



Vueling Airlines, S.A. ("Vueling"), en cumplimiento de lo establecido en el artículo 82 de la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores, mediante el presente escrito comunica a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al público el siguiente

HECHO RELEVANTE

Con el fin de facilitar el acceso de los accionistas a estos documentos, se adjuntan a la presente el informe aprobado por el Consejo de Administración de Vueling el 24 de mayo de 2013 justificando la propuesta de exclusión de las acciones de Vueling de las Bolsas de Valores de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia y la formulación por Veloz Holdco, S.L.U, de la correspondiente oferta pública de adquisición y su precio, que fue aprobada por la Junta General de Accionistas de Vueling el pasado día 27 de junio, así como el informe de valoración de las acciones de Vueling conforme a los criterios del artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, elaborado por PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L. con fecha 22 de mayo de 2013.

Dichos documentos han estado a disposición de los accionistas en la página web corporativa de Vueling (www.vueling.com) desde la fecha de convocatoria de la Junta General de Accionistas y continúan disponibles en dicha página web.

Barcelona, a 3 de julio de 2013

Pedro Ferreras Díez
Secretario del Consejo de Administración

INFORME QUE FORMULA EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE VUELING AIRLINES, S.A. EN RELACIÓN CON LA SOLICITUD DE EXCLUSIÓN DE NEGOCIACIÓN DE SUS ACCIONES Y LA FORMULACIÓN DE UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES

El consejo de administración de Vueling Airlines, S.A. (la “**Sociedad**” o “**Vueling**”), en su reunión de 24 de mayo de 2013, ha acordado someter a la consideración y aprobación, en su caso, de la junta general ordinaria de accionistas de la Sociedad, convocada para los días 27 y 28 de junio de 2013, en primera y segunda convocatoria, respectivamente, entre otros acuerdos, la exclusión de negociación en bolsa de valores de las acciones de la Sociedad, así como la formulación a tal efecto de una oferta pública de adquisición de acciones, en los términos previstos en el artículo 34 de la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores (la “**Ley del Mercado de Valores**”), y en el artículo 10 y concordantes del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el “**Real Decreto 1066/2007**”).

De conformidad con lo previsto en el artículo 34.5 de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, el consejo de administración de la Sociedad ha acordado formular el presente informe, justificando detalladamente la propuesta de exclusión de negociación, el precio y demás términos y condiciones de la referida oferta pública de adquisición de acciones.

1. JUSTIFICACIÓN DE LA PROPUESTA DE EXCLUSIÓN DE NEGOCIACIÓN

1.1 Solicitud de exclusión de negociación oficial.

El consejo de administración de la Sociedad propone someter a la junta general ordinaria de accionistas de la Sociedad la exclusión de la contratación pública y negociación oficial en las Bolsas de Valores de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia de la totalidad de las acciones representativas del capital social de la Sociedad, así como la solicitud de dicha exclusión, por entender que concurren circunstancias y razones que aconsejan llevar a cabo la exclusión tal y como se desarrolla a continuación.

1.2 Justificación de la exclusión de negociación oficial.

El capital social actual de Vueling asciende a 29.904.518 euros, representado por 29.904.518 acciones de un euro de valor nominal cada una, pertenecientes a una única clase y serie, representadas mediante anotaciones en cuenta, y que se encuentran admitidas a negociación en las Bolsas de Valores de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia e integradas en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE).

La Sociedad no tiene emitidos derechos de suscripción, obligaciones convertibles o canjeables en acciones, *warrants* o cualesquiera instrumentos similares, que puedan dar derecho, directa o indirectamente, a la suscripción o adquisición de sus acciones.

International Consolidated Airlines Group, S.A. (“**IAG**”) es titular directamente de la totalidad de los derechos de voto y derechos económicos de Veloz Holdco, S.L., Sociedad Unipersonal (“**Veloz Holdco**” o el “**Oferente**”), sociedad que, a su vez, es titular de 13.355.675 acciones de la Sociedad, representativas de un 44,66% de su capital social, como consecuencia de la reciente oferta pública de adquisición de acciones formulada por Veloz Holdco sobre la totalidad de las acciones de Vueling. Asimismo, IAG es titular directa e

indirectamente del 49,90% de los derechos de voto y prácticamente del 100% de los derechos económicos de IB Opco Holding, S.L., sociedad que controla el 100% de Iberia Líneas Aéreas de España, S.A. Operadora (“**Iberia**”), quien, a su vez, posee 13.711.221 acciones de la Sociedad, representativas de un 45,85% de su capital social. En consecuencia, a través de Veloz Holdco e Iberia, IAG controla el 90,511% de los derechos de voto de la Sociedad.

El consejo de administración considera que la incorporación de Vueling al grupo IAG, unida a la reducción del denominado “capital flotante” (*free float*) de la Sociedad que se encuentra en la actualidad distribuido entre el público, que es del 9,489%, hace improbable que Vueling vaya a precisar obtener nuevo capital en los mercados de renta variable en el corto y medio plazo. Por otro lado, ha de tenerse en consideración que, como consecuencia de su condición de Sociedad cotizada, Vueling está incurriendo en una serie de costes directos e indirectos en sus áreas corporativas significativos. La exclusión de negociación le permitiría a la compañía ahorrar los costes asociados a la negociación de sus acciones y simplificaría su funcionamiento, liberándole de la carga administrativa que conlleva el dar cumplimiento a las obligaciones periódicas que impone la ley a las compañías cotizadas y permitiendo al equipo directivo enfocarse con aún mayor intensidad en la gestión de la Sociedad.

Por ello, el consejo de administración entiende que, atendiendo a criterios de economía y eficacia en el desarrollo de la actividad y estructura de la Sociedad, la exclusión de negociación se justifica y es razonable.

A la vista de la situación expuesta, el consejo de administración estima oportuno someter a la consideración de la junta general ordinaria de accionistas el correspondiente acuerdo de exclusión de negociación, mediante la formulación de la oferta pública de adquisición de acciones por parte de Veloz Holdco, en los términos y de conformidad con lo establecido en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores.

1.3 Procedimiento de exclusión.

La exclusión de la contratación pública y de la negociación oficial en las Bolsas de Valores de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia de las acciones de Vueling se realizará, en caso de aprobación de la exclusión por la junta general ordinaria de accionistas, mediante la formulación de una oferta pública de adquisición dirigida a todos los valores afectados por la exclusión, esto es, a través de una oferta de exclusión (la “**Oferta**” o la “**Opa de Exclusión**”).

De acuerdo con lo previsto en el párrafo 2º del artículo 10.4 del Real Decreto 1066/2007, la Opa de Exclusión se formulará por Veloz Holdco, accionista directo de Vueling y sociedad participada al 100% directamente por IAG. A estos efectos, se hace constar que, en el día de hoy, el consejo de administración de Veloz Holdco ha aprobado la formulación de la Opa de Exclusión sobre la totalidad de las acciones de la Sociedad.

Así, en cumplimiento del artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores y del artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, se somete a la consideración y, en su caso, aprobación de la junta general ordinaria de accionistas: (i) la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones de la Sociedad en las Bolsas de Valores de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia, así como la solicitud de dicha exclusión; (ii) la formulación, a estos efectos, de la Oferta de conformidad con lo dispuesto en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007; (iii) el precio ofrecido en la referida Oferta; (iv) que la Oferta sea presentada por Veloz Holdco en lugar de por la propia Sociedad; y (v) la delegación de las facultades de ejecución de estos acuerdos en favor del consejo de administración de la Sociedad, todo ello, con arreglo a los términos y condiciones que se recogen en las propuestas de acuerdos que se someten a la consideración de la junta

general ordinaria de accionistas convocada para los días 27 y 28 de junio de 2013, en primera y segunda convocatoria, respectivamente.

Una vez adoptado el referido acuerdo de exclusión, Veloz Holdco presentará ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para su examen y, en su caso, autorización, una solicitud de autorización para el lanzamiento de la Oferta.

2. JUSTIFICACIÓN DEL PRECIO Y DEMÁS TÉRMINOS DE LA OFERTA

Como se ha mencionado anteriormente, de conformidad con lo previsto en el artículo 10.4 del Real Decreto 1066/2007, la Oferta se formulará por Veloz Holdco sin que ello implique, por tanto, la adquisición por la Sociedad de acciones propias con cargo al patrimonio social de Vueling.

Los términos de la referida Oferta, que se encuentra sujeta a las previsiones establecidas en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, son los siguientes:

2.1 Entidad oferente.

El oferente será Veloz Holdco, con domicilio social en Madrid, calle Velázquez 130, titular de NIF B-86.535.846, e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al tomo 30.279, Hoja M-544.961, folio 91, inscripción 1ª.

Como ha quedado indicado anteriormente, Veloz Holdco es una sociedad controlada al 100% por IAG, siendo esta última titular indirecto de 27.066.896 acciones en total de la Sociedad, representativas del 90,511% de su capital social, a través de (i) Veloz Holdco, quien es titular directo de 13.355.675 acciones de la Sociedad, representativas de un 44,66% de su capital social, y de (ii) Iberia, que posee 13.711.221 acciones de la Sociedad, representativas de un 45,85% de su capital social.

2.2 Valores a los que se extiende la Oferta e inmovilización de acciones.

La Opa de Exclusión se dirigirá a todos los titulares de las acciones de la Sociedad salvo a aquéllos que (i) hubieran votado a favor de la exclusión en la junta general ordinaria de accionistas y (ii) que, adicionalmente, inmovilicen sus valores hasta que transcurra el plazo de aceptación al que se refiere el artículo 23 del Real Decreto 1066/2007.

En este sentido, el Oferente e Iberia, que son titulares en conjunto de 27.066.896 acciones en total de la Sociedad, representativas del 90,511% de su capital social, han manifestado que inmovilizarán sus respectivas acciones en la Sociedad hasta la conclusión del plazo de aceptación de la Oferta.

Al no existir derechos de suscripción, obligaciones convertibles o canjeables en acciones, warrants o cualesquiera instrumentos similares, que puedan dar derecho, directa o indirectamente, a la suscripción o adquisición de sus acciones, la Oferta no se dirigirá a tales valores o instrumentos.

2.3 Finalidad.

La Opa de Exclusión se formula con ocasión de la exclusión de negociación en las Bolsas de Valores de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia de las acciones de la Sociedad, la cual tendrá lugar en la fecha de liquidación de la Oferta, en los términos y de conformidad con lo previsto en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007.

2.4 Compraventa forzosa.

El Oferente ha manifestado su intención de ejercitar el derecho de compraventa forzosa en el supuesto de que, como consecuencia de la Opa de Exclusión, se cumplan las condiciones previstas en los artículos 47 y siguientes del Real Decreto 1066/2007.

2.5 Contraprestación.

La Oferta se formulará como compraventa consistiendo en dinero la totalidad de la contraprestación, que será satisfecha al contado en el momento de liquidarse la operación.

El precio de la Oferta se fija en la cantidad de nueve euros con veinticinco céntimos de euro (9,25 €) por acción. Este precio cumple con lo previsto en el artículo 10.6 del Real Decreto 1066/2007 ya que no es inferior al mayor que resulta entre (i) el precio equitativo al que se refiere el artículo 9 del Real Decreto 10606/2007 y (ii) el que resulta de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007. En el supuesto de que la Sociedad realizase el pago de cualquier dividendo, o remunerase de cualquier otra forma a sus accionistas con anterioridad a la fecha de publicación del resultado de la Oferta, se podrá ajustar el precio, previa obtención, cuando proceda, de la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Se hace constar que, según el leal saber y entender de la Sociedad, ni Vueling, ni el Oferente, ni Iberia, ni IAG, ni las restantes sociedades del grupo del que IAG es dominante, ni los administradores de todas las anteriores, han efectuado ninguna operación de compra de las acciones de la Sociedad en los 12 meses anteriores a la fecha de este informe, por encima del mencionado precio de 9,25 euros por acción.

Se hace constar igualmente que el Oferente ha designado a la entidad PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios S.L. (“PwC”) para la elaboración de un informe de valoración de las acciones de la Sociedad, atendiendo para ello a los criterios y los métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007. PwC ha emitido, con fecha 22 de mayo de 2013, el correspondiente informe de valoración del que la Sociedad también es destinataria como beneficiaria, y el cual se pondrá a disposición de los accionistas al tiempo de la convocatoria de la junta general ordinaria de accionistas.

Basándose en el contenido y en las conclusiones del informe de PwC, los valores determinados por el consejo de administración, según los distintos métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, junto con la justificación de su respectiva relevancia, son los que se exponen a continuación:

a) Valor teórico contable de la Sociedad

De acuerdo con este método de valoración, el valor teórico de las acciones de la Sociedad es de 7,95 euros por acción, con base en los últimos estados financieros no auditados de la Sociedad de fecha 31 de marzo de 2013 y de 7,99 euros por acción a 31 de diciembre de 2012, conforme a las cuentas anuales auditadas de Vueling de dicha fecha.

