable (miles €)
Inversiones financieras L.P.	6.655,00
Otras inversiones financieras C.P.	103,212,00
<b>Total</b>	<b>109.867,00</b>

Fuente: Elaboración propia.

## 5.2. *Valor económico de Iberia Express*

El valor económico más razonable para Iberia Express por descuento de flujos de efectivo sería de 980.846,32 miles de €, que es el resultado de agregar el valor correspondiente a la actualización de los flujos de efectivo del período discreto o estratégico (281.997,89 miles de €) y el valor residual actualizado o valor asignable al resto de la vida de la empresa (698.848,43 miles de €), tal como se recoge en la Tabla 18 y puede verse con más detalle en el Anexo 8.

**Tabla 18.** *Valor de la empresa*

Tipo	Miles de €
Valor actual de los FLTE (2019-2023)	199.771,27
Valor residual actualizado	594.481,58
<b>Valor económico de Iberia Express (VE)</b>	<b>794.252,85</b>

Fuente: Elaboración propia.

Si tenemos en cuenta los activos extrafuncionales correspondientes a las inversiones no afectas a la actividad, en nuestro caso las inversiones financieras, cuyo importe contable asciende, a 109.867,00 miles de €, el valor total de Iberia Express sería de 904.119,85 miles de € de los que habrá que descontar el valor de las deudas financieras (34.704,00 miles de €), por lo que el valor final para Iberia Express sería el siguiente:

**Tabla 19.** Valor económico y financiero final por actualización de FT  
(millones €)

Valor económico (VE)	Activos extrafuncionales (Ax)	Total, valor de la empresa (VE+ Ax)	Deuda vigente (RAc)	Valor final para el propietario (VA)
794.252,85	109.867,00	904.119,85	-34.704,00	869.415,85
<b>VA = VE + Ax - RAc</b>				

Fuente: Elaboración propia.

Así pues, podemos concluir diciendo que el valor razonable más probable de la empresa para los propietarios, a 31 de diciembre de 2018, es el agregado de el valor financiero de la actividad principal (759.548,85 miles de €) y de la actividad extrafuncional (109.867,00 miles de €).

## 6. Discusión y conclusiones

Del análisis financiero y la valoración contable de Iberia Express, así como del estudio del sector parar el período analizado podemos extraer las siguientes conclusiones:

1. Iberia Express es una sociedad de reciente creación con un rápido crecimiento.
2. El análisis de su rentabilidad tanto económica como financiera revela un crecimiento continuo los últimos años. Este crecimiento está relacionado con el crecimiento del margen tanto económico como financiero.

La Tabla 14 recoge la estructura de gastos de Iberia Express para el período analizado. Se pone de manifiesto cómo los gastos se han mantenido a lo largo de los años o su crecimiento ha sido menor que la CNN.

**Tabla 20.** Estructura de gastos de Iberia Express

CONCEPTOS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Gastos de aprovisionamiento	49.384,44	91.989,19	93.809,22	106.673,44	96.859,00	93.905,00	109.617,00
% sobre la cifra de negocio	29,61%	29,09%	27,82%	27,28%	23,64%	21,08%	21,75%
Gastos de personal	11.681,98	18.906,84	22.433,13	28.898,91	31.143,00	34.463,00	37.046,00
% sobre la cifra de negocio	7,00%	5,98%	6,65%	7,39%	7,60%	7,74%	7,35%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos contables de Iberia Express.

Sin embargo, durante el proceso de valoración hemos podido observar que la estructura de gastos repercute en gran medida disminuyendo el valor de la empresa, destacando principalmente la partida de otros gastos externos. Aunque podemos ver, que las empresas de la competencia, todas ellas compañías aéreas presentan una estructura de gastos similar.

3. La rentabilidad financiera de Iberia Express cubre la expectativa de los propietarios, con una  $k_e = 16,71\%$ . Por otro lado, el proceso inversor seguido por la empresa y el buen desempeño de la misma le ha permitido financiar las inversiones con los recursos generados durante la actividad.
4. Si comparamos las ratios principales de rentabilidad con los del sector, en el conjunto del periodo, el desempeño de Iberia Express ha sido mejor.
5. Como vimos en el Epígrafe 4.2, de acuerdo con la regla de oro de la rentabilidad y del coste de la financiación, dada la elevada rentabilidad y el bajo coste de la deuda de Iberia Express frente al sector, la empresa presenta oportunidad de crecimiento y de creación de valor.

En resumen, podemos decir que el desempeño de Iberia Express es muy positivo, es una empresa en crecimiento con buenos resultados. Como punto de mejora, la estructura de costes perjudica considerablemente el valor económico de la empresa, disminuyendo el porcentaje de gastos, en mayor medida la partida de otros gastos externos, Iberia Express podría incrementar notablemente su valor.

## Referencias bibliográficas

- (ICAO), O. d. (2013). *Sostenibilidad y desarrollo económico del transporte aéreo*, (pág. 5) Montreal.
- Rojo Ramírez, A. A. (2007). *Valoración de Empresas y Gestión Basada en Valor*. Madrid: Thomson.
- Rojo Ramírez, A. A. (2019). *Análisis Económico-Financiero de la Empresa*. Madrid: Garceta Grupo Editoria.
- <https://www.iairgroup.com/>
- [https://grupo.iberia.es/about\\_us](https://grupo.iberia.es/about_us)
- <https://www.iberiaexpress.com/informacion-general/iberia-express>

## **7. Anexos**

<b><u>Anexo 1.</u></b> Datos históricos más significativos de Iberia Express	34
<b><u>Anexo 2.</u></b> Estados pro forma de Iberia Express	42
<b><u>Anexo 3.</u></b> Rentabilidades de la empresa Iberia Express	47
<b><u>Anexo 4.</u></b> Cálculo de la rentabilidad mínima económica	48
<b><u>Anexo 5.</u></b> Ratios de liquidez, solvencia, endeudamiento y P. medios de Iberia Express	49
<b><u>Anexo 6.</u></b> Datos del sector	50
<b><u>Anexo 7.</u></b> Hipótesis para la estimación de los FLTE de Iberia Express	55
<b><u>Anexo 8.</u></b> Estados contables proforma previstos para Iberia Express	57
<b><u>Anexo 9.</u></b> Cálculo del valor de Iberia Express a 31 de diciembre de 2018	58

## 7.1. Anexo 1. Datos históricos contables de Iberia Express según PGC

### 7.1.1. Anexo 1.1. Balances (Activo) a 31 de diciembre

ACTIVO	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>A) ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>0,24</b>	<b>3.567,91</b>	<b>2.284,85</b>	<b>5.761,76</b>	<b>19.060,84</b>	<b>19.537,00</b>	<b>14.207,00</b>	<b>16.507,00</b>
<i>I Inmovilizado intangible</i>	0,00	324,84	327,28	2.176,11	2.979,39	3.735,00	3.321,00	2.493,00
1. Desarrollo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Concesiones	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Patentes, licencias, marcas y similares	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	23,00	12,00	0,00
4. Fondo de comercio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
5. Aplicaciones informáticas	0,00	324,84	327,28	2.176,11	2.979,39	3.712,00	3.309,00	2.493,00
6. Investigación	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
7. Propiedad intelectual	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
9. Otro inmovilizado intangible	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>II Inmovilizado material</i>	0,00	2.473,80	1.525,14	2.082,44	4.696,17	5.240,00	4.447,00	5.601,00
1. Terrenos y construcciones	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	0,00	2.473,80	1.525,14	2.082,44	4.696,17	5.240,00	4.447,00	5.601,00
3. Inmovilizado en curso y anticipos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>III Inversiones inmobiliarias</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1. Terrenos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Construcciones	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo</i>	0,00	0,00	432,19	1.306,33	4.033,47	9.994,00	4.954,00	6.655,00
1. Instrumentos de patrimonio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Créditos a empresas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Valores representativos de deuda	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Derivados	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
5. Otros activos financieros	0,00	0,00	432,19	1.306,33	4.033,47	9.994,00	4.954,00	6.655,00
6. Otras inversiones	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>V Inversiones financieras a largo plazo</i>	0,00	769,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1. Instrumentos de patrimonio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Créditos a terceros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Valores representativos de deuda	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Derivados	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
5. Otros activos financieros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
6. Otras inversiones	0,00	769,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>VI Activos por impuesto diferido</i>	0,24	0,24	0,24	196,88	7.351,81	568,00	1.485,00	1.758,00
<i>VII Deudas comerciales no corrientes</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>B) ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>60,13</b>	<b>76.200,54</b>	<b>92.454,93</b>	<b>90.980,55</b>	<b>120.417,94</b>	<b>149.787,00</b>	<b>197.649,00</b>	<b>270.785,00</b>
<i>I Activos no corrientes mantenidos para la venta</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>II Existencias</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	201,00	2.716,00
1. Comerciales	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Materias primas y otros aprovisionamientos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	201,00	2.716,00

3. Productos en curso	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
a) De ciclo largo de producción	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) De ciclo corto de producción	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Productos terminados	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
a) De ciclo largo de producción	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) De ciclo corto de producción	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
5. Subproductos, residuos y materiales recuperados	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
6. Anticipos a proveedores	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar</i>	<i>0,13</i>	<i>53.177,48</i>	<i>37.202,15</i>	<i>49.139,20</i>	<i>56.675,45</i>	<i>57.591,00</i>	<i>65.602,00</i>	<i>73.830,00</i>
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	0,00	0,00	445,50	824,98	1.621,51	3.144,00	4.234,00	6.218,00
a) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a largo plazo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo	0,00	0,00	445,50	824,98	1.621,51	3.144,00	4.234,00	6.218,00
2. Clientes empresas del grupo y asociadas	0,00	0,00	36.032,26	35.563,16	40.494,40	38.245,00	44.007,00	47.526,00
3. Deudores varios	0,13	53.177,48	429,20	11.587,25	13.897,46	14.715,00	15.704,00	18.350,00
4. Personal	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
5. Activos por impuesto corriente	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas	0,00	0,00	295,19	1.163,81	662,08	1.487,00	1.657,00	1.736,00
7. Accionistas (socios) por desembolsos exigidos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>5.132,61</i>	<i>31.000,00</i>	<i>31.000,00</i>	<i>100.000,00</i>
1. Instrumentos de patrimonio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Créditos a empresas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Valores representativos de deuda	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Derivados	0,00	0,00	0,00	0,00	5.132,61	0,00	0,00	0,00
5. Otros activos financieros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	31.000,00	31.000,00	100.000,00
6. Otras inversiones	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>V Inversiones financieras a corto plazo</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>280,19</i>	<i>496,96</i>	<i>6,12</i>	<i>10.942,00</i>	<i>8.530,00</i>	<i>3.212,00</i>
1. Instrumentos de patrimonio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Créditos a empresas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Valores representativos de deuda	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Derivados	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	10.936,00	8.520,00	3.202,00
5. Otros activos financieros	0,00	0,00	280,19	490,84	0,00	6,00	10,00	10,00
6. Otras inversiones	0,00	0,00	0,00	6,12	6,12	0,00	0,00	0,00
<i>VI Periodificaciones a corto plazo</i>	<i>0,00</i>	<i>1.800,94</i>	<i>1.526,79</i>	<i>2.197,97</i>	<i>5.427,19</i>	<i>7.824,00</i>	<i>8.583,00</i>	<i>9.598,00</i>
<i>VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes</i>	<i>60,00</i>	<i>21.222,12</i>	<i>53.445,80</i>	<i>39.146,42</i>	<i>53.176,57</i>	<i>42.430,00</i>	<i>83.733,00</i>	<i>81.429,00</i>
1. Tesorería	60,00	21.222,12	53.445,80	39.146,42	53.176,57	42.430,00	83.733,00	81.429,00
2. Otros activos líquidos equivalentes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL ACTIVO (A + B)</b>	<b>60,36</b>	<b>79.768,45</b>	<b>94.739,78</b>	<b>96.742,31</b>	<b>139.478,78</b>	<b>169.324,00</b>	<b>211.856,00</b>	<b>287.292,00</b>

7.1.2. Anexo 1.2. Balances (Pasivo y Neto) a 31 de diciembre

PASIVO Y NETO	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>A) PATRIMONIO NETO</b>	<b>59,45</b>	<b>20.819,68</b>	<b>30.520,52</b>	<b>40.805,11</b>	<b>30.464,57</b>	<b>78.891,00</b>	<b>91.532,00</b>	<b>117.777,00</b>
<i>A-1) Fondos propios</i>	59,45	20.819,68	30.520,52	40.805,11	51.302,64	68.556,00	94.088,00	121.134,00
<b>I Capital</b>	60,00	20.060,00	20.060,00	20.060,00	20.060,00	20.060,00	20.060,00	20.060,00
1. Capital escriturado	60,00	20.060,00	20.060,00	20.060,00	20.060,00	20.060,00	20.060,00	20.060,00
2. (Capital no exigido)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>II Prima de emisión</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>III Reservas</b>	0,00	0,00	759,68	10.460,53	20.745,11	25.994,00	42.871,00	58.449,00
1. Legal y estatutarias	0,00	0,00	75,97	1.046,11	2.074,57	3.124,00	3.998,00	4.012,00
2. Otras reservas	0,00	0,00	683,71	9.414,42	18.670,54	22.870,00	38.873,00	54.437,00
<b>IV (Acciones y participaciones en patrimonio propias)</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>V Resultados de ejercicios anteriores</b>	0,00	0,00	-0,55	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1. Remanente	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. (Resultados negativos de ejercicios anteriores)	0,00	0,00	-0,55	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>VI Otras aportaciones de socios</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>VII Resultado del ejercicio</b>	-0,55	759,68	9.701,39	10.284,58	10.497,53	22.502,00	31.157,00	42.625,00
<b>VIII (Dividendo a cuenta)</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>IX Otros instrumentos de patrimonio neto</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>A-2) Ajustes por cambios de valor</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	-20.838,07	10.335,00	-2.706,00	-3.357,00
<b>I Activos financieros disponibles para la venta</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>II Operaciones de cobertura</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	10.335,00	-2.706,00	-3.357,00
<b>III Activos no corrientes y pasivos vinculados, mantenidos para la venta</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>IV Diferencia de conversión</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>V Otros</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	-20.838,07	0,00	0,00	0,00
<i>A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	150,00	0,00
<b>B) PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>0,00</b>	<b>20.694,00</b>	<b>24.349,31</b>	<b>8.557,70</b>	<b>25.172,72</b>	<b>23.677,00</b>	<b>38.332,00</b>	<b>49.627,00</b>
<b>I Provisiones a largo plazo</b>	0,00	2.194,00	5.849,31	8.557,70	17.278,53	19.897,00	30.269,00	41.928,00
1. Obligaciones por prestaciones a largo plazo al personal	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Actuaciones medioambientales	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Provisiones por reestructuración	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Otras provisiones	0,00	2.194,00	5.849,31	8.557,70	17.278,53	19.897,00	30.269,00	41.928,00
<b>II Deudas a largo plazo</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	7.894,19	335,00	8.063,00	7.699,00
1. Obligaciones y otros valores negociables	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Deudas con entidades de crédito	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Acreedores por arrendamiento financiero	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Derivados	0,00	0,00	0,00	0,00	7.894,19	335,00	8.063,00	7.699,00
5. Otros pasivos financieros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>III Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo</b>	0,00	18.500,00	18.500,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>IV Pasivos por impuesto diferido</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3.445,00	0,00	0,00
<b>V Periodificaciones a largo plazo</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>VI Acreedores comerciales no corrientes</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>VII Deuda con características especiales a largo plazo</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

<b>C) PASIVO CORRIENTE</b>	<b>0,91</b>	<b>38.255,32</b>	<b>39.869,95</b>	<b>47.379,50</b>	<b>83.841,49</b>	<b>66.756,00</b>	<b>81.992,00</b>	<b>119.888,00</b>
<b>I Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>II Provisiones a corto plazo</b>	0,00	0,00	1.653,74	1.454,27	2.105,38	7.155,00	7.437,00	3.480,00
1. Provisiones por derechos de emisión de gases de efecto invernadero	0,00	0,00	1.653,74	1.454,27	2.105,38	7.155,00	7.437,00	3.480,00
2. Otras provisiones	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>III Deudas a corto plazo</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	27.749,36	3.088,00	7.291,00	12.818,00
1. Obligaciones y otros valores negociables	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Deudas con entidades de crédito	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Acreedores por arrendamiento financiero	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Derivados	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2.942,00	7.242,00	12.661,00
5. Otros pasivos financieros	0,00	0,00	0,00	0,00	27.749,36	146,00	49,00	157,00
<b>IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo</b>	0,00	441,00	4.675,67	8.986,47	4.255,11	7.629,00	10.304,00	14.187,00
<b>V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar</b>	0,91	37.801,27	33.531,98	36.938,76	49.633,17	48.884,00	56.556,00	89.340,00
1. Proveedores	0,00	0,00	19.226,39	20.439,31	27.271,48	24.533,00	27.222,00	38.519,00
a) Proveedores a largo plazo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) Proveedores a corto plazo	0,00	0,00	19.226,39	20.439,31	27.271,48	24.533,00	27.222,00	38.519,00
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	0,00	0,00	10.007,43	11.600,16	10.045,86	10.697,00	9.675,00	25.500,00
3. Acreedores varios	0,91	37.801,27	0,84	1,95	1,08	0,00	0,00	0,00
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago)	0,00	0,00	1.088,87	1.760,63	2.175,90	1.986,00	4.299,00	4.692,00
5. Pasivos por impuesto corriente	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	0,00	0,00	2.512,83	1.557,51	7.159,86	7.958,00	9.323,00	13.864,00
7. Anticipos de clientes	0,00	0,00	695,62	1.579,20	2.978,99	3.710,00	6.037,00	6.765,00
<b>VI Periodificaciones a corto plazo</b>	0,00	13,06	8,56	0,00	98,47	0,00	404,00	63,00
<b>VII Deuda con características especiales a corto plazo</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A + B + C)</b>	<b>60,36</b>	<b>79.769,00</b>	<b>94.739,78</b>	<b>96.742,31</b>	<b>139.478,78</b>	<b>169.324,00</b>	<b>211.856,00</b>	<b>287.292,00</b>

7.1.3. Anexo 1.3. Pérdidas y ganancias a 31 de diciembre

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>OPERACIONES CONTINUADAS</b>								
<b>1. Importe neto de la cifra de negocios</b>	0,00	166.779,87	316.220,21	337.160,68	390.986,41	409.660,00	445.494,00	504.055,00
a) Ventas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) Prestaciones de servicios	0,00	166.779,87	316.220,21	337.160,68	390.986,41	409.660,00	445.494,00	504.055,00
<b>2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>3. Trabajos realizados por la empresa para su activo</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>4. Aprovisionamientos</b>	0,00	-49.384,44	-91.989,19	-93.809,22	-106.673,44	-96.859,00	-93.905,00	-109.617,00
a) Consumo de mercaderías	0,00	0,00	-37,14	-52,43	-42,95	-59,00	-35,00	-73,00
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles	0,00	-49.384,44	-91.952,05	-93.756,79	-106.630,49	-96.800,00	-93.870,00	-109.544,00
c) Trabajos realizados por otras empresas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>5. Otros ingresos de explotación</b>	0,00	0,00	0,00	401,38	1.076,39	2.505,00	0,00	455,00
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio	0,00	0,00	0,00	401,38	1.076,39	2.505,00	0,00	455,00
<b>6. Gastos de personal</b>	0,00	-11.681,98	-18.906,84	-22.433,13	-28.898,91	-31.143,00	-34.463,00	-37.046,00
a) Sueldos, salarios y asimilados	0,00	-11.681,98	-16.058,39	-19.128,74	-24.573,81	-26.255,00	-29.280,00	-31.411,00
b) Cargas sociales	0,00	0,00	-2.848,45	-3.304,39	-4.325,10	-4.888,00	-5.183,00	-5.635,00
c) Provisiones	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>7. Otros gastos de explotación</b>	-0,78	-104.125,32	-189.055,75	-205.233,88	-239.002,51	-252.332,00	-267.188,00	-288.690,00
a) Servicios exteriores	-0,78	-104.125,32	-185.532,02	-202.743,34	-234.533,02	-247.639,00	-262.178,00	-282.527,00
b) Tributos	0,00	0,00	-2,37	-69,02	-67,34	-71,00	-65,00	-68,00
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
d) Otros gastos de gestión corriente	0,00	0,00	-3.521,36	-2.421,52	-4.402,15	-4.622,00	-4.945,00	-6.095,00
<b>8. Amortización del inmovilizado</b>	0,00	-298,37	-520,13	-881,13	-1.734,30	-2.895,00	-3.673,00	-4.172,00
<b>9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>10. Excesos de provisiones</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado</b>	0,00	0,00	-1.400,03	-46,40	-129,33	-52,00	0,00	0,00
a) Deterioro y pérdidas	0,00	0,00	0,00	-46,40	-129,33	-52,00	0,00	0,00
b) Resultados por enajenaciones y otras	0,00	0,00	-1.400,03	0,00	-129,33	-52,00	0,00	0,00
<b>12. Diferencia negativa de combinaciones de negocio</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>13. Otros resultados</b>	0,00	0,00	-21,83	-9,20	-142,22	-153,00	-62,00	-59,00
<b>A1) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)</b>	<b>-0,78</b>	<b>1.289,76</b>	<b>14.326,44</b>	<b>15.149,10</b>	<b>15.482,09</b>	<b>28.731,00</b>	<b>46.203,00</b>	<b>64.926,00</b>
<b>14. Ingresos financieros</b>	0,00	9,91	105,54	136,84	35,97	8,00	0,00	84,00
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
a1) En empresas del grupo y asociadas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
a2) En terceros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	0,00	9,91	105,54	136,84	35,97	8,00	0,00	84,00
b1) De empresas del grupo y asociadas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