El consejo de administración considera que esta metodología de valoración no es una referencia como tal dado que no considera a la Sociedad como un negocio en funcionamiento, sino que aplica un enfoque estático que considera los activos (principalmente tangibles) y los pasivos invertidos en el negocio en el momento de la

valoración a su valor contable, sin tener en cuenta los rendimientos que puedan generar éstos en el futuro, ni las plusvalías ni minusvalías latentes con que pudiera contar la Sociedad. Tampoco considera, en su caso, el valor generado por los activos intangibles y el fondo de comercio del negocio.

b) Valor liquidativo de la Sociedad:

El procedimiento de cálculo de este método de valoración se basa, fundamentalmente, en la estimación del patrimonio que resulta de realizar todos los activos de la Sociedad y de liquidar todos sus pasivos, considerando las plusvalías y minusvalías latentes asociadas al proceso de liquidación ordenada, así como las posibles contingencias.

El consejo considera que no es un método aplicable a la Sociedad en cuanto que ésta es una empresa en funcionamiento, y considera que la aplicación de este método arrojaría unos valores significativamente inferiores a los obtenidos mediante la aplicación del resto de metodologías descritas en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007. Por esta razón, no se ha considerado preciso el cálculo del valor liquidativo para la determinación del valor de mercado de Vueling.

c) Cotización media durante el semestre inmediatamente anterior:

El artículo 10 del Real Decreto 1066/2007 requiere considerar la cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.

La aplicación del método consistente en el cálculo de la cotización media ponderada para el periodo comprendido entre el 21 de noviembre de 2012 y el 21 de mayo de 2013, arroja un resultado de 8,0084 euros por acción.

Dada la evolución de Vueling durante los últimos doce meses, la de su cotización, y la influencia que sobre ella ha tenido el reciente proceso de oferta pública de adquisición de acciones referido en el apartado d) siguiente, el consejo de administración considera que esta metodología no es apropiada para la determinación del valor de las acciones de Vueling.

d) Valor de la contraprestación ofrecida en una oferta pública de adquisición el año precedente:

En el último año se ha completado una oferta pública de adquisición sobre Vueling: la oferta pública de adquisición de acciones de carácter voluntario formulada por Veloz Holdco sobre el 100% de las acciones de la Sociedad, que fue aceptada por el 82,48% de las acciones a las que efectivamente se dirigía y un 44,66% del capital social de Vueling. Tras esta operación, cuyo resultado fue anunciado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores el pasado 23 de abril de 2013, IAG controla indirectamente (a través de Veloz Holdco y de Iberia), un 90,511% de la totalidad de las acciones de Vueling. El valor de la contraprestación ofrecida en la citada opa previa fue de 9,25 euros por acción de Vueling.

e) Otros métodos de valoración aplicables al caso:

Adicionalmente a los criterios anteriormente referidos y de conformidad con lo establecido en el artículo 10.5.e) del Real Decreto 1066/2007, se ha efectuado una valoración de la Sociedad aplicando otros métodos valorativos comúnmente aceptados

por la comunidad financiera internacional, tales como las metodologías del descuento de flujos de caja, de múltiplos de mercado de compañías cotizadas y de transacciones precedentes. Los resultados de la aplicación de estos métodos y su respectiva relevancia, se comentan a continuación:

e.1) Descuento de flujos de caja para el accionista:

Este método indica el valor de mercado de un negocio basándose en el valor presente de los flujos de caja para el accionista que se espera que el negocio genere en el futuro.

Se ha aplicado para la valoración de las acciones de Vueling por ser una metodología generalmente aceptada en distintos tipos de negocio, y porque captura mejor que otros métodos la expectativa actual acerca de la capacidad de una sociedad de generar retornos para sus accionistas en el futuro. Con todo, su aplicación para la valoración de las acciones de la Sociedad, al igual que la de los restantes métodos de valoración aquí referidos, presenta limitaciones debido a la alta sensibilidad del sector aéreo ante desviaciones de variables clave para el negocio, lo que contribuye a que la realización de proyecciones financieras a medio/largo plazo se vea afectada por cierto grado de incertidumbre.

De acuerdo con este método de valoración y tras aplicar un análisis de sensibilidad, el resultado que arroja está comprendido en un rango de entre 8,58 y 9,28 euros por acción de la Sociedad, con un resultado en el escenario central de 8,94 euros por acción.

e.2) Múltiplos de mercado de compañías cotizadas comparables:

Este método consiste en la estimación del valor de las acciones de la Sociedad basándose en factores multiplicadores obtenidos de empresas cotizadas comparables.

Para su realización, se han identificado seis entidades del sector aéreo que actualmente cotizan en mercados bursátiles europeos, y que se sitúan en el segmento de operadores de bajo coste o híbridos como Vueling. El consejo de administración considera que los resultados de este método sólo deben ser utilizados como contraste, en la medida en que las compañías identificadas en la muestra mantienen diferencias importantes con respecto a Vueling que así lo aconsejan (e.g., distintos niveles de riesgo-país, distintas perspectivas de crecimiento y niveles de liquidez, etc.).

El múltiplo tomado como preferente a los efectos de la valoración de la Sociedad ha sido el PER (esto es, *Price Earnings Ratio* o número de veces que el beneficio está comprendido en la capitalización de la empresa), que es, además, el predominante en la industria aeronáutica. La aplicación del múltiplo de referencia PER arroja un resultado, después de los correspondientes ajustes, que situaría el valor de la acción de Vueling en un rango comprendido entre 7,48 y 8,84 euros por acción, siendo la media aritmética de ambos extremos de la horquilla un valor de 8,16 euros por acción.

e.3) Múltiplos de mercado de transacciones comparables:

Este método consiste en la estimación del valor de la Sociedad a partir de unos factores multiplicadores obtenidos de los precios pagados en transacciones de sociedades comparables.

No se ha encontrado ninguna transacción suficientemente comparable a los efectos de la valoración de Vueling, distinta de la opa recientemente formulada sobre el 100% de

Vueling a la que nos referimos en el apartado d) anterior, que, como se indica más arriba, contó con un nivel de aceptación del 82,48% entre los accionistas a los que efectivamente se dirigía y que fue formalizada a un precio de 9,25 euros por acción.

El Consejo ha considerado esta opa previa sobre las acciones de la Sociedad para valorar Vueling a los efectos previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007.

En resumen, las valoraciones que resultan de los distintos métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, con arreglo al informe de PwC al que se ha hecho referencia, son las que se exponen en el siguiente cuadro:

Método de Valoración	Rango de Valoración (€/acción)	Precio Medio (€/acción)
Valor teórico contable	El resultado de esta metodología (7,95 o 7,99 euros) se ha considerado no apropiado	
Valor liquidativo	De la aplicación de este método resultarían valores significativamente inferiores a los obtenidos mediante la aplicación del resto de metodologías descritas en el Real Decreto 1066/2007, razón por la cual no se ha considerado necesario el cálculo del valor liquidativo.	
Cotización media del semestre comprendido entre el 21 de noviembre de 2012 y el 21 de mayo de 2013	El resultado de esta metodología, (8,0084 euros), se ha considerado no apropiado debido a la evolución de Vueling en los últimos meses, y sobre todo debido a la reciente opa formulada sobre la Sociedad.	
Valor de la contraprestación ofrecida en una oferta pública de adquisición el año precedente	9,25 euros	
Descuentos de flujo de caja	8,58 - 9,28 euros	8,94 euros
Múltiplos de compañías cotizadas comparables	7,48 - 8,84 euros	8,16 euros
Múltiplos de transacciones precedentes	La única transacción precedente comparable identificada es la opa previa formulada sobre la Sociedad, a un precio de 9,25 euros por acción.	

De entre los anteriores métodos, se han tomado en consideración para la valoración de la Sociedad las metodologías del valor de la contraprestación ofrecida en una oferta pública de adquisición el año precedente y del descuento de flujos de caja, y, en menor medida, y a modo de contraste, la metodología de múltiplos de compañías cotizadas comparables.

Teniendo en cuenta lo anterior y según lo señalado, el consejo de administración estima que el precio propuesto para la Opa de Exclusión de nueve euros y veinticinco céntimos de euro (9,25€) por acción (del que se deducirá, en su caso, el importe bruto de cualquier dividendo o distribución que Vueling pague a sus accionistas con anterioridad a la fecha de publicación del resultado de la Oferta, previa obtención, cuando proceda, de la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores) cumple con lo establecido en el artículo 10.6 del

Real Decreto 1066/2007, ya que no es inferior al mayor que resulta entre (i) el precio equitativo al que se refiere el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 y (ii) el que resulta de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007.

Y para que así conste, se emite este informe por el consejo de administración de Vueling Airlines, S.A., en Barcelona, a 24 de mayo de 2013.

Valoración y Economics

Valoración del 100% de Vueling Airlines, S.A.

Informe de valoración

Confidencial

22 de mayo de 2013



pwc



Veloz Holdco, S.L.U.
Calle Velázquez, 130
28006 Madrid

A la atención del Consejo de
Administración

Vueling Airlines, S.A.
Parque de Negocios Mas Blau II
Pl. del Pla de l'Estany, 5
08820 El Prat de Llobregat

A la atención del Consejo de
Administración

22 de mayo de 2013

Estimados señores

Informe de valoración independiente de las acciones de Vueling Airlines, S.A. a 30 de abril de 2013 en el contexto de una potencial OPA de exclusión al amparo del RD 1066/2007

Vueling Airlines, S.A. ("Vueling", la "Compañía" o la "Sociedad") está estudiando proponer a la Junta General de Accionistas de la Sociedad la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones de Vueling en las Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia a través del Mercado Continuo previa la formulación por Veloz Holdco S.L.U. ("Veloz"), sociedad filial al 100% de Internationa Consolidated Airlines Group, S.A. ("IAG"), quien a su vez es propietaria indirecta del 90,51% del capital de Vueling, de una oferta pública de adquisición de acciones por exclusión ("OPA de exclusión").

En este contexto, hemos sido contratados por Veloz para la realización de un informe de valoración independiente (el "Informe") del 100% de las acciones de Vueling siguiendo los métodos de valoración requeridos en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores ("RD 1066/2007").

Nuestro Informe ha sido preparado siguiendo los criterios establecidos en el RD 1066/2007 y podrá ser utilizado, única y exclusivamente, con los fines descritos anteriormente. Asimismo, nuestro Informe deberá utilizarse considerando su contenido íntegro y no podrán utilizarse extractos del mismo.

En particular, nuestro Informe podrá ponerse a disposición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV") y de los accionistas de Vueling en el marco de la OPA de exclusión.

Por tanto, nótese que la información contenida en el mismo y el trabajo realizado corresponden a lo requerido y, en consecuencia, nuestro Informe no podrá utilizarse ni considerarse adecuado por IAG, Veloz, Vueling, ni terceras partes para propósitos diferentes a los descritos.

PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L. ("PwC"), en la elaboración del presente Informe, no se ve afectado por ningún conflicto de interés. La estimación de nuestros honorarios se ha realizado en base al equipo necesario y experiencia de sus profesionales, la naturaleza del servicio y el tiempo necesario para la realización del mismo. Los honorarios propuestos son fijos e independientes del resultado de la operación propuesta.

Este Informe no debe ser entendido en ningún caso como una recomendación a IAG, ni a Veloz, ni a Vueling, ni a los accionistas de ninguna de ellas para que compren o vendan, ni sobre ninguna otra acción o toma de decisión que puedan considerar sobre la OPA de exclusión.

Cualquier toma de decisiones será de su responsabilidad, teniendo en consideración, lógicamente, además de nuestro Informe, cualquier otro aspecto y/o consideración económica, estratégica o de cualquier otra índole que no haya formado parte del alcance del trabajo.

Hemos mostrado un borrador del presente Informe al equipo gestor de Vueling (la "Dirección") y al equipo gestor de IAG y Veloz, quienes nos han confirmado por escrito que los contenidos del mismo sobre hechos que sean de su respectivo conocimiento no contienen errores u omisiones relevantes que puedan afectar significativamente a la conclusión de nuestro trabajo. Hemos incorporado sus comentarios a este Informe en los aspectos que hemos considerado adecuados.

*PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L., Torre PwC, Castellana 259 B, 28046 Madrid,
T: +34 91 568 43 72, F: +34 91 568 51 16, www.pwc.es*

R.M. Madrid, hoja 65.390-2, folio 15, tomo 601, sección 3ª CIF: B-78 016375



Asimismo, hemos recibido sendas cartas de manifestaciones firmadas por la Dirección y el equipo gestor de IAG, respectivamente, en las cuales confirman que la información que nos han facilitado es exacta y que no se ha omitido ninguna información de su respectivo conocimiento que sea relevante para la elaboración de nuestro trabajo.