b2) De terceros	0,00	9,91	105,54	136,84	35,97	8,00	0,00	84,00
c) Imputación de subvenciones, donaciones y legados de carácter financiero	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>15. Gastos financieros</b>	<b>0,00</b>	<b>-115,42</b>	<b>-192,35</b>	<b>-176,98</b>	<b>0,00</b>	<b>-841,00</b>	<b>-787,00</b>	<b>-398,00</b>
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas	0,00	-115,42	-192,35	-176,98	0,00	0,00	0,00	0,00
b) Por deudas con terceros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-316,00	0,00
c) Por actualización de provisiones	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-841,00	-471,00	-398,00
<b>16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-172,50</b>	<b>2.505,00</b>	<b>-1.998,00</b>	<b>-7.847,00</b>
a) Cartera de negociación y otros	0,00	0,00	0,00	0,00	-172,50	2.505,00	-1.998,00	-7.847,00
b) Imputación al resultado del ejercicio por activos financieros disponibles para la venta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>17. Diferencias de cambio</b>	<b>0,00</b>	<b>-99,00</b>	<b>-380,50</b>	<b>-369,49</b>	<b>-780,43</b>	<b>-371,00</b>	<b>-2.020,00</b>	<b>94,00</b>
<b>18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
a) Deterioros y pérdidas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) Resultados por enajenaciones y otras	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>19. Otros ingresos y gastos de carácter financiero</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
a) Incorporación al activo de gastos financieros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) Ingresos financieros derivados de convenios de acreedores	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
c) Resto de ingresos y gastos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>A2) RESULTADO FINANCIERO (14 + 15 + 16 + 17 + 18)</b>	<b>0,00</b>	<b>-204,50</b>	<b>-467,31</b>	<b>-409,63</b>	<b>-916,96</b>	<b>1.301,00</b>	<b>-4.805,00</b>	<b>-8.067,00</b>
<b>A3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A1 + A2)</b>	<b>-0,78</b>	<b>1.085,26</b>	<b>13.859,13</b>	<b>14.739,47</b>	<b>14.565,13</b>	<b>30.032,00</b>	<b>41.398,00</b>	<b>56.859,00</b>
20. Impuestos sobre beneficios	0,24	-325,58	-4.157,74	-4.454,89	-4.067,60	-7.530,00	-10.241,00	-14.234,00
<b>A4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A3 + 19)</b>	<b>-0,55</b>	<b>759,68</b>	<b>9.701,39</b>	<b>10.284,58</b>	<b>10.497,53</b>	<b>22.502,00</b>	<b>31.157,00</b>	<b>42.625,00</b>
<b>B) OPERACIONES INTERRUMPIDAS</b>								
20. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas netas de impuestos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>C) RESULTADO DEL EJERCICIO (A4 + 20)</b>	<b>-0,55</b>	<b>759,68</b>	<b>9.701,39</b>	<b>10.284,58</b>	<b>10.497,53</b>	<b>22.502,00</b>	<b>31.157,00</b>	<b>42.625,00</b>

7.1.4. Anexo 1.4. Estado de flujos de efectivo a 31 de diciembre

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN</b>								
<b>1. Resultado del ejercicio antes de impuestos</b>	-0,78	1.085,26	13.859,13	14.739,47	14.565,13	30.032,00	41.398,00	56.859,00
<b>2. Ajustes del resultado</b>	0,78	-1.085,26	7.696,52	3.848,39	12.231,83	13.507,00	27.144,00	32.937,00
a) Amortización del inmovilizado (+)	0,78	-1.085,26	520,13	881,13	1.734,30	2.895,00	3.674,00	4.172,00
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	0,00	0,00	5.309,04	2.510,96	9.370,53	0,00	0,00	0,00
c) Variación de provisiones (+/-)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	11.861,00	18.665,00	20.697,00
d) Imputación de subvenciones (-)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	0,00	0,00	1.400,03	46,68	129,00	52,00	0,00	0,00
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
g) Ingresos financieros (-)	0,00	0,00	-105,54	-136,84	-36,00	-8,00	0,00	-83,00
h) Gastos financieros (+)	0,00	0,00	192,35	176,97	0,00	841,00	787,00	398,00
i) Diferencias de cambio (+/-)	0,00	0,00	380,51	369,49	862,00	370,00	2.020,00	-94,00
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	0,00	0,00	0,00	0,00	172,00	-2.504,00	1.998,00	7.847,00
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>3. Cambios en el capital corriente</b>	0,00	0,00	11.887,99	-9.377,76	2.511,17	-4.071,00	-1.002,00	20.246,00
a) Existencias (+/-)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-2.716,00
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	0,00	0,00	15.975,33	-11.937,37	-7.536,00	-915,00	-8.011,00	-8.227,00
c) Otros activos corrientes (+/-)	0,00	0,00	274,15	-678,00	-3.229,00	-2.397,00	-763,00	-1.015,00
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	0,00	0,00	-4.357,00	3.246,61	13.177,70	-750,00	5.041,00	31.819,00
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	0,00	0,00	-4,49	-9,00	98,47	-9,00	2.327,00	726,00
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	404,00	-341,00
<b>4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>	0,00	0,00	-201,00	-601,00	-8.978,00	-9.348,00	-16.113,00	-23.351,00
a) Pagos de intereses (-)	0,00	0,00	-115,00	-192,00	-177,00	0,00	0,00	0,00
b) Cobros de dividendos (+)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
c) Cobros de intereses (+)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-) (TAXP)	0,00	0,00	0,00	0,00	-8.826,00	-4.313,00	-7.632,00	-10.356,00
e) Otros pagos (cobros) (-/+)	0,00	0,00	-86,00	-409,00	25,00	-5.035,00	-8.481,00	-12.995,00
<b>5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)</b>	<b>-0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>33.242,64</b>	<b>8.609,10</b>	<b>20.330,13</b>	<b>30.120,00</b>	<b>51.427,00</b>	<b>86.691,00</b>
<b>B) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>								
<b>6. Pagos por inversiones (-)</b>	0,00	0,00	-974,00	-4.039,00	-5.437,00	-35.247,00	-2.479,00	-73.510,00
a) Empresas del grupo y asociadas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-69.000,00
b) Inmovilizado intangible	0,00	0,00	-88,00	-2.223,00	-3.701,00	-2.079,00	-1.445,00	-1.218,00
c) Inmovilizado material	0,00	0,00	-886,00	-942,00	-1.580,00	-2.168,00	-1.022,00	-3.280,00
d) Inversiones inmobiliarias	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
e) Otros activos financieros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-31.000,00	-12,00	-12,00
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
g) Unidad de negocio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
h) Otros activos	0,00	0,00	0,00	-874,00	-156,00	0,00	0,00	0,00
<b>7. Cobros por desinversiones (+)</b>	0,00	0,00	336,85	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
a) Empresas del grupo y asociadas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) Inmovilizado intangible	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
c) Inmovilizado material	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

d) Inversiones inmobiliarias	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
e) Otros activos financieros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
g) Unidad de negocio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
h) Otros activos	0,00	0,00	336,85	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-637,15</b>	<b>-4.039,00</b>	<b>-5.437,00</b>	<b>-35.247,00</b>	<b>-2.479,00</b>	<b>-73.510,00</b>	
<b>C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN</b>									
<b>9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio</b>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
a) Emisión de instrumentos de patrimonio (+)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) Amortización de instrumentos de patrimonio (-)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero</b>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>-18.500,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
a) Emisión	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1. Obligaciones y otros valores negociables (+)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Deudas con entidades de crédito (+)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (+)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Deudas con características especiales (+)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
5. Otras deudas (+)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) Devolución y amortización de	0,00	0,00	0,00	<i>-18.500,00</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1. Obligaciones y otros valores negociables (-)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Deudas con entidades de crédito (-)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas (-)	0,00	0,00	0,00	<i>-18.500,00</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Deudas con características especiales (-)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
5. Otras deudas (-)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio</b>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>-5.250,00</i>	<i>-5.625,00</i>	<i>-15.579,00</i>	
a) Dividendos (-)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	<i>-5.250,00</i>	<i>-5.625,00</i>	<i>-15.579,00</i>	
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio (-)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-18.500,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-5.250,00</b>	<b>-5.625,00</b>	<b>-15.579,00</b>	
<b>D) EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO</b>									
	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-380,50</b>	<b>-369,49</b>	<b>-862,00</b>	<b>-370,00</b>	<b>-2.020,00</b>	<b>94,00</b>	
<b>E) AUMENTO/DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES (5 + 8 + 12 + D)</b>									
	<b>-0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>32.224,99</b>	<b>-14.299,39</b>	<b>14.031,13</b>	<b>-10.747,00</b>	<b>41.303,00</b>	<b>-2.304,00</b>	
<i>Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio</i>	<i>21.222,13</i>	<i>21.222,13</i>	<i>21.222,13</i>	<i>53.447,12</i>	<i>39.147,73</i>	<i>53.178,86</i>	<i>42.431,86</i>	<i>83.734,86</i>	
<i>Efectivo o equivalentes al final del ejercicio</i>	<i>21.222,13</i>	<i>21.222,13</i>	<i>53.447,12</i>	<i>39.147,73</i>	<i>53.178,86</i>	<i>42.431,86</i>	<i>83.734,86</i>	<i>81.430,86</i>	

## 7.2. Anexo 2.- Estados pro forma de Iberia Express

### 7.2.1. Anexo 2.1a. ACTIVO (Versión CI) de Iberia Express a diciembre

Activo	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Activo Fijo.....[AF]</b>	<b>0</b>	<b>3.568</b>	<b>2.285</b>	<b>5.565</b>	<b>11.709</b>	<b>18.969</b>	<b>12.722</b>	<b>14.749</b>
Activo Inmovilizado .... [AI] ..	0	2.799	1.852	4.259	7.676	8.975	7.768	8.094
Activos tangibles e intangibles	0	2.799	1.852	4.259	7.676	8.975	7.768	8.094
- Amortización acumulada	0	0	0	0	0	0	0	0
Activo Financiero	0	769	432	1.306	4.033	9.994	4.954	6.655
<b>Capital circulante ..... [CC<sub>e</sub>] ..</b>	<b>59</b>	<b>36.192</b>	<b>51.131</b>	<b>43.730</b>	<b>53.515</b>	<b>29.032</b>	<b>64.938</b>	<b>34.520</b>
+ Existencias..... [Ex] ..	0	0	0	0	0	0	201	2.716
+ Deudores comerciales.. [DCm] ..	0	54.978	38.434	50.173	61.441	63.928	72.528	81.692
+ Otros activos circulantes ..[OAC] ..	0	0	295	1.361	8.014	2.055	3.142	3.494
+ Disponible ..... [DISP] ..	60	21.222	53.446	39.146	53.177	42.430	83.733	81.429
- Acreedores comerciales [ACm] ..	-1	-37.814	-29.939	-33.621	-40.396	-38.940	-43.338	-70.847
- Otros pasivos circulantes [OPC]..	0	0	-5.255	-4.772	-11.441	-17.099	-21.059	-22.036
- Otros deudas a L.P. [ODLP]	0	-2.194	-5.849	-8.558	-17.279	-23.342	-30.269	-41.928
Activo circulante financiero (AC <sub>f</sub> )	0	0	280	497	5.139	41.942	39.530	103.212
<b>CAPITAL INVERTIDO (CI)</b>	<b>59</b>	<b>39.760</b>	<b>53.696</b>	<b>49.792</b>	<b>70.363</b>	<b>89.943</b>	<b>117.190</b>	<b>152.481</b>
<b>CAPITAL INVERTIDO ECONÓMICO (CI<sub>e</sub>)</b>	<b>59</b>	<b>38.984</b>	<b>52.910</b>	<b>47.893</b>	<b>61.165</b>	<b>38.001</b>	<b>72.706</b>	<b>42.551</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Iberia Express.