Un mayor detalle del trabajo realizado para llegar a nuestra conclusión de valor se incluye en el Informe adjunto a esta carta. Esta carta, por tanto, deberá ser analizada e interpretada conjuntamente con el citado Informe, el cual recoge el propósito y alcance del trabajo, las dificultades, la información utilizada y cualquier otra consideración sobre el trabajo realizado.

Nos encontramos a su disposición para cualquier duda o aclaración.

Atentamente,

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'CFL', with a long horizontal flourish extending to the left.

Carlos Fernández Landa
Socio

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'PMP', with a long horizontal flourish extending to the right.

Pablo Martínez-Pina
Socio

Índice

Sección	Página	
1	Antecedentes, objetivo, alcance, procedimientos y consideraciones generales	1
2	La Compañía	6
3	El mercado y aspectos generales a considerar	17
4	Métodos de valoración según el RD 1066/2007	25
4.1	Valor teórico contable	27
4.2	Valor de liquidación de la Sociedad	29
4.3	Cotización media ponderada durante los últimos 6 meses	32
4.4	Ofertas públicas de adquisición recientes	34
4.5	Descuento de Flujos de Caja	36
	Metodología	37
	Coste de los fondos propios (Ke)	39
	Tesorería operativa	44
	Introducción al Caso Base	50
	Proyecciones Caso Base	54
	Resultados del DFC	64

Índice

Sección		Página
	Análisis de sensibilidad	66
4.6	Múltiplos de mercado de compañías comparables y transacciones	68
	PER	70
5	Conclusión de valoración	73
Anexos		
1	Glosario	77
2	Fuentes de información	86
3	EV/EBITDAR y transacciones precedentes	88
4	Certificado de la Bolsa de Madrid	91
5	Compañías comparables	93
6	Perspectivas generales de la economía española	100
7	Balance y Cuenta de PyG - histórico y proyección	103
8	Tasa de crecimiento a perpetuidad (“g”)	107
9	VAN provisiones de mantenimiento netas de fianzas pendientes	109
10	VAN Bases Imponibles Negativas	111
11	Ajustes de balance	113

Sección 1

Antecedentes, objetivo, alcance, procedimientos y consideraciones generales

Antecedentes, objetivo, alcance, procedimientos y consideraciones generales (1/4)

Antecedentes

- PwC ha sido contratado por Veloz para realizar una valoración independiente del 100% de las acciones de Vueling en su situación actual (*standalone* sin sinergias específicas que, en todo caso, IAG ha manifestado que no espera que sean significativas), considerando los criterios establecidos en el RD 1066/2007, en el contexto de una potencial OPA de exclusión sobre las acciones de Vueling.
- Con fecha 8 de noviembre de 2012, IAG comunicó un hecho relevante informando sobre la decisión de Veloz, sociedad filial íntegramente participada por IAG, de formular una oferta pública de adquisición (“OPA”) voluntaria sobre el 100% del capital social de la Sociedad, tal y como acordaron los órganos de administración de IAG y Veloz ese mismo día. En el mismo hecho relevante se indicaba que Iberia Líneas Aéreas de España. S.A. Operadora (“Iberia”), también filial de IAG, era titular del 45,85% del capital social de la Sociedad y que el Consejo de Administración de Iberia había decidido no acudir con sus acciones a la oferta, por lo que Veloz trataría de adquirir mediante la misma el 54,15% restante, sujeto a la aceptación mínima del 90% de los derechos de voto de Vueling que no eran de titularidad de Iberia. La oferta sería financiada con financiación interna del grupo IAG y el precio ofrecido sería de 7 euros por acción en efectivo. El 27 de febrero de 2013, la CNMV autorizó dicha oferta.
- El 27 de marzo de 2013, IAG comunicó que Veloz había decidido incrementar la contraprestación ofrecida de 7 euros por acción de Vueling a 9,25 euros por acción y condicionó la oferta a la aceptación de un mínimo del 4,16% del capital social, todo lo cual fue autorizado por la CNMV el 4 de abril de 2013.
- Finalmente, el 23 de abril de 2013, la CNMV comunicó el resultado de la oferta de Veloz sobre las acciones de Vueling, tras la cual IAG incrementó su participación indirecta en la Sociedad, a través de Veloz e Iberia, del 45,85% al 90,51% actual, al haber sido aceptada por el 82,48% de las acciones a las que se dirigió la misma.

Objetivo y alcance

- Siguiendo lo establecido por el RD 1066/2007, el precio de la OPA de exclusión no podrá ser inferior al mayor que resulte entre el precio equitativo al que se refiere el Artículo 9 del RD 1066/2007 (precio o contraprestación no inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta; en este caso, según nos manifiesta Veloz, 9,25 euros por acción, que fue el precio ofrecido por Veloz en su oferta sobre Vueling) y el que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos de valoración contenidos en el Artículo 10 del RD 1066/2007:
 - Valor teórico contable (“VTC”) de la Sociedad, calculado con base en las cuentas anuales auditadas de 2012 y los estados financieros posteriores (31 de marzo de 2013);
 - Valor de liquidación de la Sociedad. Si de la aplicación de este método fueran a resultar valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, no será preciso su cálculo, siempre que en el informe se haga constar dicha circunstancia;

Antecedentes, objetivo, alcance, procedimientos y consideraciones generales (2/4)

- Cotización media ponderada del valor durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado;
 - Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente al acuerdo de solicitud de exclusión; y
 - Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como el descuento de flujos de caja (“DFC”), los múltiplos de compañías y transacciones precedentes u otros.
- En este contexto, hemos elaborado este Informe siguiendo los métodos de valoración requeridos en el artículo 10 del RD 1066/2007.

Valor de mercado

- A los efectos de nuestro trabajo, definimos valor de mercado como el precio de una sociedad sobre el que se podría razonablemente negociar, a una fecha predeterminada, entre un libre comprador y un libre vendedor dispuestos a realizar una transacción, actuando sin compulsión alguna y en beneficio propio, ambos con una información adecuada sobre los negocios y mercados en los que opera la misma.
- Nótese que, en nuestro ejercicio de valoración independiente, no hemos considerado las sinergias específicas derivadas de la integración de Vueling en el IAG, que en todo caso IAG ha manifestado públicamente que no espera que sean significativas.

Fecha de Valoración y Fecha del Informe

- Nuestra conclusión de valor del 100% de Vueling es válida a 22 de mayo de 2013 (la “Fecha del Informe”).
- Los análisis de valoración se refieren a 30 de abril de 2013 (la “Fecha de Valoración”) y hemos partido de la última información financiera disponible, correspondiente a la del trimestre concluido el 31 de marzo de 2013, publicada por la Sociedad.
- Hemos tenido en cuenta en nuestra valoración las variaciones en los datos agregados macroeconómicos y de mercado hasta la Fecha del Informe. Del análisis de los principales datos agregados macroeconómicos y de mercado no se producen variaciones significativas sobre los principales parámetros de valoración. En consecuencia, y en términos generales, no identificamos hechos o factores relevantes que hagan modificar sustancialmente nuestras conclusiones entre la Fecha de Valoración y la Fecha del Informe.
- En todo caso, cabe resaltar que cualquier cambio significativo o información nueva adicional sobre las condiciones económicas, cambio de mercado o de las operaciones y resultados de la Sociedad posteriores a la Fecha del Informe podría significar potencialmente un cambio en nuestras conclusiones de valoración del presente Informe y sobre cualquier dato posterior a la emisión del mismo.

Antecedentes, objetivo, alcance, procedimientos y consideraciones generales (3/4)

Procedimientos llevados a cabo

- Nuestro trabajo de valoración ha comprendido fundamentalmente los aspectos mencionados a continuación (nótese que hemos tenido acceso a información detallada de la Sociedad y a la Dirección para la discusión sobre su visión del negocio y perspectivas del mismo):
 - Análisis de los estados financieros históricos y las principales evoluciones del negocio de Vueling;
 - Análisis del presupuesto de 2013 (el “Presupuesto”) aprobado el 4 de diciembre de 2012 por el Consejo de Administración de Vueling (el “Consejo”), así como del plan de negocio de Vueling elaborado según su gestión habitual por la Dirección para el periodo 2014-2017 (las “Proyecciones Vueling”);
 - Discusión y elaboración de unas proyecciones que constituyen el caso base de nuestra valoración (el “Caso Base”) en función de la evolución histórica, las perspectivas del sector y discusiones con la Dirección sobre las perspectivas de evolución futura del negocio de Vueling;
 - Análisis de OPAs y transacciones precedentes sobre acciones de la propia Vueling;
 - Análisis de compañías cotizadas comparables y de información pública disponible de transacciones precedentes sobre otras compañías del sector. Esto nos ha permitido analizar y determinar múltiplos de valoración y realizar comparaciones operativas con otras compañías del sector;
 - Análisis general de las características, situación actual y perspectivas del sector de aerolíneas de bajo coste, así como de la situación macroeconómica y de los mercados financieros que le afectan;
 - Análisis de informes de analistas sobre Vueling;
 - Análisis de la razonabilidad global de las citadas proyecciones ajustadas desde un punto de vista financiero;
 - Análisis de posibles sensibilidades a las hipótesis de proyección y valoración críticas para evaluar su impacto en el valor;
 - Análisis y evaluación del coste de capital y de parámetros de mercado empleados para ello;
 - Valor de liquidación: análisis de la conveniencia o no de aplicar esta metodología;
 - Estimación del VTC según los estados financieros auditados a 31 de diciembre de 2012 y los no auditados más recientes publicados por la Sociedad (31 de marzo de 2013);
 - Análisis de la cotización media ponderada de la acción de Vueling en los últimos 6 meses anteriores a la emisión del presente Informe; y
 - Análisis de otros hechos relevantes y datos que hemos considerado pertinentes para llegar a nuestra conclusión de valor.
- La información básica disponible con la que hemos contado para realizar nuestro trabajo se desglosa en el Anexo 2 del Informe y la consideramos suficiente para soportar nuestra conclusión.

Antecedentes, objetivo, alcance, procedimientos y consideraciones generales (4/4)

Consideraciones generales

- Nuestras conclusiones dependen de la exactitud y veracidad de la información utilizada. No hemos realizado ningún proceso comparable a una auditoría ni hemos sometido la información financiera de este Informe a ningún proceso de verificación. Los procedimientos realizados no constituyen ni por su naturaleza ni por su extensión los necesariamente requeridos de acuerdo con la legislación vigente para la emisión de una opinión de auditoría.
- Nuestro trabajo tampoco ha consistido en la realización de una *due diligence* ni trabajo similar que permita la evaluación de la situación fiscal, legal, laboral, registral, contable, medioambiental, técnica, operativa o de otro tipo. Por tanto, los potenciales hechos que pudieran afectar a nuestra valoración adicionales a los incluidos en sus cuentas anuales auditadas, si existiesen, no han podido ser tomados en consideración.
- Es importante señalar que nuestra conclusión de valoración está basada en parte en información contable a 31 de diciembre de 2012 (auditada) y a 31 de marzo de 2013 (no auditada) publicada y/o proporcionada por la Sociedad, por lo que cualquier variación sobre dicha información contable o sobre la normativa contable vigente en el futuro podría hacer cambiar nuestra conclusión de valor.
- Las hipótesis sobre las que se basan las Proyecciones Vueling y las consideradas en nuestro trabajo atienden a hechos futuros y están basadas en asunciones que podrían no ser válidas para la totalidad del periodo proyectado. Por tanto, dichas hipótesis no pueden considerarse en la misma medida que la información derivada de los estados financieros auditados para ejercicios históricos.
- La Dirección nos ha confirmado que no existen activos inmovilizados no afectos a la explotación u ociosos a efectos de valoración, ni pasivos contingentes por procedimientos legales ni litigios de carácter material adicionales a los ya recogidos como provisiones en el balance de la Compañía.
- Las proyecciones financieras e hipótesis facilitadas por la Dirección en las Proyecciones Vueling y basadas en su conocimiento del mercado y de la Compañía constituyen una herramienta de gestión sobre cuál deberá ser la aspiración de la Dirección en su gestión de la evolución futura del negocio de Vueling. No obstante, hemos analizado la coherencia y razonabilidad global de las citadas proyecciones en su conjunto desde un punto de vista financiero y hemos incorporado los ajustes que hemos considerado necesarios en base a la evolución histórica, las perspectivas del sector y conversaciones con la Dirección sobre las perspectivas y posibilidades de evolución futura del negocio.
- Aunque consideramos que nuestra valoración es razonable y defendible en base a la información disponible, debemos indicar que las valoraciones de negocios no son una ciencia exacta, sino un ejercicio basado en la experiencia y en el empleo de hipótesis que contienen cierta dosis de subjetividad, por lo que terceras partes podrían no estar necesariamente de acuerdo con las mismas.
- Hemos preparado el Informe única y exclusivamente para los fines y el contexto de la OPA de exclusión, tal como se indica en el mismo. Por tanto, deberá tenerse en cuenta que la información en él contenida y el trabajo realizado corresponden a lo requerido y, en consecuencia, nuestro Informe no deberá considerarse adecuado ni utilizado por IAG, Veloz, Vueling ni terceras partes para propósitos diferentes a los descritos.

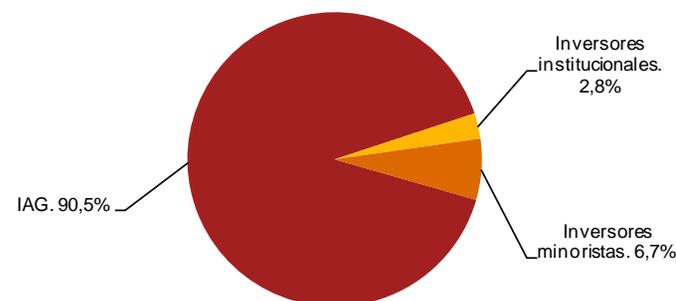
Sección 2

La Compañía

Vueling es la segunda aerolínea por número de pasajeros transportados en España, alcanzando en 2012 el 11% de cuota de mercado

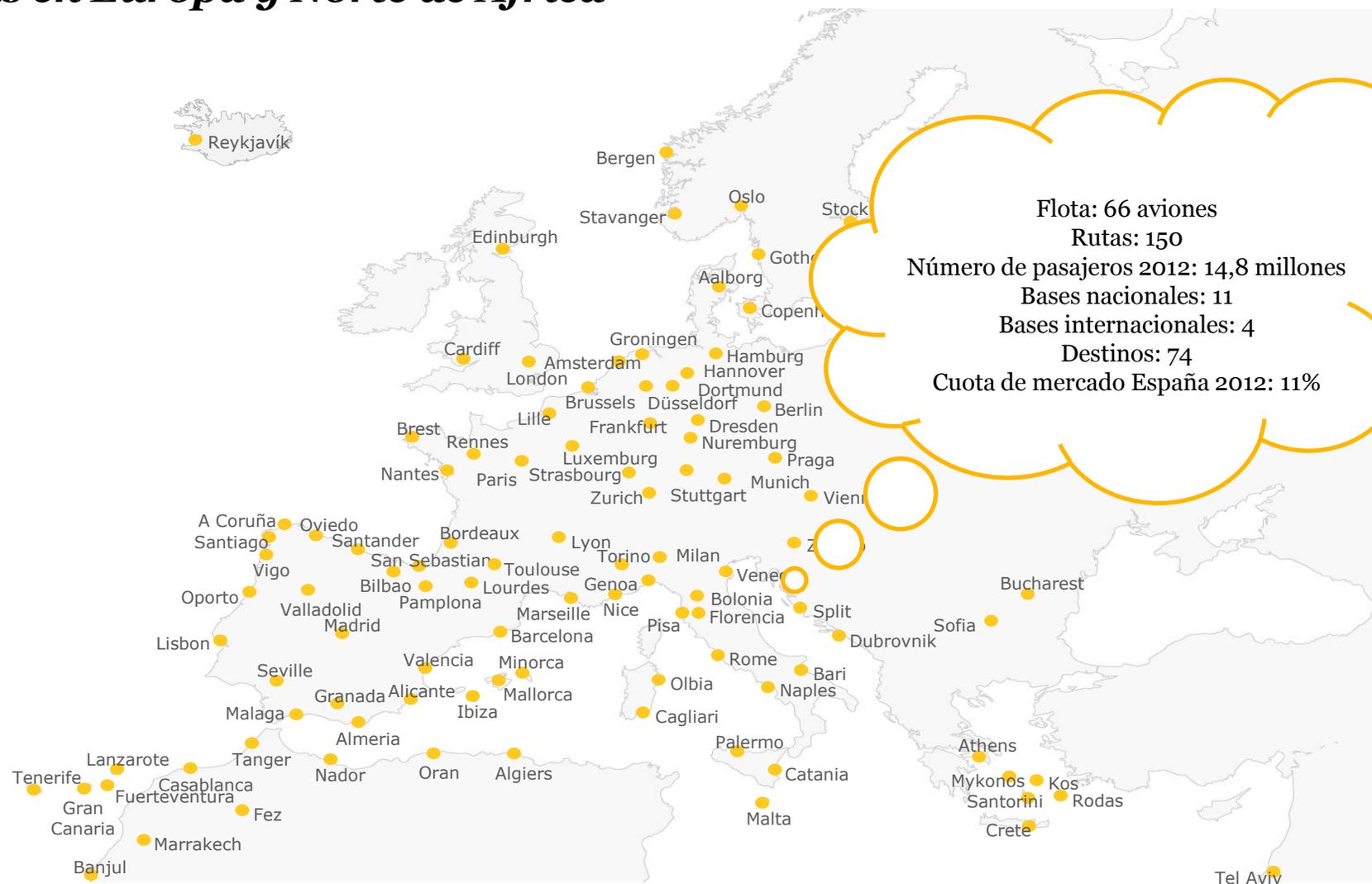
- La Sociedad fue fundada en marzo de 2004, concebida en sus orígenes como una aerolínea de bajo coste que operase vuelos domésticos e intra-europeos de corto alcance.
- Hoy, Vueling es un operador español híbrido (modelo de compañía posicionado entre las compañías aéreas de bajo coste (*low cost*) y las aerolíneas de bandera y/o más tradicionales) en el sector del transporte aéreo de pasajeros y se ha convertido en la segunda aerolínea por número de pasajeros transportados en España.
- La Sociedad tiene base en Barcelona y opera alrededor de 150 rutas de medio y corto radio en Europa (aproximadamente 44 ciudades). Cuenta con 11 bases en España (Barcelona, Madrid, Sevilla, Bilbao, Alicante, Málaga, Valencia, Las Palmas, La Coruña, Mallorca y Asturias) y 4 bases internacionales (Ámsterdam, Florencia, París Orly y Roma).
- Según datos de AENA proporcionados por la Compañía, en el 2012 el tráfico de pasajeros entre el mercado nacional y España descendió un 13%, mientras que se mantuvo estable con Europa respecto al año 2011. A pesar de esta tendencia negativa, Vueling mantuvo un crecimiento medio positivo del 20% durante el año 2012.
- En el primer trimestre de 2013, el tráfico de pasajeros en aeropuertos españoles cayó un 6% respecto al mismo periodo de 2012, mientras que Vueling aumentó el número de pasajeros transportados un 4% en el mismo periodo frente al año anterior.
- La estructura accionarial de Vueling tras el proceso de OPA voluntaria descrito en la Sección 1 se resume en el gráfico adjunto.

Estructura accionarial de Vueling (30 de abril de 2013)



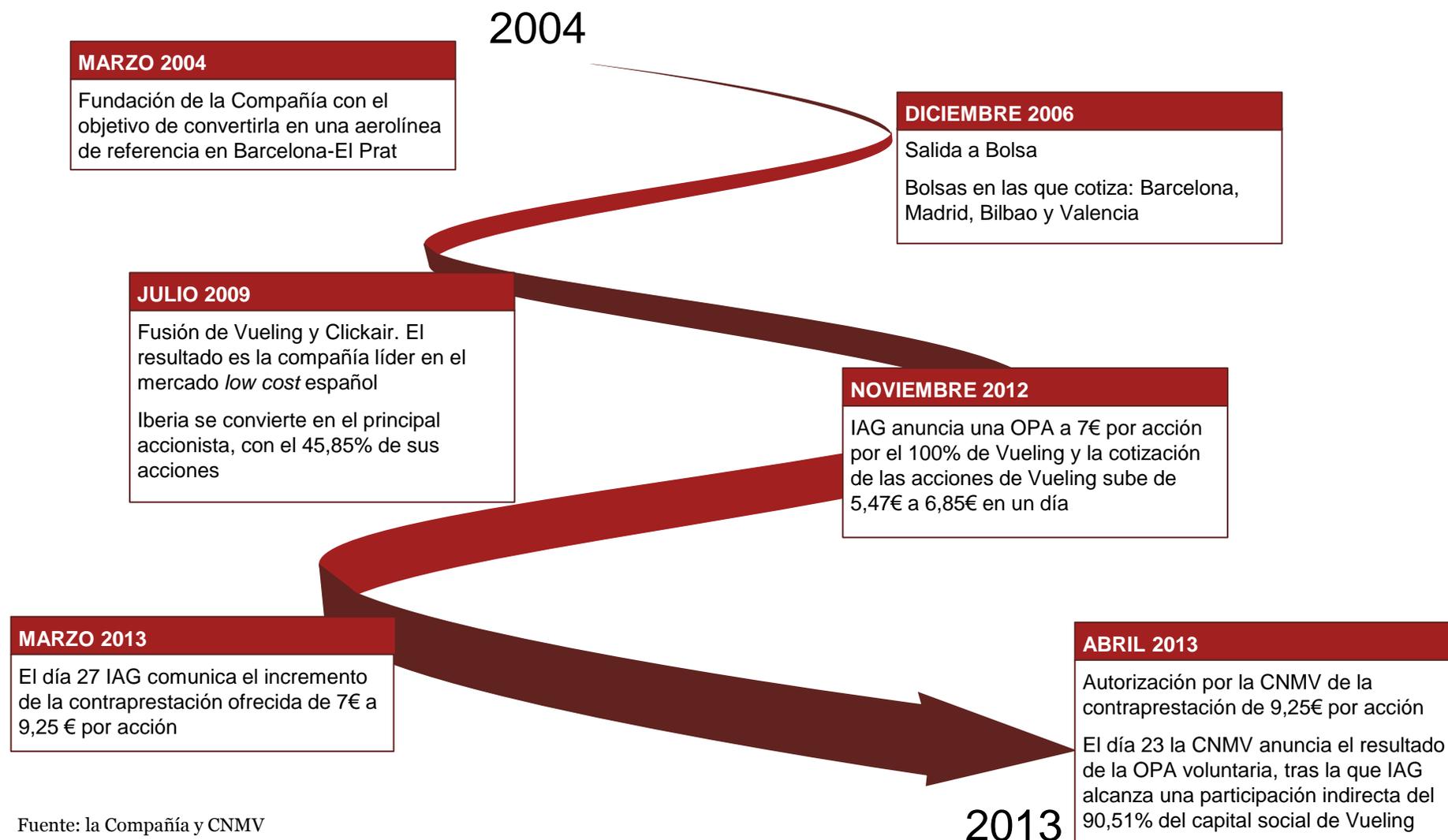
Fuente: la Compañía

Vueling cuenta a 30 de abril de 2013 con una flota de 66 aeronaves y 150 rutas en Europa y Norte de África