7.2.2. Anexo 2.1b. PASIVO Y NETO (Versión CI) de Iberia Express a diciembre

<b>PN y Pasivo</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Recursos Propios (RP)</b>	<b>59</b>	<b>20.820</b>	<b>30.521</b>	<b>40.805</b>	<b>30.465</b>	<b>78.891</b>	<b>91.532</b>	<b>117.777</b>
Capital social (CS)	60	20.060	20.060	20.060	20.060	20.060	20.060	20.060
Beneficios retenidos (BR)	0	0	759	10.461	20.745	25.994	42.871	58.449
RTDO DEL EJERCICIO (RTDO)	-1	760	9.701	10.285	10.498	22.502	31.157	42.625
Otros Recursos propios (ORP)	0	0	0	0	-20.838	10.335	-2.556	-3.357
<b>Recursos ajenos con coste (RAc)</b>	0	18.941	23.176	8.986	39.899	11.052	25.658	34.704
Oblig. financieras L.P... [OFLP]..	0	18.500	18.500	0	7.894	335	8.063	7.699
Oblig. financieras C.P... [OFCP]..	0	441	4.676	8.986	32.004	10.717	17.595	27.005
Pasivo Ajeno a la explotación (PC <sub>f</sub> )	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>PN Y PASIVO TOTAL ..... [PN+PT] ..</b>	<b>59</b>	<b>39.761</b>	<b>53.696</b>	<b>49.792</b>	<b>70.363</b>	<b>89.943</b>	<b>117.190</b>	<b>152.481</b>
<b>PN y PASIVO TOTAL AFECTO .... [PN + RAc] ..</b>	<b>59</b>	<b>38.985</b>	<b>52.910</b>	<b>47.893</b>	<b>61.165</b>	<b>38.001</b>	<b>72.706</b>	<b>42.551</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Iberia Express.

7.2.3. Anexo 2.2. Cuentas de pérdidas y ganancias de Iberia Express de 2011-2018.

Partida	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>A) OPERACIONES CONTINUADAS</b>								
1. Importe neto de la cifra de negocios (CNN)	0,00	166.779,87	316.220,21	337.160,68	390.986,41	409.660,00	445.494,00	504.055,00
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
5. Otros ingresos de explotación (OIExp)	0,00	0,00	0,00	401,38	1.076,39	2.505,00	0,00	455,00
<b>VALOR DE LA PRODUCCIÓN (VP)</b>	<b>0,00</b>	<b>166.779,87</b>	<b>316.220,21</b>	<b>337.562,06</b>	<b>392.062,80</b>	<b>412.165,00</b>	<b>445.494,00</b>	<b>504.510,00</b>
4. Aprovisionamientos (Cons)	0,00	-49.384,44	-91.989,19	-93.809,22	-106.673,44	-96.859,00	-93.905,00	-109.617,00
7. Otros gastos de explotación (OGExp)	-0,78	-104.125,32	-189.055,75	-205.233,88	-239.002,51	-252.332,00	-267.188,00	-288.690,00
<b>VALOR AÑADIDO DE LA EMPRESA (VAE)</b>	<b>-0,78</b>	<b>13.270,11</b>	<b>35.175,27</b>	<b>38.518,96</b>	<b>46.386,85</b>	<b>62.974,00</b>	<b>84.401,00</b>	<b>106.203,00</b>
6. Gastos de personal (GP)	0,00	-11.681,98	-18.906,84	-22.433,13	-28.898,91	-31.143,00	-34.463,00	-37.046,00
<b>RESULTADO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN (RBE)</b>	<b>-0,78</b>	<b>1.588,14</b>	<b>16.268,43</b>	<b>16.085,83</b>	<b>17.487,94</b>	<b>31.831,00</b>	<b>49.938,00</b>	<b>69.157,00</b>
8. Amortización del inmovilizado (DA)	0,00	-298,37	-520,13	-881,13	-1.734,30	-2.895,00	-3.673,00	-4.172,00
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
10. Excesos de provisiones.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado y otros	0,00	0,00	-1.421,86	-55,60	-271,55	-205,00	-62,00	-59,00
<b>A.1) RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN (RNE)</b>	<b>-0,78</b>	<b>1.289,76</b>	<b>14.326,44</b>	<b>15.149,10</b>	<b>15.482,09</b>	<b>28.731,00</b>	<b>46.203,00</b>	<b>64.926,00</b>
12. Ingresos financieros (IFin)	0,00	9,91	105,54	136,84	35,97	8,00	0,00	84,00
13. Gastos financieros (GF)	0,00	-115,42	-192,35	-176,98	0,00	-841,00	-787,00	-398,00
14. Variación de valor razonable en instrumentos financieros.	0,00	0,00	0,00	0,00	-172,50	2.505,00	-1.998,00	-7.847,00
15. Diferencias de cambio.	0,00	-99,00	-380,50	-369,49	-780,43	-371,00	-2.020,00	94,00
16. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>A.2) RESULTADO FINANCIERO (13+14+15+16+17)</b>	<b>0,00</b>	<b>-204,50</b>	<b>-467,31</b>	<b>-409,63</b>	<b>-916,96</b>	<b>1.301,00</b>	<b>-4.805,00</b>	<b>-8.067,00</b>
<b>A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1+A.2)</b>	<b>-0,78</b>	<b>1.085,26</b>	<b>13.859,13</b>	<b>14.739,47</b>	<b>14.565,13</b>	<b>30.032,00</b>	<b>41.398,00</b>	<b>56.859,00</b>
17. Impuestos sobre beneficios (TAX)	0,24	-325,58	-4.157,74	-4.454,89	-4.067,60	-7.530,00	-10.241,00	-14.234,00
<b>A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3+18)</b>	<b>-0,55</b>	<b>759,68</b>	<b>9.701,39</b>	<b>10.284,58</b>	<b>10.497,53</b>	<b>22.502,00</b>	<b>31.157,00</b>	<b>42.625,00</b>
<b>B) OPERACIONES INTERRUMPIDAS</b>								
18. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4+19)</b>	<b>-0,55</b>	<b>759,68</b>	<b>9.701,39</b>	<b>10.284,58</b>	<b>10.497,53</b>	<b>22.502,00</b>	<b>31.157,00</b>	<b>42.625,00</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Iberia Express.

7.2.4. Anexo 2.2b. Estructura de las Cuentas de pérdidas y ganancias de Iberia Express de 2011-2018.

Partida	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>A) OPERACIONES CONTINUADAS</b>								
1. Importe neto de la cifra de negocios.	0,00%	100,00%	100,00%	99,88%	99,73%	99,39%	100,00%	99,91%
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5. Otros ingresos de explotación.	0,00%	0,00%	0,00%	0,12%	0,27%	0,61%	0,00%	0,09%
<b>VALOR DE LA PRODUCCIÓN (VP)</b>	0,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
4. Aprovisionamientos.	0,00%	-29,61%	-29,09%	-27,79%	-27,21%	-23,50%	-21,08%	-21,73%
7. Otros gastos de explotación.	0,00%	-62,43%	-59,79%	-60,80%	-60,96%	-61,22%	-59,98%	-57,22%
<b>VALOR AÑADIDO DE LA EMPRESA (VAE)</b>	0,00%	7,96%	11,12%	11,41%	11,83%	15,28%	18,95%	21,05%
6. Gastos de personal.	0,00%	-7,00%	-5,98%	-6,65%	-7,37%	-7,56%	-7,74%	-7,34%
<b>RESULTADO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN (RBE)</b>	0,00%	0,95%	5,14%	4,77%	4,46%	7,72%	11,21%	13,71%
8. Amortización del inmovilizado.	0,00%	-0,18%	-0,16%	-0,26%	-0,44%	-0,70%	-0,82%	-0,83%
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
10. Excesos de provisiones.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado.	0,00%	0,00%	-0,45%	-0,02%	-0,07%	-0,05%	-0,01%	-0,01%
<b>A.1) RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN (RNE)</b>	0,00%	0,77%	4,53%	4,49%	3,95%	6,97%	10,37%	12,87%
12. Ingresos financieros.	0,00%	0,01%	0,03%	0,04%	0,01%	0,00%	0,00%	0,02%
13. Gastos financieros.	0,00%	-0,07%	-0,06%	-0,05%	0,00%	-0,20%	-0,18%	-0,08%
14. Variación de valor razonable en instrumentos financieros.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,04%	0,61%	-0,45%	-1,56%
15. Diferencias de cambio.	0,00%	-0,06%	-0,12%	-0,11%	-0,20%	-0,09%	-0,45%	0,02%
16. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>A.2) RESULTADO FINANCIERO (13+14+15+16+17)</b>	0,00%	-0,12%	-0,15%	-0,12%	-0,23%	0,32%	-1,08%	-1,60%
<b>A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1+A.2)</b>	0,00%	0,65%	4,38%	4,37%	3,71%	7,29%	9,29%	11,27%
17. Impuestos sobre beneficios.	0,00%	-0,20%	-1,31%	-1,32%	-1,04%	-1,83%	-2,30%	-2,82%
<b>A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3+18)</b>	0,00%	0,46%	3,07%	3,05%	2,68%	5,46%	6,99%	8,45%
<b>B) OPERACIONES INTERRUMPIDAS</b>	0,00%							
18. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4+19)</b>	0,00%	0,46%	3,07%	3,05%	2,68%	5,46%	6,99%	8,45%
Dividendos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-1,27%	-1,26%	-3,09%
Beneficios retenidos	0,00%	0,46%	3,07%	3,05%	2,68%	4,19%	5,73%	5,36%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Iberia Express.

7.2.5. Anexo 2.3. Estado de flujos de efectivo de Iberia Express de 2011-2018.

Partida	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Flujos de efectivo operativos..... (FTO<sub>edT</sub>)</b>	<b>-0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>33.443,64</b>	<b>9.210,10</b>	<b>20.482,13</b>	<b>35.155,00</b>	<b>59.908,00</b>	<b>99.686,00</b>
Rtdo antes de impuesto (RAI) - TAXP	-0,78	1.085,26	13.859,13	14.739,47	5.739,13	25.719,00	33.766,00	46.503,00
Ajustes al resultado (ARAI)	0,78	-1.085,26	7.696,52	3.848,39	12.231,83	13.507,00	27.144,00	32.937,00
Variación CC explotación (V(CC <sub>e</sub> ) <sup>st</sup> )	0,00	0,00	11.887,99	-9.377,76	2.511,17	-4.071,00	-1.002,00	20.246,00
Var Existencias	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-2.716,00
Var Deudores comerciales	0,00	0,00	16.249,48	-12.615,37	-10.765,00	-3.312,00	-8.774,00	-9.242,00
Var Acreedores comerciales	0,00	0,00	-4.361,49	3.237,61	13.276,17	-759,00	7.368,00	32.545,00
Var activos y pasivos no corrientes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	404,00	-341,00
<b>+ Flujos de efectivo por inversiones económicas.. (FTI<sub>e</sub>)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-637,15</b>	<b>-4.039,00</b>	<b>-5.437,00</b>	<b>-4.247,00</b>	<b>-2.467,00</b>	<b>-73.498,00</b>
Inversiones pagadas	0,00	0,00	-974,00	-4.039,00	-5.437,00	-4.247,00	-2.467,00	-73.498,00
Desinversiones cobradas	0,00	0,00	336,85	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Subvenciones cobradas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>= Flujos libres de efectivo económicos..... (FLTE)</b>	<b>-0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>32.806,49</b>	<b>5.171,10</b>	<b>15.045,13</b>	<b>30.908,00</b>	<b>57.441,00</b>	<b>26.188,00</b>
<b>+ Flujos de efectivo de los prestamistas.....(FLTD)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-115,00</b>	<b>-18.692,00</b>	<b>-177,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Recursos cobrados (ORA)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Recursos pagados (DRA)	0,00	0,00	0,00	-18.500,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Intereses pagados (GFP)	0,00	0,00	-115,00	-192,00	-177,00	0,00	0,00	0,00
<b>+ Flujos de efectivo de los propietarios..... (FLTP)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-5.250,00</b>	<b>-5.625,00</b>	<b>-15.579,00</b>
Recursos cobrados (ORP)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Recursos pagados (DRP)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendos pagados (DIVP)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-5.250,00	-5.625,00	-15.579,00
<b>= Flujos de efectivo de las actividades financieras (FTAF)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-115,00</b>	<b>-18.692,00</b>	<b>-177,00</b>	<b>-5.250,00</b>	<b>-5.625,00</b>	<b>-15.579,00</b>
VARIACIÓN DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES (VT <sub>e</sub> )	-0,00	0,00	32.691,49	-13.520,90	14.868,13	25.658,00	51.816,00	10.609,00
+ Flujos de efectivo ajenos a la actividad...(FT <sub>r</sub> )	0,00	0,00	-86,00	-409,00	25,00	-36.035,00	-8.493,00	-13.007,00
<b>= VARIACIÓN DE LA EFECTIVO DEL EJERCICIO (VT)</b>	<b>-0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>32.224,99</b>	<b>-14.299,39</b>	<b>14.031,13</b>	<b>-10.747,00</b>	<b>41.303,00</b>	<b>-2.304,00</b>
+ Disponible al comienzo del ejercicio (DISP <sub>i</sub> )	21.222,13	21.222,13	21.222,13	53.447,12	39.147,73	53.178,86	42.431,86	83.734,86
= Disponible al final del ejercicio (DISP <sub>f</sub> )	21.222,13	21.222,13	53.447,12	39.147,73	53.178,86	42.431,86	83.734,86	81.430,86

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Iberia Express.