Fuente: la Compañía

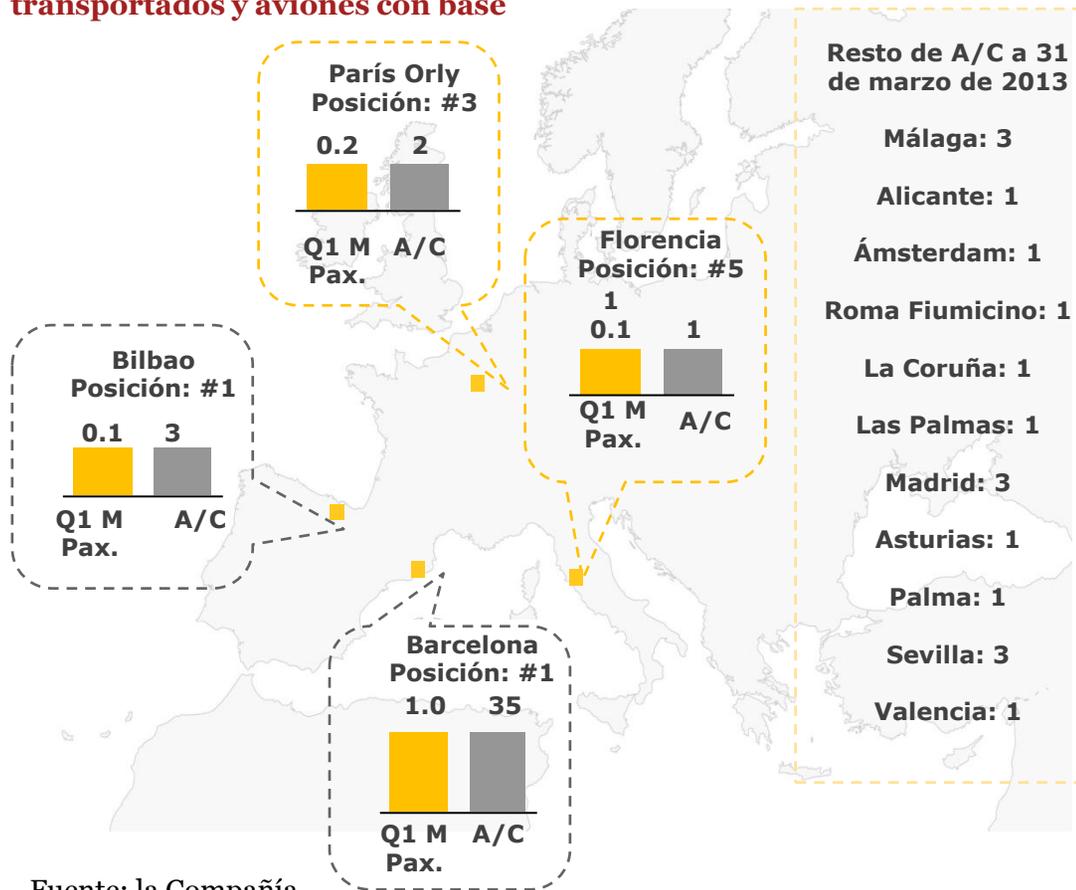
Principales hitos de la Compañía



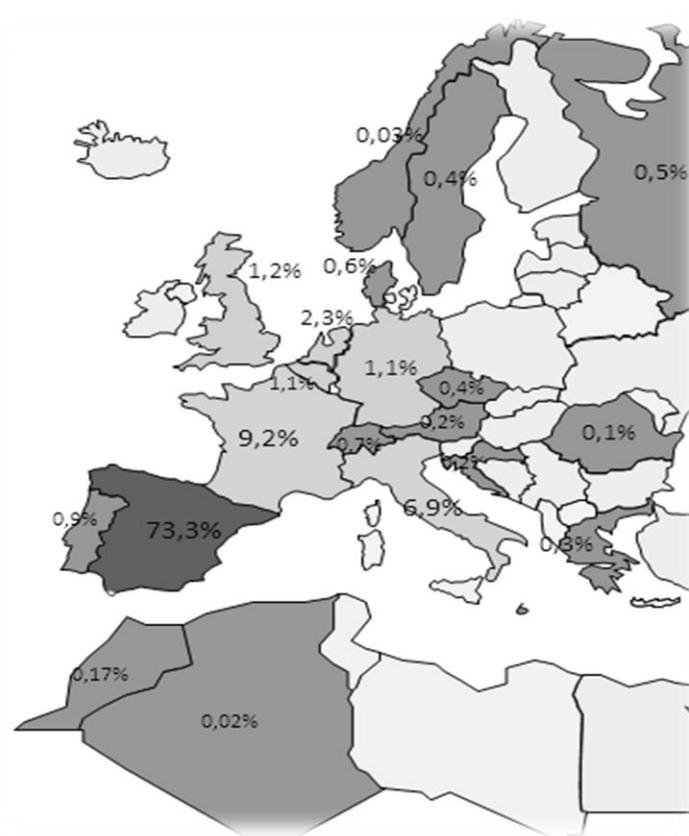
Fuente: la Compañía y CNMV

Vueling concentra el 73,3% de su oferta en España y ha aumentado en el primer trimestre de 2013 su presencia en los principales aeropuertos europeos en los que opera

Presencia de Vueling en Europa por número de pasajeros transportados y aviones con base



Porcentaje de oferta de Vueling en Europa



Fuente: la Compañía

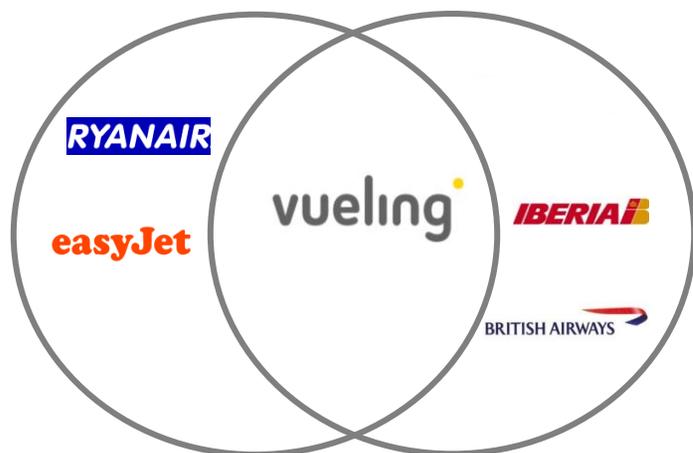
Fuente: la Compañía

Q1MPax: Pasajeros transportados en el primer trimestre de 2013

A/C: Aviones con base

Vueling combina los servicios ofrecidos por una aerolínea tradicional con la estructura de costes propios de una compañía low cost

- Para lograr adaptarse a las exigencias actuales del mercado, Vueling trata de combinar los servicios ofrecidos por las aerolíneas tradicionales con los precios competitivos propios de las aerolíneas de bajo coste, mientras no entren en conflicto con la necesidad de mantener la estructura de costes más baja posible.



- Vueling cumple con las exigencias propias de una aerolínea *low cost* (puntualidad, tarifas más bajas, importancia de los ingresos accesorios y servicio de venta online), pero sigue ofreciendo los servicios básicos de una aerolínea tradicional o de bandera (establecimiento de acuerdos de código compartido, tarifas más flexibles, contratación de servicios a través de agencias de viaje, reserva de asiento, clase *business* con acceso a salas VIP en aeropuertos y programas de fidelización).

Debilidades

- Caída de la rentabilidad por incrementos del precio del combustible
- Concentración de la oferta en España
- No se percibe como compañía que ofrece un “*plus*” de productos con respecto a otras aerolíneas de bajo coste
- Elevado apalancamiento financiero
- Tamaño, rentabilidad
- Entorno macro de España y Sur de Europa

Amenazas

- Incremento del precio del combustible
- Impuestos y tasas AENA
- Dificultad de crecimiento en mercados ya maduros
- Incremento *yield* de competidores directos

DAFO

Fortalezas

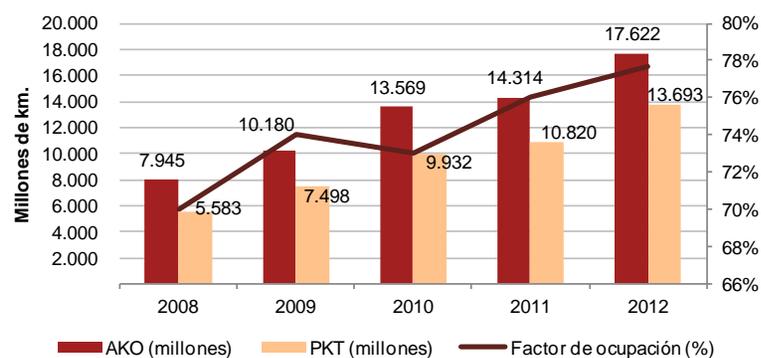
- Segunda aerolínea por número de pasajeros transportados en España
- Alianzas estratégicas con aerolíneas tradicionales (“*legacy*”)
- Crecimiento en número de pasajeros del 20,1% en 2012

Oportunidades

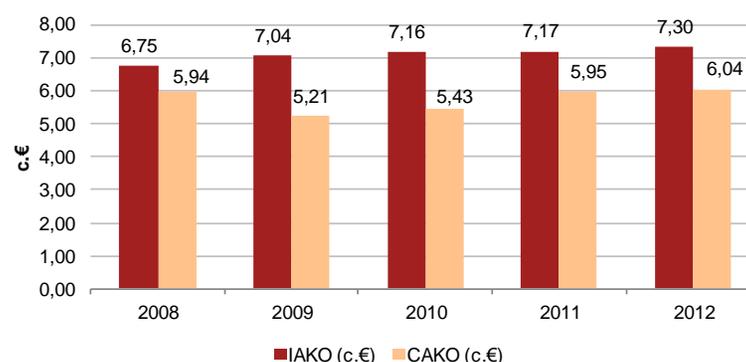
- 28 nuevas rutas internacionales
- Nuevas alianzas estratégicas
- Potencial proyecto de renovación de flota
- Debilidad de sus principales competidores

Las ratios históricas de la Sociedad muestran una evolución positiva en los últimos años, hasta convertirse en la segunda aerolínea de España en términos de volumen de pasajeros transportados

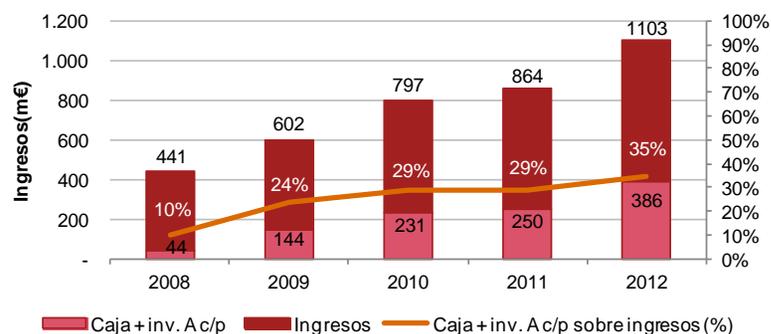
Evolución de AKO, PKT y Factor de ocupación 2008-2012



Evolución IAKO y CAKO 2008-2012



Evolución de Caja + Inversiones Financieras Temporales sobre Ingresos 2008-2012



Indicadores	2008	2009	2010	2011	2012
AKO (millones)	7.945	10.180	13.569	14.314	17.622
PKT (millones)	5.583	7.498	9.932	10.820	13.693
Pasajeros (miles)	5.886	8.202	11.036	12.316	14.795
Asientos (miles)	8.430	11.263	15.194	16.518	19.353
Factor de ocupación	70%	74%	73%	76%	78%
IAKO (c.€)	6,75	7,04	7,16	7,17	7,30
CAKO (c.€)	5,94	5,21	5,43	5,95	6,04
CAKO ex-fuel (c.€)	4,04	4,18	4,07	4,18	4,14
CAKO fuel (c.€)	1,89	1,03	1,36	1,77	1,90
Caja + Inv. A c/p sobre Ing. (%)	10%	24%	29%	29%	35%

Fuente: CCAA Vueling y análisis PwC

AKO: Asiento por km. ofertado; **PKT:** Pasajero por km. transportado; **IAKO:** Ingreso (incluyendo CO₂) por asiento y km. ofertado; **CAKO:** Coste por asiento y km. ofertado **Factor de ocupación:** PKT / AKO

Cuenta de pérdidas y ganancias histórica (1/2)

VUELING - Cuenta de pérdidas y ganancias

En millones de €	2009	2010	2011	2012	3 meses	
					2012	2013
Ingresos Pasajeros	527,7	703,2	766,0	983,9	150,8	171,8
Ingresos Accesorios y Otros	73,9	93,4	97,4	118,7	17,7	20,7
Total Ingresos	601,6	796,5	863,5	1.102,6	168,5	192,6
(%) Crecimiento		26,3%	4,3%	21,9%		
Aprovisionamientos Fuel	(104,4)	(184,0)	(253,5)	(340,0)	(57,2)	(64,0)
Handling	(81,8)	(115,9)	(127,8)	(149,5)	(28,2)	(28,3)
Tasas	(88,8)	(115,3)	(123,6)	(148,7)	(25,5)	(28,1)
Tripulación	(11,2)	(16,8)	(21,3)	(28,3)	(4,9)	(5,0)
Mantenimiento	(53,4)	(70,6)	(76,1)	(104,1)	(18,2)	(23,8)
Comercial y marketing	(30,0)	(32,3)	(30,1)	(54,7)	(10,2)	(7,9)
Total Costes variables	(369,7)	(535,0)	(632,4)	(825,3)	(144,2)	(157,1)
Margen de Contribución	231,9	261,5	231,0	277,3	24,3	35,5
Margen de contribución (%)	38,5%	32,8%	26,8%	25,1%	14,4%	18,4%
Total Costes semi fijos (ex-arrendamientos)	(85,3)	(100,8)	(106,2)	(117,1)	(25,6)	(28,1)
EBITDAR	146,5	160,8	124,8	160,2	(1,3)	7,4
Margen EBITDAR (%)	24,4%	20,2%	14,5%	14,5%	(0,8%)	3,9%
Arrendamiento de Flota	(71,1)	(94,7)	(106,8)	(119,7)	(23,9)	(31,8)
EBITDA	75,5	66,1	18,0	40,4	(25,2)	(24,4)
Margen EBITDA (%)	12,5%	8,3%	2,1%	3,7%	(14,9%)	(12,7%)
Amortización	(4,1)	(6,0)	(6,6)	(7,2)	(1,6)	(1,5)
EBIT	71,4	60,1	11,4	33,2	(26,8)	(25,9)
Margen EBIT (%)	11,9%	7,5%	1,3%	3,0%	(15,9%)	(13,4%)
EBT	40,2	65,7	14,9	40,1	(23,6)	(28,3)
Margen EBT (%)	6,7%	8,2%	1,7%	3,6%	(14,0%)	(14,7%)
Impuestos	(12,4)	(19,7)	(4,5)	(11,8)	7,1	8,5
Resultado neto	27,8	46,0	10,4	28,3	(16,5)	(19,8)
Margen Resultado neto (%)	4,6%	5,8%	1,2%	2,6%	(9,8%)	(10,3%)

Fuente: CCAA Vueling

- La tabla adjunta muestra la evolución de la cuenta de resultados de Vueling desde el 2009 a Q1 2013 (ver en Anexo 7 una cuenta de resultados más detallada). En relación con el negocio de Vueling, destacan los siguientes aspectos:
 - La evolución del crecimiento de los ingresos de 2009 a 31 de marzo de 2013 se debe principalmente al aumento de pasajeros por kilómetro transportado (“PKT”), debido a un aumento de la flota media anual (de 26 aeronaves en 2009 a 60 en marzo de 2013) y a una tasa anual de crecimiento compuesto (“TACC”) del 15,3% de los precios medios anuales del combustible (\$/tm) de 2009 a 30 de abril de 2013, subida que ha repercutido en parte a la de las tarifas.
 - La Compañía cuenta con coberturas sobre los precios del combustible y el tipo de cambio a través de la contratación de derivados. No obstante, el coste de aprovisionamiento de carburante por asiento y por kilómetro ofertado (“AKO”) se ha visto incrementado en los últimos años (32%, 30% y 8,9% en 2010, 2011 y 2012, respectivamente). Esto se debe a una TACC del 15,3% de los precios medios anuales del combustible (\$/tm) entre 2009 y 30/04/2013 y a una depreciación del euro respecto al dólar.