### 7.3. Anexo 3.- Rentabilidades de la empresa Iberia Express.

<b>RATIOS DE RENTABILIDAD</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>Promedio</b>
<b>RENT. CAP. INVERTIDO [ROIC=RBEdT/CI<sub>m</sub>].</b>	<b>4,87%</b>	<b>29,25%</b>	<b>28,14%</b>	<b>24,24%</b>	<b>36,42%</b>	<b>39,21%</b>	<b>41,87%</b>	<b>29,14%</b>
MARGEN EXPLOTACION [ $m = RBEdT/CNN$ ]	0,95%	5,14%	4,77%	4,47%	7,77%	11,21%	13,72%	6,86%
ROTACION CAPITAL INVERTIDO [ $CNN/CI_m$ ] ..	8,377	6,767	6,516	6,508	5,111	4,302	3,738	5,903
<b>RENT. FINANCIERA. ...[RF<sub>dr</sub>=RBEdIT/RP<sub>m</sub>] ..</b>	<b>10,99%</b>	<b>46,43%</b>	<b>32,12%</b>	<b>37,66%</b>	<b>42,91%</b>	<b>45,66%</b>	<b>52,10%</b>	<b>47,72%</b>
MARGEN FINANCIERO [ $m_f = RBEdIT/CNN$ ]	0,69%	3,77%	3,40%	3,43%	5,73%	8,73%	10,82%	5,22%
ROTACION CAPITAL INVERTIDO [ $CNN/CI_m$ ] ..	8,377	6,767	6,516	6,508	5,111	4,302	3,738	5,903
ENDEUDAMIENTO (2) ( $CI_m/RP_m$ )	1,907	1,820	1,451	1,686	1,466	1,215	1,288	1,548

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Iberia Express.

#### 7.4. Anexo 4.- Cálculo de la rentabilidad mínima económica.

Rentabilidad mínima	( $k_e$ )	( $k_d$ ) <sup>(\\$)</sup>	( $e$ ) <sup>(&amp;)</sup>	( $k_0$ )
Tasa sin riesgo ( $R_f$ )	2,83%			
Prima de mercado ( $P_M$ ) (#)	6,6%			
Beta total ( $\beta_T$ ) <sup>(**)</sup>	1,163			
Prima específica ( $P_e = P_M \cdot \beta_T$ )	7,67%			
<b><math>k_e</math></b>	<b>16,71%</b>	<b>2,18%</b>	<b>0,29</b>	<b>11,98%</b>

(#)  $P_M$  diferencial entre la Rentabilidad de mercado y la tasa sin riesgo. Tomada de Fernández et al., (2017)

(\*\*) Tomando valores del 2011 a 2018

(\\$) Promedio del tipo de interés contable para el período histórico 2011/18

(&) Posición de endeudamiento al cierre del ejercicio 2018

La beta total se ha calculado según la expresión ( $\frac{\sigma_e}{\sigma_M}$ ), siendo:

- $\sigma_e$ , la desviación típica de las rentabilidades financieras de la empresa ( $RF_{AT}$ ) en el período histórico analizado.
- $\sigma_M$ , la desviación típica de las rentabilidades de mercado ( $R_M$ ) en el período histórico analizado.
- $k_0$  ha sido calculado mediante la ecuación:

$$k_0 = k_e \frac{RP}{RP + RAc} + k_d(1 - t_e) \frac{RAc}{RP + RAc}$$

Las rentabilidades históricas soporte para el cálculo de  $\sigma$  son las que se muestran a continuación:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Promedio
$RF_{AT}$ (empresa)	10,99%	46,43%	32,12%	37,66%	42,91%	45,66%	52,10%	<b>47,72%</b>
$R_M$ (mercado)	<b>-4,7%</b>	21,4%	3,7%	<b>-7,2%</b>	<b>-2,0%</b>	7,4%	<b>-15,0%</b>	<b>-1,2%</b>
$R_f$ (Deuda pública)	5,32%	4,12%	1,75%	1,48%	1,43%	1,49%	1,47%	<b>2,83%</b>

## 7.5. Anexo 5.- Ratios de liquidez, solvencia, endeudamiento y periodos medios de Iberia Express.

### 7.5.1. Anexo 5.1. Liquidez y endeudamiento.

RATIOS DE LIQUIDEZ	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Promedio
SOLVENCIA A CORTO ..... [CEP <sub>cp</sub> =RGO/V(CC)e]			1,982		10,695	68,405		-
SOLVENCIA A LARGO.....[CEP <sub>lp</sub> =RGO/IETN]			1,385	9,159	5,234	19,758	1,686	-
COBERTURA DE LAS INVERSIONES EN FIJO.....[CAFe =OFLP/AFe]	5,185	8,098	0,000	0,674	0,018	0,634	0,522	1,421
COBERTURA DE LAS INVERSIONES AUTOFINANCIADA ..... [C(FTDC)= FTDC/FTIe]		52,309		3,735	7,041	22,004	1,144	12,319

**Fuente:** Elaboración propia a partir de los datos de Iberia Express.

### 7.5.2. Anexo 5.2. Periodos medios de cobro y pago y endeudamiento.

PERIODO MEDIO DE MADURACION	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Promedio
Periodo medio cobro clientes [PMCI]	59	53	48	56	60	57	57	47
Periodo medio pago proveed. [PMPPr]	47	52	53	60	77	87	104	62
ENDEUDAMIENTO (c)..... [e=RAc/RP]	0,910	0,759	0,220	1,310	0,140	0,280	0,295	0,429

**Fuente:** Elaboración propia a partir de los datos de Iberia Express.

## 7.6. Anexo 6.- Datos del sector.

### 7.6.1. Anexo 6.1. Ratios de rentabilidad.

Etiquetas de fila	2012			2013			2014			2015			2016			2017			2018		
	RFdT	REaT	mfa	RFdT	REaT	mfa	RFdT	REaT	mfa	RFdT	REaT	mfa	RFdT	REaT	mfa	RFdT	REaT	mfa	RFdT	REaT	mfa
Aerodynamics Malaga SL	0,00%	-8,02%	0,00%	7,09%	6,00%	7,13%	6,78%	6,81%	6,13%	8,34%	7,76%	7,61%	6,69%	6,09%	6,01%	1,62%	9,79%	1,47%	33,32%	20,06%	14,77%
Aeronaves Del Noroeste SL	31,29%	22,58%	21,31%	49,94%	18,68%	38,55%	0,00%	14,12%	0,00%	24,37%	18,87%	17,73%	14,51%	11,06%	8,98%	23,75%	25,97%	39,30%	6,57%	5,92%	64,49%
Air Europa Lineas Aereas SA	0,00%	-16,90%	0,00%	97,48%	215,35%	2,72%	20,86%	140,43%	0,74%	8,43%	45,31%	0,28%	0,00%	30,65%	0,00%	26,97%	40,92%	0,98%	78,72%	105,65%	2,99%
Air Nostrum	0,00%	-9,64%	0,00%	0,00%	-3,88%	0,00%	119,96%	30,65%	3,70%	151,33%	36,24%	5,22%	77,28%	25,57%	4,06%	54,86%	27,04%	4,29%	57,26%	30,36%	4,90%
Air Taxi & Charter International SL	32,39%	16,93%	2,71%	95,73%	19,71%	4,59%	108,11%	25,42%	5,00%	114,32%	37,38%	6,90%	120,48%	36,97%	8,53%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Airworks Helicopters SL.	40,24%	32,48%	104,14%	12,97%	11,18%	22,82%	15,77%	13,82%	30,48%	6,83%	6,79%	10,37%	14,83%	14,71%	22,03%	19,98%	16,21%	18,62%	18,98%	13,55%	19,98%
Albastar SA.	0,00%	-18,24%	0,00%	93,08%	89,65%	4,08%	55,12%	62,11%	4,02%	51,21%	49,14%	3,89%	22,78%	11,06%	1,17%	35,96%	58,36%	1,57%	69,56%	62,43%	3,39%
Arcus Air Logistic Iberica	8,42%	13,29%	1,45%	6,66%	8,36%	1,83%	9,37%	13,44%	1,51%	13,54%	18,78%	0,98%	6,38%	7,90%	0,53%	8,49%	5,18%	0,87%	11,13%	7,25%	1,07%
Aura Airlines SL.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-58,01%	0,00%	12,47%	27,28%	1,83%
Aviation Consulting	44,39%	58,37%	4,56%	8,38%	10,86%	0,98%	38,99%	51,74%	4,06%	65,43%	87,19%	8,48%	88,11%	117,38%	14,75%	123,30%	164,29%	17,03%	102,90%	137,02%	12,60%
Bigas Grup Helicopters SL.	23,21%	23,21%	2,89%	10,39%	10,46%	4,53%	0,55%	0,52%	0,54%	0,20%	0,18%	0,23%	17,85%	10,21%	10,03%	18,64%	9,61%	7,37%	35,72%	17,90%	11,57%
Binter Canarias SA	7,53%	9,90%	7,08%	0,70%	3,23%	0,43%	3,78%	8,03%	1,34%	17,56%	15,67%	4,35%	25,34%	21,16%	6,79%	68,81%	23,28%	13,45%	46,08%	21,57%	9,36%
Canarias Airlines	20,35%	27,94%	2,76%	56,10%	80,13%	6,82%	51,92%	67,64%	9,33%	53,89%	24,10%	12,61%	24,03%	16,79%	6,19%	64,15%	18,04%	10,86%	36,52%	22,81%	7,53%
Canary Fly SL	13,40%	10,10%	2,34%	0,00%	-53,55%	0,00%	0,00%	-83,47%	0,00%	0,00%	-37,00%	0,00%	0,00%	-22,26%	0,00%	0,00%	-40,25%	0,00%	0,00%	-55,77%	0,00%
Alaire SL.	25,06%	32,89%	9,18%	32,26%	41,18%	10,84%	84,13%	114,84%	25,62%	100,65%	139,20%	28,38%	100,92%	134,31%	29,41%	149,52%	198,11%	23,80%	138,62%	182,10%	20,45%
Corporacion Ygnus Air SA	0,00%	-3,61%	0,00%	94,82%	31,93%	13,55%	198,04%	24,90%	30,45%	153,98%	23,61%	31,70%	117,43%	22,02%	27,08%	111,53%	21,94%	29,79%	51,00%	15,41%	14,31%
Eliance Aviation	48,81%	12,36%	11,71%	47,97%	15,44%	9,96%	60,60%	12,52%	9,32%	85,91%	13,76%	8,53%	122,80%	24,02%	15,67%	0,00%	-20,08%	0,00%	0,00%	4,33%	0,00%
Eliance Helicopter SL.	75,01%	16,52%	19,19%	58,37%	13,48%	16,37%	55,05%	14,55%	16,35%	47,89%	16,92%	15,98%	23,81%	10,87%	9,37%	0,00%	-14,18%	0,00%	0,00%	-14,70%	0,00%
Empty Leg SL	29,29%	22,76%	2,61%	7,91%	8,41%	1,12%	25,03%	20,20%	3,47%	28,88%	27,73%	6,21%	10,08%	11,89%	2,00%	17,41%	16,96%	2,28%	12,30%	13,89%	1,52%
Evelop Airlines SL	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-20,68%	0,00%	134,74%	89,06%	7,09%	135,24%	62,95%	6,33%	64,74%	42,26%	4,54%	39,97%	32,40%	3,70%	48,16%	41,32%	4,90%
Execujet Spain SL	0,00%	657,93%	0,00%	0,00%	76,39%	0,00%	-35,95%	-40,75%	7,78%	-41,66%	-48,02%	6,23%	0,00%	103,96%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	77,45%	76,05%	10,39%
Executive Airlines SL	0,00%	-11,17%	0,00%	0,00%	-53,72%	0,00%	0,00%	-8,61%	0,00%	0,00%	-9,65%	0,00%	0,00%	1,17%	0,00%	0,00%	2,14%	0,00%	30,13%	26,31%	4,45%
Flightline SL	16,24%	15,55%	0,36%	25,66%	11,49%	1,07%	10,93%	8,71%	0,49%	32,16%	15,73%	1,86%	4,49%	5,46%	0,35%	139,46%	79,23%	12,58%	90,85%	67,41%	12,55%