Cuenta de pérdidas y ganancias histórica (2/2)

VUELING - Cuenta de pérdidas y ganancias

En millones de €	2009	2010	2011	2012	3 meses	
					2012	2013
Ingresos Pasajeros	527,7	703,2	766,0	983,9	150,8	171,8
Ingresos Accesorios y Otros	73,9	93,4	97,4	118,7	17,7	20,7
Total Ingresos	601,6	796,5	863,5	1.102,6	168,5	192,6
(%) Crecimiento		26,3%	4,3%	21,9%		
Aprovisionamientos FUEL	(104,4)	(184,0)	(253,5)	(340,0)	(57,2)	(64,0)
Handling	(81,8)	(115,9)	(127,8)	(149,5)	(28,2)	(28,3)
Tasas	(88,8)	(115,3)	(123,6)	(148,7)	(25,5)	(28,1)
Tripulación	(11,2)	(16,8)	(21,3)	(28,3)	(4,9)	(5,0)
Mantenimiento	(53,4)	(70,6)	(76,1)	(104,1)	(18,2)	(23,8)
Comercial y marketing	³ (30,0)	(32,3)	(30,1)	(54,7)	(10,2)	(7,9)
Total Costes variables	(369,7)	(535,0)	(632,4)	(825,3)	(144,2)	(157,1)
Margen de Contribución	231,9	261,5	231,0	277,3	24,3	35,5
Margen de contribución (%)	38,5%	32,8%	26,8%	25,1%	14,4%	18,4%
Total Costes semi fijos (ex-arrendamientos)	⁶ (85,3)	(100,8)	(106,2)	(117,1)	(25,6)	(28,1)
EBITDAR	146,5	160,8	124,8	160,2	(1,3)	7,4
Margen EBITDAR (%)	24,4%	20,2%	14,5%	14,5%	(0,8%)	3,9%
Arrendamiento de Flota	⁴ (71,1)	(94,7)	(106,8)	(119,7)	(23,9)	(31,8)
EBITDA	75,5	66,1	18,0	40,4	(25,2)	(24,4)
Margen EBITDA (%)	12,5%	8,3%	2,1%	3,7%	(14,9%)	(12,7%)
Amortización	(4,1)	(6,0)	(6,6)	(7,2)	(1,6)	(1,5)
EBIT	71,4	60,1	11,4	33,2	(26,8)	(25,9)
Margen EBIT (%)	⁵ 11,9%	7,5%	1,3%	3,0%	(15,9%)	(13,4%)
EBT	40,2	65,7	14,9	40,1	(23,6)	(28,3)
Margen EBT (%)	6,7%	8,2%	1,7%	3,6%	(14,0%)	(14,7%)
Impuestos	(12,4)	(19,7)	(4,5)	(11,8)	7,1	8,5
Resultado neto	27,8	46,0	10,4	28,3	(16,5)	(19,8)
Margen Resultado neto (%)	4,6%	5,8%	1,2%	2,6%	(9,8%)	(10,3%)

Fuente: CCAA Vueling

- ³ A efectos de simplificación y modelización, los costes de publicidad y gastos generales quedan recogidos bajo el epígrafe “comercial y marketing”, tal y como nos ha confirmado la Compañía.
- ⁴ El 100% de la flota de Vueling ha sido arrendada a través de contratos de arrendamiento operativo bajo la ley inglesa, cuyos requerimientos exigen un mantenimiento programado de las aeronaves, así como el pago íntegro de las cuotas pendientes del contrato en caso de extinción anticipada del mismo.
- ⁵ La caída del margen de EBIT en 2011 se debió principalmente a un aumento en los costes de aprovisionamiento, debido a un incremento considerable del precio del combustible por tm. En el año 2012 este efecto fue compensado por un incremento de los ingresos del 27,7% respecto al año anterior.
- ⁶ Vueling cuenta con considerables costes semi fijos y fijos, debido principalmente a los arrendamientos operativos de las aeronaves, los cuales elevan el apalancamiento operativo, incrementando así la variabilidad de sus resultados ante variaciones de ingresos.

Balance de situación histórico (1/2)

VUELING - Balance de situación

En millones de €	Dic 2009	Dic 2010	Dic 2011	Dic 2012	Mar 2013
Total Inmovilizado	① 69,6	68,1	67,6	75,2	82,0
Inversiones financieras a largo plazo	② 85,6	102,5	115,4	116,5	117,2
Activos por impuesto diferido y otros	79,3	58,9	56,9	54,2	59,0
Activo No Corriente	234,6	229,5	239,9	246,0	258,2
Existencias	0,2	0,2	0,4	0,4	-
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	33,6	31,7	47,2	98,8	120,2
Inversiones financieras a corto plazo	② 27,8	208,8	290,9	196,6	65,6
Periodificaciones a corto plazo	6,2	5,1	7,1	11,2	16,7
Tesorería	121,3	36,0	14,9	252,2	361,4
Activo Corriente	189,1	281,8	360,5	559,1	564,0
TOTAL ACTIVO	423,6	511,2	600,4	805,1	822,2
Fondos Propios	146,3	192,3	202,6	244,0	211,2
Ajustes por cambio de valor y subvenciones	1,1	7,1	38,9	26,9	24,8
Patrimonio Neto	147,4	199,4	241,5	270,8	236,0
Provisiones a largo plazo	111,8	129,8	152,0	195,4	216,9
Deudas a largo plazo	2,6	-	-	-	-
Pasivos por impuesto diferido	13,3	14,0	28,3	25,1	23,9
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	2,9	1,9
Pasivo No Corriente	127,7	143,9	180,3	223,4	242,7
Deudas a corto plazo y con empresas del grupo	14,9	46,6	37,3	36,8	25,3
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	98,0	87,6	101,7	211,5	167,8
Periodificaciones a corto plazo	35,6	33,8	39,5	62,7	150,5
Pasivo Corriente	148,5	168,0	178,6	310,9	343,5
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	423,6	511,2	600,4	805,1	822,2

Fuente: CCAA Vueling

- La tabla adjunta muestra la evolución del balance de situación de Vueling desde el 31 de diciembre de 2009 al 31 de marzo de 2013. Destacamos los siguientes aspectos relacionados con el mismo:
 - La partida de inmovilizado, principalmente intangible, recoge en CCAA a fecha 31 de diciembre de 2012 aplicaciones informáticas por valor de 14,6 millones de euros que corresponden principalmente a *software* de sistemas operativos y web. El resto de intangibles corresponden al fondo de comercio (15,4 millones de euros) y los *slots* y segmentos o derechos de despegue y aterrizaje (36,7 millones de euros), que provienen de la fusión con Clickair, S.A. que tuvo lugar en 2009.
 - Los préstamos, fianzas y partidas a cobrar a corto y largo plazo corresponden a los anticipos entregados a los arrendadores de aeronaves a cuenta del programa de mantenimiento, en concepto de fianza por el pago de los arrendamientos y fianzas entregadas a los aeropuertos, recogido bajo el epígrafe “inversiones financieras a largo plazo”. Las fianzas entregadas a los arrendadores actúan como garantía para la realización de los mantenimientos programados, para los que Vueling ha efectuado la correspondiente provisión en el pasivo.

Balance de situación histórico (2/2)

VUELING - Balance de situación

En millones de €	Dic 2009	Dic 2010	Dic 2011	Dic 2012	Mar 2013
Total Inmovilizado	69,6	68,1	67,6	75,2	82,0
Inversiones financieras a largo plazo	85,6	102,5	115,4	116,5	117,2
Activos por impuesto diferido y otros	5) 79,3	58,9	56,9	54,2	59,0
Activo No Corriente	234,6	229,5	239,9	246,0	258,2
Existencias	0,2	0,2	0,4	0,4	-
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	33,6	31,7	47,2	98,8	120,2
Inversiones financieras a corto plazo	4) 27,8	208,8	290,9	196,6	65,6
Periodificaciones a corto plazo	6,2	5,1	7,1	11,2	16,7
Tesorería	3) 121,3	36,0	14,9	252,2	361,4
Activo Corriente	189,1	281,8	360,5	559,1	564,0
TOTAL ACTIVO	423,6	511,2	600,4	805,1	822,2
Fondos Propios	146,3	192,3	202,6	244,0	211,2
Ajustes por cambio de valor y subvenciones	1,1	7,1	38,9	26,9	24,8
Patrimonio Neto	147,4	199,4	241,5	270,8	236,0
Provisiones a largo plazo	111,8	129,8	152,0	195,4	216,9
Deudas a largo plazo	2,6	-	-	-	-
Pasivos por impuesto diferido	13,3	14,0	28,3	25,1	23,9
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	2,9	1,9
Pasivo No Corriente	127,7	143,9	180,3	223,4	242,7
Deudas a corto plazo y con empresas del grupo	14,9	46,6	37,3	36,8	25,3
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	98,0	87,6	101,7	211,5	167,8
Periodificaciones a corto plazo	35,6	33,8	39,5	62,7	150,5
Pasivo Corriente	148,5	168,0	178,6	310,9	343,5
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	423,6	511,2	600,4	805,1	822,2

Fuente: CCAA Vueling

- 3 En el epígrafe de “tesorería” se registran (i) toda la tesorería depositada en cuentas corrientes a la vista y (ii) los depósitos bancarios a la vista que son convertibles en efectivo, que no tienen restricciones y que, en el momento de su adquisición, tienen un vencimiento inferior a tres meses, tal y como se recoge en la Memoria de 2012.
 - 4 La Compañía tiene contratados derivados de cobertura con el objetivo de reducir el impacto de una evolución desfavorable del tipo de cambio y los precios de combustible. Es política de Vueling cerrar contratos de cobertura sobre los precios del combustible de aproximadamente el 70% del consumo de los próximos 12 meses y un 45%-50% a 18 meses.
 - 5 Los activos por impuesto diferido recogen mayoritariamente créditos fiscales por las bases imponibles negativas (“BINs”) acumuladas en ejercicios anteriores y pendientes de compensar contra beneficios futuros.
- A 31 de diciembre 2012 los avales presentados por Vueling ante las compañías arrendadoras de aeronaves ascendían a 156.471 miles de euros y los avales prestados a otras compañías y gestores de aeropuertos a 60.457 miles de euros. Los administradores de la Sociedad no consideran que puedan surgir, como consecuencia de estos avales, pasivos adicionales a los ya registrados.