Gestair SAU	33,89%	11,51%	0,14%	0,00%	-11,78%	0,00%	0,00%	23,33%	0,00%	0,00%	-2,00%	0,00%	2,62%	9,78%	0,26%	11,48%	14,54%	0,73%	26,43%	19,34%	1,37%
Global Aeronautics Solutions.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-13,43%	0,00%	8,74%	11,04%	12,94%
Gruas CN E5 El Cordobes SL	45,24%	44,20%	8,91%	24,61%	23,93%	7,97%	35,91%	38,34%	12,10%	15,82%	17,58%	7,16%	36,91%	46,06%	17,76%	23,29%	15,03%	16,56%	22,44%	12,69%	15,50%
Grupo Air Go Express SL	13,53%	9,99%	0,41%	32,56%	26,59%	0,87%	28,51%	33,95%	1,05%	36,99%	45,16%	1,72%	27,43%	33,43%	1,50%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Helicopteros Insulares SL	31,15%	16,36%	40,56%	41,08%	23,81%	45,19%	4,35%	4,55%	8,88%	25,63%	18,92%	31,89%	0,00%	-1,96%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,24%	4,82%	5,97%
Helipistas SL	83,54%	26,49%	17,97%	104,44%	36,25%	21,15%	86,08%	35,57%	16,09%	73,96%	28,68%	14,09%	91,32%	30,64%	17,28%	99,01%	27,79%	17,72%	83,85%	19,84%	16,53%
Heli-Trans Pyrenees SL	293,72%	34,72%	32,46%	204,65%	43,30%	35,37%	101,57%	26,64%	20,50%	109,72%	30,97%	32,35%	83,22%	31,93%	28,91%	90,06%	33,84%	34,89%	71,84%	24,48%	35,04%
Iberia Lineas Aereas	0,00%	-17,81%	0,00%	0,00%	-22,11%	0,00%	65,63%	24,26%	11,59%	91,97%	61,04%	15,36%	40,91%	29,47%	10,83%	26,82%	20,37%	8,23%	31,37%	27,33%	9,60%
Integrale Marketing Y Consulting SL	30,28%	27,80%	4,25%	25,12%	22,05%	6,93%	76,45%	79,93%	20,44%	38,18%	40,41%	14,19%	25,69%	22,72%	14,66%	21,00%	17,79%	20,60%	17,84%	15,34%	17,84%
Juan Miras Monedero SL.	25,49%	17,48%	2,09%	6,89%	5,37%	2,71%	6,53%	5,17%	3,09%	6,55%	3,91%	3,02%	6,45%	3,00%	3,42%	8,47%	3,82%	4,34%	8,73%	4,32%	5,54%
Mad Cargo SL	2,30%	2,74%	3,15%	2,38%	2,98%	3,14%	3,02%	3,83%	3,03%	3,01%	3,87%	2,97%	4,18%	5,39%	4,84%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Manel Gabi Serveis Integrals	14,31%	17,84%	3,41%	15,67%	19,69%	3,39%	22,47%	27,54%	3,95%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	29,42%	39,16%	3,75%	8,59%	11,43%	2,92%
Nordjet Airlines SL	3,19%	2,64%	4,61%	0,00%	-36,96%	0,00%	11,24%	10,52%	21,03%	8,55%	7,20%	14,85%	16,93%	17,34%	23,87%	12,16%	11,76%	21,64%	0,00%	-1,63%	0,00%
Privilege Style SA	36,77%	15,56%	3,84%	42,64%	11,65%	3,96%	38,78%	17,76%	3,59%	29,53%	18,76%	2,24%	62,08%	18,27%	4,22%	80,46%	29,64%	5,66%	80,32%	62,58%	8,48%
Red Handling Spain SL.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	174,54%	205,34%	3,79%	175,65%	238,32%	3,38%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
S E A F	0,32%	-0,09%	23,12%	0,44%	-0,12%	19,96%	0,58%	0,07%	23,82%	0,00%	-2,64%	0,00%	0,00%	-0,90%	0,00%	0,61%	-0,45%	11,40%	0,00%	-6,25%	0,00%
SKY Helicopteros SA	41,36%	10,45%	15,57%	32,86%	8,22%	15,35%	31,90%	10,21%	15,86%	47,31%	12,56%	21,56%	48,87%	13,07%	18,52%	44,03%	11,54%	14,30%	26,50%	10,33%	17,43%
Swiftair SA	66,05%	23,88%	5,94%	70,02%	26,75%	6,31%	60,45%	26,75%	5,58%	56,53%	20,57%	5,23%	81,12%	25,23%	7,39%	96,04%	25,78%	9,01%	101,92%	26,06%	8,72%
Tamex Catalunya SA	6,68%	7,85%	0,35%	5,04%	8,24%	0,24%	10,25%	9,58%	0,45%	6,37%	6,17%	0,30%	11,09%	9,03%	0,46%	14,74%	10,81%	0,62%	6,03%	6,44%	0,60%
Top Freight Solutions SL	20,61%	25,52%	1,54%	151,65%	152,99%	9,75%	252,83%	267,05%	12,84%	373,90%	402,79%	14,63%	391,20%	436,57%	15,03%	393,38%	442,13%	17,38%	375,71%	422,18%	14,36%
Transporte Aereo Mar De Vigo SA	12,86%	12,65%	0,13%	0,00%	8,75%	0,00%	25,62%	-107,08%	0,33%	106,08%	54,66%	3,55%	20,45%	13,02%	1,14%	36,18%	33,05%	2,67%	27,83%	30,71%	2,80%
Transportes Barbarin Villamayor SL	108,51%	102,49%	17,74%	40,92%	39,88%	15,85%	32,99%	33,87%	16,05%	37,68%	40,67%	16,80%	40,74%	38,38%	25,41%	26,13%	22,34%	18,52%	34,38%	32,27%	22,60%
Vipaeuro Construcciones SL	7,40%	4,80%	7,34%	5,92%	5,74%	6,87%	5,48%	5,50%	6,75%	3,73%	4,32%	3,39%	3,14%	2,19%	5,03%	0,04%	1,21%	0,12%	0,00%	-0,74%	0,00%
Volotea SA	0,00%	-151,73%	0,00%	0,00%	-45,75%	0,00%	0,00%	-24,61%	0,00%	15,51%	21,81%	1,71%	14,80%	15,55%	1,76%	0,00%	-2,30%	0,00%	27,61%	24,86%	1,84%
Vueling Airlines, SA	14,52%	21,53%	3,15%	36,46%	54,03%	7,13%	32,48%	43,03%	6,03%	39,54%	44,73%	5,32%	28,13%	29,26%	3,57%	48,26%	54,73%	6,56%	75,45%	57,85%	7,61%
Wamos Air SA	181,62%	16,88%	5,81%	127,08%	25,46%	5,61%	50,74%	61,10%	3,58%	70,34%	66,27%	5,40%	58,10%	44,04%	3,81%	173,05%	100,27%	10,53%	65,82%	76,19%	6,22%
<b>Total general</b>	<b>29,96%</b>	<b>23,93%</b>	<b>7,91%</b>	<b>34,29%</b>	<b>20,04%</b>	<b>7,37%</b>	<b>39,56%</b>	<b>25,57%</b>	<b>7,75%</b>	<b>49,24%</b>	<b>34,92%</b>	<b>8,17%</b>	<b>43,59%</b>	<b>36,21%</b>	<b>7,93%</b>	<b>43,55%</b>	<b>31,40%</b>	<b>8,41%</b>	<b>42,10%</b>	<b>35,62%</b>	<b>8,92%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de SABI.