Sección 3

El mercado y aspectos generales a considerar

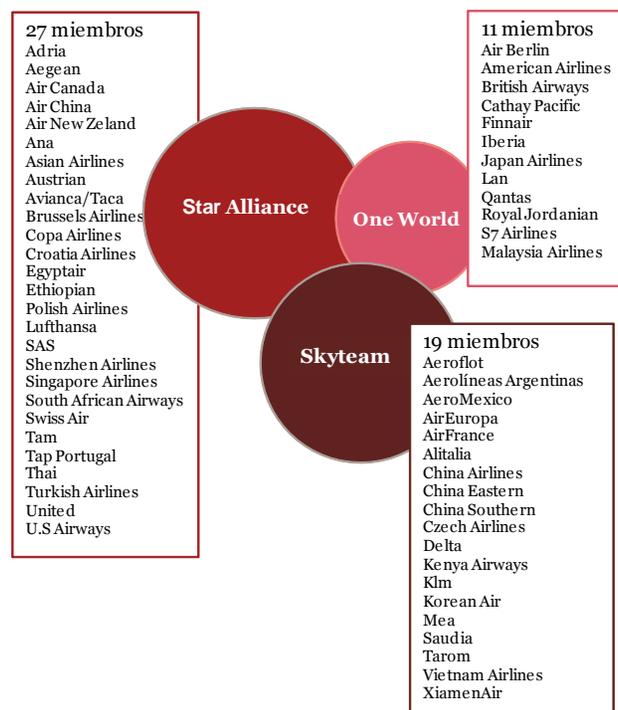
El mercado de las aerolíneas es elevadamente competitivo, volátil y cíclico

El mercado global

- El mercado de las aerolíneas es elevadamente competitivo, volátil y cíclico.
- Las barreras de entrada en el mercado son relativamente bajas en la actualidad, lo que explica en nuestra opinión la elevada competencia observada en el sector.
- Existe una serie de factores que explican la volatilidad del negocio de las aerolíneas y que han determinado el incremento del número de compañías aéreas que afrontan dificultades y tienen que acudir a nuevas estrategias para tratar de sobrevivir, pese a lo cual resulta elevado el número de compañías que terminan por declararse insolventes (ver análisis posterior en esta Sección). Dichos factores son:
 - La volatilidad de los precios del petróleo;
 - La volatilidad del tipo de cambio;
 - El incremento de tasas e impuestos;
 - Factores exógenos como desastres naturales, enfermedades pandémicas, conflictos geopolíticos y actos de terrorismo; y
 - El elevado apalancamiento operativo.
- Para poder hacer frente a este difícil panorama en el sector, hay que destacar el valor estratégico que están adquiriendo las alianzas, fusiones y absorciones con el objetivo de reducir costes e incrementar la eficiencia de las rutas. Dentro de las primeras, tienen especial relevancia los acuerdos de código compartido, que consisten en la explotación conjunta de una ruta determinada.

- En los últimos meses han sido varias aerolíneas las que han optado por este último mecanismo, siendo cada vez más frecuente el acuerdo euro-asiático.

Principales alianzas de aerolíneas



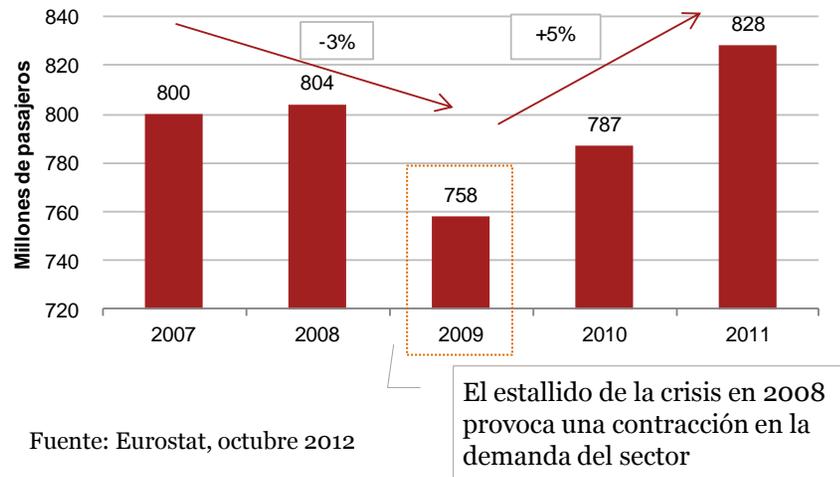
Fuente: www.oneworld.com, www.skyteam.com, www.staralliance.com

En marzo de 2013, el número de vuelos internacionales europeos creció un 3,7% respecto a marzo de 2012

A pesar de que la crisis económica ha tenido un impacto en la demanda, durante los últimos años ésta se ha recuperado...

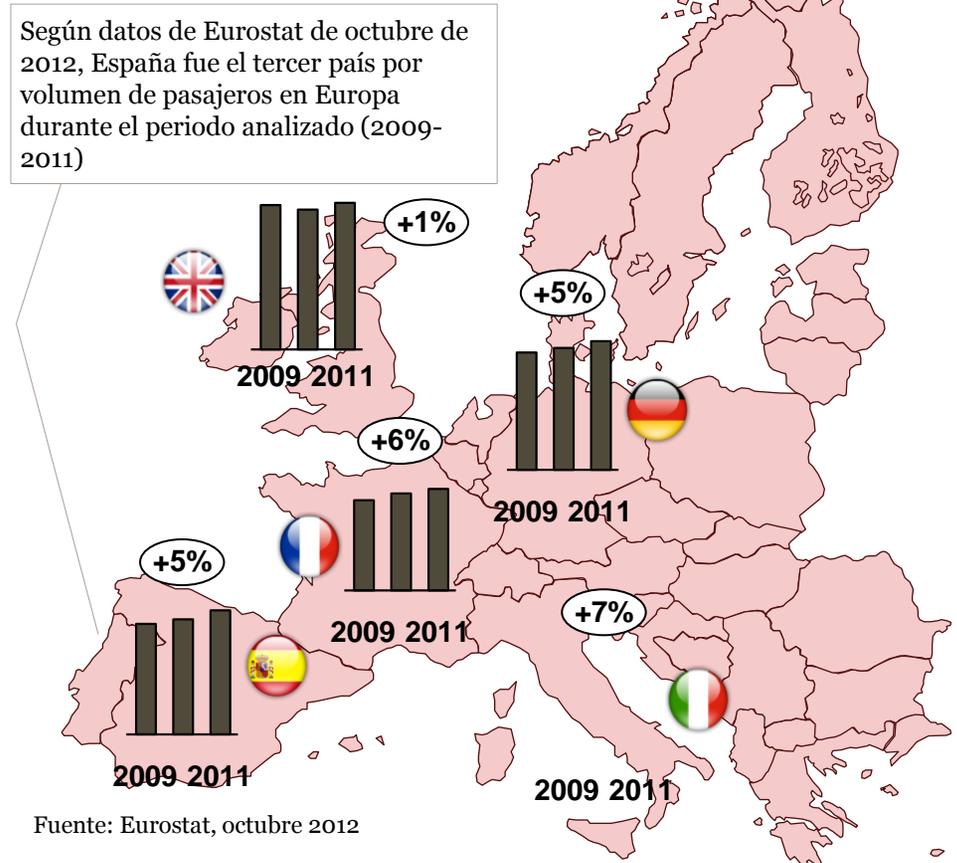
... y las principales economías europeas han experimentado crecimientos superiores al 5% TACC

Evolución del volumen total de pasajeros en Europa



- Según el último informe de IATA de abril de 2013 sobre expectativas de tráfico aéreo, se espera que éste incremente en los próximos doce meses a nivel global. La misma fuente informa de que en marzo de 2013 el número de vuelos internacionales europeos creció un 3,7% con respecto a marzo del año anterior. A pesar de esto, la tendencia en el tráfico ha sido plana desde octubre de 2012 como consecuencia de la frágil situación económica de la eurozona y de las perspectivas negativas de crecimiento en los próximos años.

Evolución del volumen de pasajeros en los principales Aeropuertos europeos 2009-2011



En 2012, las compañías aéreas que operan en España transportaron 160,4 millones de pasajeros, un 4% menos que en 2011

A pesar de los números negativos de 2012, el crecimiento acumulado del tráfico aéreo en España desde el año 2000 ha sido del 44,2%

Evolución del volumen total de pasajeros en España



Fuente: AENA

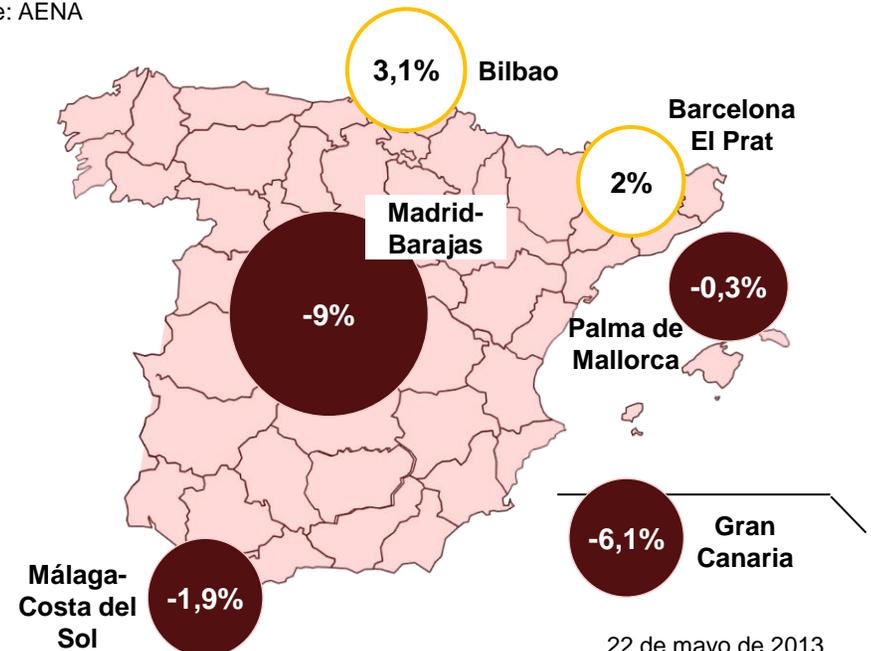
- El aeropuerto de Barcelona-El Prat concentró de enero a diciembre de 2012 el 74% de los pasajeros de Vueling y el 70% de sus ingresos. Según los datos de AENA sobre el tráfico de pasajeros en España en ese mismo año, este aeropuerto incrementó el tráfico de pasajeros en un 2,2% respecto a 2011, superando los 35 millones.

El mapa aeroportuario de España presenta realidades muy dispares. Los 15 aeropuertos que más pasajeros registraron en 2012 concentran el 91,52% del tráfico total, habiendo aumentado el tráfico sólo en Barcelona y Bilbao

- En España, el volumen de pasajeros en los aeropuertos de AENA registró un (-6%) de caída en el primer trimestre de 2013 respecto al mismo período del año pasado, debida al fuerte descenso del (-16%) en el mercado España-España y al impacto negativo de la huelga de Iberia. El número de pasajeros también se redujo un (-5%) en dicho periodo en el aeropuerto de Barcelona. Sin embargo, en las rutas entre Barcelona y Europa, el volumen se mantuvo respecto al mismo período del año pasado.

Evolución del volumen de pasajeros por aeropuerto en 2012

Fuente: AENA

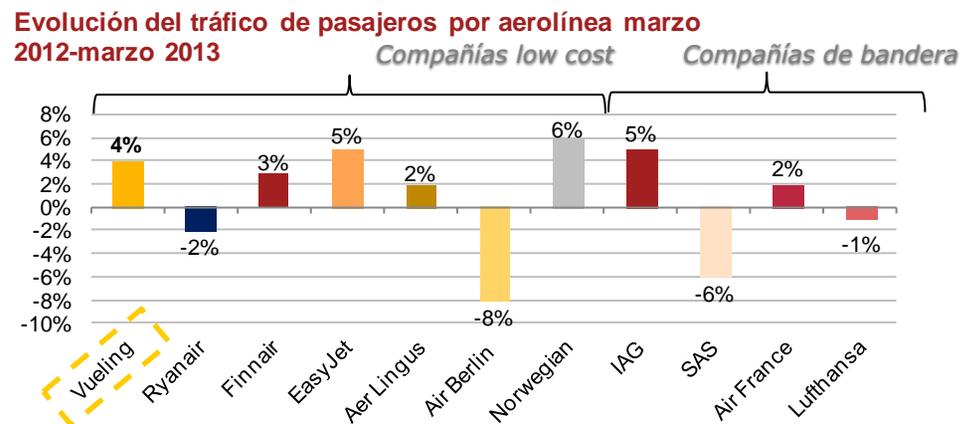


22 de mayo de 2013

El segmento low cost ha ido ganando terreno en los últimos años, presionando a la baja los precios

- Las compañías *low cost* son las que presentan una mayor oportunidad de crecimiento en Europa, gracias a dos factores clave: su política de costes contenidos y la posibilidad de apertura a nuevos mercados.
- Además, la posible apertura de las fronteras del mercado intra-europeo hacia el Norte de África y países como Rusia, Israel y Turquía en los próximos años supondrá una oportunidad de crecimiento en el número de pasajeros.
- La ampliación de los *open skies agreement*, que establecen acuerdos bilaterales entre naciones para liberalizar el tráfico aéreo entre ellas, facilitará este proceso de expansión, como ya está ocurriendo entre la Unión Europea y países como Israel y Jordania.
- Vueling ha establecido acuerdos con otras aerolíneas con el objetivo de hacer frente a sus políticas de eficiencia y optimización de costes. Algunos de estos acuerdos incluyen los establecidos con British Airways para conectar Barcelona con Londres Heathrow, o los establecidos con otras aerolíneas de bandera, como Iberia, LAN o Avianca.
- Según datos proporcionados por *Euromonitor International* de julio 2012, las previsiones a futuro indican que el volumen de ingresos de las aerolíneas *low cost* se mantendrán en el periodo 2012-2016.
- Tras el concurso de acreedores de Spanair en enero de 2012, Vueling ha logrado capturar gran parte de sus rutas e incluso parte de la flota que aquella tenía arrendada.