7.6.2. Anexo 6.2. Ratios de endeudamiento y coste de la duda.

Etiquetas de fila	e							k <sub>d</sub>						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Aerodynamics Malaga SL	0,42	0,47	0,54	0,60	0,61	0,72	0,91	0,03	0,02	0,04	0,04	0,03	0,11	0,05
Aeronaves Del Noroeste SL	0,64	0,54	0,50	0,42	0,31	0,25	0,18	0,06	0,06	0,05	0,04	0,03	0,17	0,02
Air Europa Lineas Aereas SA	0,34	0,06	0,01	0,24	0,69	0,59	0,33	2,09	13,30	116,60	1,63	2,51	0,54	1,33
Air Nostrum Lineas Aereas Del Mediterraneo SA	2,33	4,65	5,83	4,38	2,70	1,63	1,44	0,04	0,08	0,07	0,03	0,03	0,03	0,02
Air Taxi & Charter International SL	1,58	4,63	4,08	2,57	2,83	3,68	0,00	0,03	0,01	0,03	0,04	0,02	0,00	0,00
Airworks Helicopters SL.	0,32	0,29	0,22	0,11	0,05	0,29	0,51	0,04	0,02	0,03	0,06	0,09	0,02	0,02
Albatar SA.	0,60	0,33	0,16	0,52	0,84	0,62	0,35	0,12	0,18	0,13	0,23	0,03	0,80	0,02
Arcus Air Logistic Iberica Sociedad Limitada.	0,18	0,09	0,00	0,00	0,03	1,12	1,04	0,20	0,04	2,28	0,00	0,20	0,00	0,01
Aura Airlines SL.	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07	0,09
Aviation Consulting Management SL	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Bigas Grup Helicopters SL.	0,00	0,00	0,08	0,49	0,93	1,13	1,24	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,01	0,02
Binter Canarias SA	0,41	0,21	0,31	0,81	0,79	1,22	1,97	0,10	0,17	0,25	0,07	0,06	0,13	0,05
Canarias Airlines Compañía De Aviacion, Sociedad Limitada	0,00	0,00	0,12	0,68	1,10	1,74	1,70	2,47	0,25	0,15	0,08	0,06	0,02	0,05
Canary Fly SL	1,16	2,90	4,40	11,97	14,51	8,83	4,87	0,07	0,05	0,08	0,03	0,02	0,14	0,12
Compania Aerea De Navegacion Alaire SL.	0,10	0,13	0,05	0,00	0,00	0,00	0,01	0,11	0,10	0,16	0,23	0,00	0,00	0,28
Corporacion Ygnus Air SA	13,15	14,06	10,89	7,05	5,65	4,77	2,92	0,04	0,37	0,06	0,04	0,05	0,03	0,03
Eliance Aviation Global Services SL.	3,74	4,17	5,11	6,66	5,15	1,00	1,00	0,04	0,09	0,04	0,04	0,06	0,07	0,06
Eliance Helicopter Global Services SL.	5,80	5,55	4,75	2,95	2,20	3,08	2,74	0,06	0,06	0,08	0,08	0,07	0,08	0,09
Empty Leg SL	0,47	0,48	0,40	0,18	0,09	0,18	0,27	0,08	0,07	0,07	0,07	0,04	0,03	0,06
Evelop Airlines SL	0,00	1,28	1,23	1,94	1,12	0,63	0,56	0,00	0,01	0,04	0,01	0,03	0,01	0,03
Execujet Spain SL	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,02	0,16	0,03	0,03	0,03	0,00	0,00	0,03
Executive Airlines SL	0,00	0,01	0,05	0,18	0,64	0,77	0,62	3,84	8,22	0,90	0,34	0,10	0,08	0,07
Flightline SL	3,76	3,05	2,38	1,95	1,47	1,10	0,66	0,15	0,06	0,07	0,05	0,06	0,03	0,11
Gestair SAU	30,93	13,17	0,68	0,28	0,39	0,70	0,84	0,13	0,09	0,19	0,16	0,10	0,04	0,06
Global Aeronautics Solutions Corp. SL.	0,00	0,00	0,00	7,69	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03	0,02	0,02

Gruas CN E5 El Cordobes SL	0,22	0,17	0,12	0,05	0,00	0,88	1,47	0,01	0,04	0,04	0,00	0,00	0,00	0,02
Grupo Air Go Express SL	1,35	0,55	0,05	0,05	0,06	0,09	0,00	0,07	0,01	0,00	0,02	0,03	0,00	0,00
Helicopteros Insulares SL	1,13	0,86	0,65	0,45	0,34	0,35	0,08	0,03	0,03	0,04	0,04	0,04	0,00	0,02
Helipistas SL	2,46	2,17	1,73	1,91	2,29	2,87	3,78	0,03	0,04	0,05	0,04	0,04	0,03	0,03
Heli-Trans Pyrenee SL	9,36	4,87	4,26	3,61	2,37	2,31	2,57	0,05	0,06	0,08	0,07	0,07	0,06	0,04
Iberia Lineas Aereas De España Sociedad Anonima Operadora	0,27	0,35	0,68	0,93	0,71	0,58	0,64	0,15	0,15	0,14	0,09	0,07	0,06	0,18
Integrale Marketing Y Consulting SL	0,63	0,56	0,33	0,29	0,45	0,53	0,47	0,12	0,07	0,05	0,07	0,07	0,04	0,03
Juan Miras Monedero SL.	1,71	2,40	3,16	3,02	2,58	2,05	1,70	0,08	0,04	0,04	0,02	0,01	0,01	0,01
Mad Cargo SL	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,14	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Manel Gabi Serveis Integrals Del Transport SA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nordjet Airlines SL	0,29	0,13	0,06	0,10	0,07	0,05	0,03	0,08	0,05	0,04	0,04	0,03	0,02	0,05
Privilege Style SA	1,21	2,94	3,91	3,19	3,06	2,40	0,94	0,01	0,01	0,11	0,15	0,03	0,04	0,27
Red Handling Spain SL.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
S E A F Sociedad De Estudios Y Analisis Financieros SA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
SKY Helicopteros SA	4,67	4,25	4,54	5,08	4,76	5,27	2,64	0,02	0,03	0,06	0,06	0,05	0,05	0,04
Swiftair SA	2,50	1,96	1,81	2,06	2,56	3,00	3,19	0,07	0,06	0,10	0,05	0,05	0,03	0,03
Tamex Catalunya SA	0,42	0,38	0,60	0,70	0,65	0,79	0,26	0,08	0,14	0,04	0,04	0,02	0,01	0,03
Top Freight Solutions SL	0,20	0,31	0,17	0,14	0,06	0,01	0,01	0,10	0,06	0,10	0,07	0,01	0,10	0,52
Transporte Aereo Mar De Vigo SA	1,21	0,52	0,46	0,95	0,95	0,56	0,27	0,12	0,28	0,06	0,01	0,05	0,06	0,07
Transportes Barbarin Villamayor SL	0,16	0,15	0,11	0,05	0,15	0,21	0,16	0,05	0,06	0,03	0,04	0,02	0,01	0,01
Vipaeuro Construcciones SL	2,34	2,05	1,80	1,72	2,06	1,98	1,92	0,03	0,05	0,05	0,04	0,02	0,02	0,01
Volotea SA	0,00	0,00	0,00	0,01	0,08	0,07	0,14	0,00	0,00	0,00	2,74	0,24	1,55	0,31
Vueling Airlines, SA	0,02	0,05	0,16	0,32	0,45	0,52	0,70	1,36	1,18	0,19	0,19	0,20	0,40	0,05
Wamos Air SA	15,30	6,30	0,34	0,55	0,94	0,73	0,22	0,05	0,04	0,22	0,16	0,05	1,09	0,21
<b>Total general</b>	<b>2,27</b>	<b>1,77</b>	<b>1,36</b>	<b>1,56</b>	<b>1,40</b>	<b>1,25</b>	<b>0,95</b>	<b>0,25</b>	<b>0,51</b>	<b>2,46</b>	<b>0,15</b>	<b>0,10</b>	<b>0,14</b>	<b>0,11</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de SABI.

7.6.3. Anexo 6.3. Ratios de endeudamiento y coste de la deuda.

Etiquetas de fila	2012			2013			2014			2015			2016			2017			2018		
	%Cons	%GP	%DAm																		
Air Europa	33,85%	13,36%	0,54%	29,68%	11,21%	0,47%	29,61%	11,69%	0,49%	28,57%	12,37%	0,46%	21,91%	12,76%	0,66%	18,99%	13,29%	0,70%	19,42%	11,35%	0,70%
Air Nostrum	26,59%	19,73%	3,86%	24,88%	18,83%	4,31%	22,47%	17,87%	3,05%	18,73%	18,55%	2,53%	18,67%	19,35%	2,49%	15,32%	18,57%	1,49%	14,82%	19,01%	1,15%
Binter Canarias SA	5,93%	14,61%	1,80%	7,11%	5,53%	1,25%	9,03%	3,93%	1,79%	10,61%	5,38%	1,63%	8,23%	5,39%	1,35%	9,56%	6,84%	2,28%	10,53%	10,71%	2,58%
Canarias Airlines SL	12,48%	12,97%	0,01%	12,78%	8,43%	0,00%	12,11%	8,29%	0,01%	11,55%	8,44%	0,83%	9,50%	10,23%	2,56%	9,25%	8,77%	1,48%	9,37%	8,20%	2,47%
Swiftair SA	0,42%	17,29%	5,85%	0,84%	18,16%	5,39%	0,38%	19,23%	5,53%	0,00%	19,81%	5,52%	4,15%	21,20%	7,18%	3,67%	22,11%	8,44%	3,07%	20,41%	8,51%
Vueling Airlines, SA	30,86%	8,62%	0,58%	29,04%	7,86%	0,48%	28,71%	8,30%	0,67%	27,57%	8,68%	0,68%	24,77%	9,78%	1,18%	20,57%	10,23%	1,21%	20,97%	11,00%	1,26%
Wamos Air SA	27,93%	7,76%	4,58%	31,08%	10,96%	4,76%	33,12%	9,95%	0,01%	25,14%	10,61%	0,11%	32,44%	12,88%	0,30%	30,96%	12,33%	0,14%	25,39%	14,06%	0,11%
<b>TOTAL COMP</b>	<b>19,72%</b>	<b>13,48%</b>	<b>2,46%</b>	<b>19,34%</b>	<b>11,57%</b>	<b>2,38%</b>	<b>19,35%</b>	<b>11,32%</b>	<b>1,65%</b>	<b>17,45%</b>	<b>11,98%</b>	<b>1,68%</b>	<b>17,09%</b>	<b>13,08%</b>	<b>2,25%</b>	<b>15,47%</b>	<b>13,16%</b>	<b>2,25%</b>	<b>14,80%</b>	<b>13,53%</b>	<b>2,40%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de SABI.

### 7.7. Anexo 7.- Hipótesis para la estimación de los FLTE de Iberia Express.

Se proponen aquí las hipótesis más probables para la elaboración de los ECPP que han sido adoptadas en base a los estados económico-financieros con propósitos generales de Iberia Express obtenidos de la base de datos SABI, así como de los datos de la competencia y del sector, obtenidos igualmente de la base de datos SABI.

**Tabla 21.** Valores de las variables de la Iberia Express y promedio del sector

Ratios	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Promedio empresa	Promedio sector	Promedio competencia
<i>Tasa de inversión en fijo</i>	0,000	0,004	0,189	0,100	0,211	0,074	1,245	<b>0,156</b>	<b>0,31</b>	<b>-0,47</b>
<i>Tasa de crecimiento esperada</i>	-	89,60%	6,75%	16,15%	5,13%	8,09%	13,25%	<b>23,16%</b>	<b>32,22%</b>	<b>31,16%</b>
<i>% Aprovisionamientos</i>	29,61%	29,09%	27,79%	27,21%	23,50%	21,08%	21,73%	<b>25,07%</b>	<b>35,97%</b>	<b>18,62%</b>
<i>% Gtos personal</i>	7,00%	5,98%	6,65%	7,37%	7,56%	7,74%	7,34%	<b>7,11%</b>	<b>16,88%</b>	<b>11,19%</b>
<i>% Otros gastos externos</i>	62,43%	59,79%	60,80%	60,96%	61,22%	59,98%	57,22%	<b>59,99%</b>	<b>34,13%</b>	<b>63,34%</b>
<i>% Coef. de amort técnico</i>	0,18%	0,16%	0,26%	0,44%	0,70%	0,82%	0,83%	<b>0,54%</b>	<b>6,57%</b>	<b>1,94%</b>
<i>% Otros ingresos y gastos</i>								<b>0,35</b>		
<i>% Ingresos financieros y similares</i>								<b>0,02</b>		
<i>Coficiente endeudamiento</i>	0,910	0,759	0,220	1,310	0,140	0,280	0,295	<b>0,429</b>	<b>2,15</b>	<b>2,12</b>
<i>Periodo medio de stock</i>	0	0	0	0	0	0	0	<b>1</b>	<b>38</b>	<b>43</b>
<i>Periodo medio de cobro</i>	59	53	48	56	60	57	57	<b>47</b>	<b>86</b>	<b>74</b>
<i>Periodo medio de pago</i>	47	52	53	60	77	87	104	<b>62</b>	<b>129</b>	<b>311</b>
<i>% Otros recursos propios (Sub. de capital)</i>								-1,60%		
<i>% Otros activos circulantes</i>								0,63%		
<i>% Otros pasivos corrientes</i>								1,95%		
<i>Tipo impositivo promedio</i>	30,00%	30,00%	30,22%	27,93%	25,07%	24,74%	25,03%	<b>24,12%</b>	<b>22,29%</b>	<b>31,34%</b>
<i>Tipo de interés promedio (ka)</i>	0,61%	0,83%	1,97%	0,00%	7,61%	3,07%	1,15%	<b>2,18%</b>	<b>7,42%</b>	<b>10,98%</b>
<i>Rentabilidad mínima propietario (ke)</i>								<b>16,71</b>		
<i>Coste medio ponderado capital (ko)</i>								<b>11,98%</b>		
<i>Reparto dividendos</i>								<b>11,13%</b>		

Las hipótesis están orientadas a la estimación de los flujos de caja y la posición de la tesorería para hacer frente a los compromisos financieros, ofreciendo para ello estimaciones sobre el crecimiento de la cifra de negocio y la relación de los gastos y costes más relevantes, lo que permite estimar el Resultado Bruto de la Explotación (EBITDA), variable ésta que es necesaria para nuestras estimaciones.

Las variables utilizadas en el análisis son las que se muestran en la Tabla 17, que recoge los valores de dichas variables, tanto de la empresa para el conjunto de años y su promedio, como los correspondientes al sector.

Como consecuencia del análisis de las variables precedentes se establecen como hipótesis las mostradas en la Tabla 18.

**Tabla 22. Hipótesis Ajustada**

<b>Iberia Express SA</b>	
<b>Ratios</b>	<b>Promedio</b>
<i>Tasa de inversión en fijo</i>	0,10
<i>Tasa de crecimiento esperada</i>	25,00%
<i>% Aprovisionamientos</i>	20,00%
<i>% Gtos personal</i>	8,00%
<i>% Otros gastos externos</i>	55,00%
<i>% Coef de amort técnico</i>	0,54%
<i>% Otros ingresos y gastos</i>	-0,04%
<i>% Ingresos financieros y similares</i>	0,02%
<i>Coficiente endeudamiento</i>	0,43
<i>Periodo medio de stock</i>	1
<i>Periodo medio de cobro</i>	60
<i>Periodo medio de pago</i>	120
<i>% Otros recursos propios (Sub. de capital)</i>	-1,60%
<i>% Otros activos circulantes</i>	0,63%
<i>% Otros pasivos corrientes</i>	1,95%
<i>Tipo impositivo promedio</i>	24,12%
<i>Tipo de interés promedio (<math>k_d</math>)</i>	5,00%
<i>Rentabilidad mínima propietario (<math>k_e</math>)</i>	16,71%
<i>Coste medio ponderado capital (<math>k_o</math>)</i>	11,98%
<i>Reparto dividendos</i>	11,13%

Adicionalmente se ha considerado que no existen más activos extrafuncionales que las Inversiones financieras de la empresa a la fecha de valoración. Se considera que los propietarios de la empresa no aportarán recursos a la misma y que el tipo impositivo efectivo se mantendrá constante, sin que cambie la legislación en el tiempo de estimación.

**7.8. Anexo 8.- Estados contables proforma previstos para Iberia Express en el periodo  
2019-2023**

**7.8.1. Anexo 8.1. Cuenta de resultados proforma prevista (en miles €)**

	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Ingresos</b>	<b>630.637,50</b>	<b>788.296,88</b>	<b>867.126,56</b>	<b>953.839,22</b>	<b>1.049.223,14</b>
<b>Gastos</b>	<b>-523.429,13</b>	<b>-654.286,41</b>	<b>-719.715,05</b>	<b>-791.686,55</b>	<b>-870.855,21</b>
- Aprovisionamiento	-126.127,50	-157.659,38	-173.425,31	-190.767,84	-209.844,63
- Gastos de personal	-50.451,00	-63.063,75	-69.370,13	-76.307,14	-83.937,85
- Gtos. externos y de explotación	-346.850,63	-433.563,28	-476.919,61	-524.611,57	-577.072,73
<b>Resultado Bruto Explotación</b>	<b>107.208,38</b>	<b>134.010,47</b>	<b>147.411,52</b>	<b>162.152,67</b>	<b>178.367,93</b>
- Dotaciones Amortizaciones inmov. .	-111,82	-196,95	-239,52	-286,35	-337,85
Otros ingresos y gastos	-220,72	-275,90	-303,49	-333,84	-367,23
<b>Rtdo Neto de Explotación</b>	<b>106.875,84</b>	<b>133.537,61</b>	<b>146.868,50</b>	<b>161.532,48</b>	<b>177.662,85</b>
- Ingresos financieros y similares	126,13	157,66	173,43	190,77	209,84
- Gastos financieros	-1.735,20	-1.690,65	-3.545,95	-5.594,52	-7.823,12
<b>Rtdo ejercicio antes de Impuestos</b>	<b>105.266,76</b>	<b>132.004,63</b>	<b>143.495,98</b>	<b>156.128,73</b>	<b>170.049,58</b>
± Impuesto sobre sociedades	-25.390,34	-31.839,52	-34.611,23	-37.658,25	-41.015,96
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>79.876,42</b>	<b>100.165,11</b>	<b>108.884,75</b>	<b>118.470,48</b>	<b>129.033,62</b>
A dividendos (según promedio histórico)	-8.890,25	-11.148,38	-12.118,87	-13.185,76	-14.361,44

**7.8.2. Anexo 8.2. Balance previsto proforma (en miles €)**

	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Activo Fijo.....[AF]</b>	<b>27.249,93</b>	<b>42.818,92</b>	<b>50.462,37</b>	<b>58.847,29</b>	<b>68.047,83</b>
Activo Económico	20.706,75	36.472,69	44.355,66	53.026,92	62.565,31
- Amortización acumulada	-111,82	-308,77	-548,29	-834,63	-1.172,49
Activo Financiero	6.655,00	6.655,00	6.655,00	6.655,00	6.655,00
<b>Activo circulante ..... [AC] ..</b>	<b>114.550,10</b>	<b>229.873,58</b>	<b>362.352,36</b>	<b>506.447,45</b>	<b>663.344,43</b>
Existencias..... [Ex] ..	345,55	431,94	475,14	522,65	574,92
Deudores comerciales... [DC] ..	103.666,44	129.583,05	142.541,35	156.795,49	172.475,04
Otros deudores corrientes	3.973,02	4.966,27	5.462,90	6.009,19	6.610,11
Disponibile ..... [DISP] ..	6.565,09	94.892,32	213.872,97	343.120,12	483.684,37
<b>Pasivo circulante ..... [PCe] ..</b>	<b>-29.169,14</b>	<b>-36.461,43</b>	<b>-40.107,57</b>	<b>-44.118,33</b>	<b>-48.530,16</b>
Acreedores comerciales [ACm] ..	-41.466,58	-51.833,22	-57.016,54	-62.718,20	-68.990,01
Otros pasivos circulantes [OPC]	12.297,43	15.371,79	16.908,97	18.599,86	20.459,85
<b>Capital invertido</b>	<b>112.630,89</b>	<b>236.231,07</b>	<b>372.707,15</b>	<b>521.176,41</b>	<b>682.862,09</b>
<b>Recursos propios. [RP] ..</b>	<b>78.817,97</b>	<b>165.312,16</b>	<b>260.816,76</b>	<b>364.714,07</b>	<b>477.860,11</b>
Aportaciones de socios	20.060,00	20.060,00	20.060,00	20.060,00	20.060,00
Resultados retenidos	-11.028,25	57.699,80	145.746,04	241.445,02	345.554,06
Resultado del ejercicio	79.876,42	100.165,11	108.884,75	118.470,48	129.033,62
Otros recursos propios	-10.090,20	-12.612,75	-13.874,03	-15.261,43	-16.787,57
<b>Recursos financieros esperados [RAc]</b>	<b>33.812,91</b>	<b>70.918,92</b>	<b>111.890,39</b>	<b>156.462,34</b>	<b>205.001,99</b>
Oblig. financieras L.P y CP... [OFLP]	33.812,91	70.918,92	111.890,39	156.462,34	205.001,99
<b>Capital invertido</b>	<b>112.630,89</b>	<b>236.231,07</b>	<b>372.707,15</b>	<b>521.176,41</b>	<b>682.862,09</b>

7.8.3. Anexo 8.3. Estado de flujos de efectivo proforma (en miles €)

	2019	2020	2021	2022	2023
<b>F.T. Operaciones (FTO)</b>	<b>-44.325,36</b>	<b>82.059,20</b>	<b>102.093,02</b>	<b>112.307,84</b>	<b>123.544,14</b>
- Rtdo Bruto de explot. - Impuestos (RBEdT)	81.399,50	101.763,17	111.945,00	123.145,02	135.465,04
- Variación del capital circulante	<b>-125.724,87</b>	<b>-19.703,97</b>	<b>-9.851,98</b>	<b>-10.837,18</b>	<b>-11.920,90</b>
· Var. Existencias	2.370,45	-86,39	-43,19	-47,51	-52,27
· Var. Deudores comerciales	<b>-22.453,45</b>	<b>-26.909,86</b>	<b>-13.454,93</b>	<b>-14.800,43</b>	<b>-16.280,47</b>
· Var. Acreedores comerciales	<b>-105.641,86</b>	7.292,29	3.646,14	4.010,76	4.411,83
<b>Inversión ejercicio (IEF)</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>FT libres económicos</b>	<b>-12.612,75</b>	<b>-15.765,94</b>	<b>-7.882,97</b>	<b>-8.671,27</b>	<b>-9.538,39</b>
Financiación ajena neta	<b>-56.938,11</b>	<b>66.293,27</b>	<b>94.210,05</b>	<b>103.636,57</b>	<b>114.005,75</b>
Financiación propia neta	<b>-2.207,76</b>	35.823,14	38.280,81	40.326,83	42.603,47
Sub. capital /Recuperación					
Inversión	<b>-8.890,25</b>	<b>-11.148,38</b>	<b>-12.118,87</b>	<b>-13.185,76</b>	<b>-14.361,44</b>
Otros flujos de efectivo	<b>-6.953,92</b>	<b>-2.798,45</b>	<b>-1.564,77</b>	<b>-1.721,25</b>	<b>-1.893,37</b>
<b>VT ejercicio</b>	126,13	157,66	173,43	190,77	209,84
Otras variaciones	<b>-74.863,91</b>	<b>88.327,24</b>	<b>118.980,65</b>	<b>129.247,16</b>	<b>140.564,25</b>
Tesorería anterior					
Tesorería final	81.429,00	6.565,09	94.892,32	213.872,97	343.120,12

7.9. Anexo 9.- Cálculo del valor de Iberia Express a 31 de diciembre de 2018.

	2019	2020	2021	2022	2023	total
<b>FLTE</b>	<b>-56.938,11</b>	66.293,27	94.210,05	103.636,57	114.005,75	321.207,52
Factor actualización	0,893016610	0,797478666	0,712161695	0,635972223	0,567933758	
FLTE actualizados	<b>-50.846,68</b>	52.867,46	67.092,79	65.909,98	64.747,71	199.771,27
V <sub>n</sub> actualizado						594.481,58
<b>Valor de la empresa (VE)</b>						<b>794.252,85</b>
Valor de la deuda (RAc) (*)						<b>-34.704,00</b>
<b>Valor de las acciones (VA)</b>						<b>759.548,85</b>
<b>Activos no afectos</b>						<b>109.867,00</b>
<b>Valor total de la empresa</b>						<b>869.415,85</b>