Vueling ha sido en año 2012 la segunda compañía por volumen de pasajeros en España con una cuota del 11%



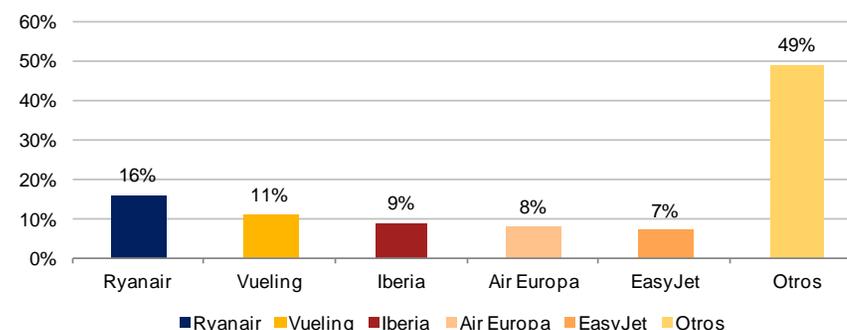
Fuente: la Compañía

El incremento de las tasas aeroportuarias y del IVA, entre otros factores, ha provocado durante el primer trimestre de 2013 una disminución del (-8,2%) de los pasajeros con respecto al mismo periodo de 2012

El mercado español

- En julio de 2012 se produjo un incremento promedio en las tasas aeroportuarias en España de un 18,9% y de un 50% en el caso de los aeropuertos de Madrid y Barcelona. En concreto, la tasa actual de los vuelos operados en Madrid (Barajas) ha pasado de 9,03€ a 17,9€ y la de Barcelona (El Prat), de 8,2€ a 16,9€ por pasajero.
 - Esta medida y la de la subida del IVA a través del Real Decreto 20/2012, de 13 de julio, han tenido un fuerte impacto en el sector aéreo, a través del incremento en el precio final de los billetes y la consecuente disminución de la demanda.
 - Como consecuencia de este incremento en los costes, easyJet ha decidido abandonar su base en Madrid y Ryanair está reasignando su capacidad desde España hacia otros países europeos, cerrando bases en España (Asturias y Bilbao) y eliminando vuelos desde otros destinos.
 - Durante el primer trimestre de 2013, la red aeroportuaria española perdió un (-8,2%) de pasajeros con respecto al mismo periodo del año anterior y redujo un (-15,9%) el número total de operaciones. Del total de los aeropuertos españoles, sólo cuatro han logrado incrementar el volumen de pasajeros en el primer trimestre del año, habiendo sufrido los aeropuertos de Madrid y Barcelona caídas en el tráfico de pasajeros de (-14,3%) y (-4,7%), respectivamente.
 - El impacto negativo de la subida de tasas ha hecho que AENA estudie reducirla para los próximos tres años, tras las peticiones de prórroga hechas por las principales compañías aéreas.
- La Dirección ha señalado que el impacto de las subidas de las tasas en el negocio de la Compañía es relativa, ya que la capacidad de sus principales competidores también se ha visto reducida.

Cuota de mercado de las principales aerolíneas en aeropuertos españoles enero-marzo 2013



Fuente: la Compañía

El número de insolvencias de compañías aéreas se puede considerar elevado

Insolvencias de aerolíneas

- La tabla incluida a continuación contiene una lista de insolvencias de aerolíneas en Europa y en el resto del mundo en los últimos 6 años. Hemos incluido también aquellas compañías que, sin haberse declarado en insolvencia, han sido rescatadas por los gobiernos de sus países de origen por ser considerada su viabilidad como un asunto de interés nacional. Éste es el caso de American Airlines, que se ha acogido a la legislación estadounidense de insolvencias, o del grupo escandinavo SAS, el cual ha tenido que llegar a un acuerdo con los principales sindicatos para reducir costes y poder pedir ayuda financiera a sus inversores institucionales.
- La volatilidad de los factores que afectan a las cuentas de pérdidas y ganancias (“PyG”) de las aerolíneas, la imposibilidad de financiar sus operaciones y la incapacidad para afrontar las obligaciones de pago a corto plazo son las principales causas detrás de las declaraciones de insolvencia analizadas, además de los factores macroeconómicos (la subida de los precios del petróleo y el contexto internacional de crisis financiera), así como la competencia y los factores exógenos a los que nos hemos referido anteriormente.
- Según un informe del año 2010 de la Dirección General de Políticas Internas del Parlamento Europeo, las declaraciones de insolvencia son más frecuentes en aerolíneas internacionales de tamaño mediano, sin misión clara, con dificultad para adoptar decisiones estratégicas y escasamente capitalizadas.

Compañías aéreas que se han declarado en insolvencia en los últimos años

Compañía	País	Año insolvencia	Compañía	País	Año insolvencia
Europa			Resto del Mundo		
Islas Airways	España	2012	Aerosur	Bolivia	2012
Mint Airways	España	2012	Pinnacle Airlines	EEUU	2012
Ryjet	España	2012	Air Australia	Australia	2012
Malev	Hungría	2012	Aerolínea Pluna	Uruguay	2012
SAS*	Suecia	2012	American Airlines*	EEUU	2011
Spanair	España	2012	Japan Airlines	Japón	2010
Quantum	España	2010	Aladia	México	2008
Gadair	España	2009			
Air Comet	España	2009			
Hola Airlines	España	2009			
MyAir	Italia	2009			
Sterling Airways	Dinamarca	2008			
Futura Airlines	España	2008			
Lagun Air	España	2008			
LTE	España	2008			
Bravo Airlines	España	2008			
Air Asturias	España	2007			
Air Madrid	España	2006			
Vising Operaciones	España	2006			

Fuente: Noticias de prensa

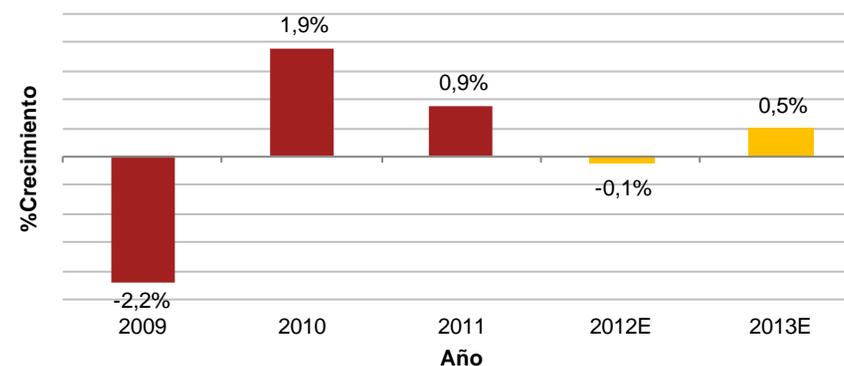
(*) Compañías finalmente rescatadas por sus respectivos gobiernos o embarcadas en negociaciones para su reestructuración

Se espera una moderada y progresiva recuperación a partir de 2013

Previsiones del mercado

- *Euromonitor International* estima en su informe de julio de 2012 sobre el transporte en España que las compañías de bajo coste seguirán una tendencia plana en el valor de sus ventas entre 2013 y 2016. La misma fuente estimó en su informe de noviembre de 2011 sobre el transporte aéreo en España que se produciría un incremento promedio en el beneficio del conjunto de líneas aéreas en España del 4% anual entre 2011 y 2017.
- La tasa de retorno sobre el capital invertido esperada a nivel global para 2013 es del 3%, muy baja para una industria con un perfil de riesgo tan alto, tal y como establece el informe de previsiones financieras para el sector de IATA (los proveedores de capital esperarían recibir un promedio de entre 7-8% en estas condiciones). El hecho de que las aerolíneas no generen normalmente valor, por ser sus retornos inferiores a su coste de capital, es una muestra de la intensidad del entorno competitivo.
- La esperada reducción del precio del barril de petróleo por el incremento de la oferta en 2013, junto con el ligero impulso del comercio internacional que se prevé, serán factores que relajarán en cierta medida los riesgos financieros.
- La incertidumbre que persiste en España y la gran volatilidad del sector aéreo siguen siendo factores de riesgo que afectan a esta industria en nuestro país.
- A pesar de lo anterior, en el *Global Market Forecast 2012-2031* de Airbus, se estima para el periodo de 2011-2031 un crecimiento del 3,4% en el tráfico aéreo intra-europeo. Además, IATA también estima un crecimiento de 0,5% en el margen de EBIT de las aerolíneas en Europa a partir de 2013.
- Según el *Global Market Forecast* de Airbus, se espera que las aerolíneas de bajo coste continúen ganando cuota de mercado a las aerolíneas tradicionales a nivel global en los próximos años. Este incremento de la cuota pasará del 15% al 20% en 2031.

Crecimiento del margen de EBIT en las líneas aéreas europeas.



Fuente: IATA Financial Forecast septiembre 2012

Sección 4

Métodos de valoración según el RD 1066/2007

Métodos de Valoración

Métodos de valoración establecidos en el RD 1066/2007

- 1 Valor teórico contable
- 2 Valor de liquidación
- 3 Cotización media ponderada de los últimos 6 meses
- 4 Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad en una OPA

Métodos de valoración comúnmente aceptados

- 5 Descuento de Flujos de Caja
- 6 Múltiplos de Mercado: empresas cotizadas, transacciones del sector y transacciones previas relevantes con acciones de Vueling

Metodologías

- 1 Hemos aplicado el método del VTC sobre la base de los últimos estados financieros auditados a 31 de diciembre de 2012 y los no auditados a 31 de marzo de 2013 de Vueling, tal y como establece el RD 1066/2007. Véase detalle del trabajo en la Sección 4.1 del Informe.
- 2 No hemos calculado el valor de liquidación por considerar que el valor resultante en un proceso de liquidación sería significativamente inferior al obtenido a partir de los demás métodos de valoración del RD 1066/2007 (ver Sección 4.2 del Informe).
- 3 El método basado en la cotización media ponderada de los últimos 6 meses inmediatamente anteriores a la fecha de emisión de este informe se resume en la Sección 4.3 del Informe.
- 4 Hemos considerado el método de contraprestación ofrecida, ya que se ha producido una OPA en el último año. El 29 de abril de 2013 se liquidó la OPA lanzada por Veloz dirigida al 100% de las acciones de Vueling. La OPA se lanzó a un precio de 9,25 euros por acción y fue aceptada por el 82,48% de los accionistas a los que efectivamente se dirigió la oferta y un 44,66% del capital social (ver Sección 4.4).
- 5 El DFC (Sección 4.5) indica el valor de mercado de un negocio basándose en el valor de los flujos de caja que puede previsiblemente generar en un futuro. Estos flujos de caja asociados son descontados a una tasa de descuento que refleja el valor del dinero en el tiempo y los riesgos asociados a la generación de dichos flujos estimados.
- 6 El método de Múltiplos de Mercado se ha aplicado principalmente sobre las principales magnitudes estimadas para los próximos años para Vueling y el conjunto de las compañías comparables según el consenso de analistas existente a 30 de abril de 2013 (última fecha disponible previa a la elaboración del Informe) obtenido de fuentes disponibles y que consideramos suficientes. Ver detalle del trabajo en la Sección 4.6 del Informe.

Sección 4.1

Valor teórico contable

Consideramos que, dadas sus limitaciones, el VTC no es un método apropiado para la valoración del 100% de Vueling

- El método del Valor Teórico Contable (“VTC”) se basa en la estimación del valor de una empresa en función de su patrimonio neto (“PN”), entendiéndose éste como la diferencia entre sus activos contables y sus pasivos exigibles, registrados a valor neto contable. El PN se divide por el número de acciones para obtener el VTC por acción.
- El VTC por acción emitida de Vueling asciende a 7,95 euros por acción según los últimos estados financieros no auditados de fecha 31 de marzo de 2013 (7,99 euros por acción a 31 de diciembre de 2012, conforme a las cuentas anuales auditadas de Vueling disponibles a esa fecha).
- Se trata de un enfoque estático que considera los activos (principalmente tangibles) y pasivos invertidos en el negocio en el momento de la valoración a su valor contable y no tiene en cuenta los rendimientos que pueden generar éstos en el futuro, ni las plusvalías o minusvalías latentes con que pudiera contar la Sociedad. Tampoco considera, en su caso, el valor generado por los activos intangibles y fondo de comercio del negocio.
- Por lo tanto, consideramos que este método de valoración presenta una serie de **limitaciones** a los efectos de nuestro análisis de valoración:
 - Consideramos que el VTC únicamente representa una imagen de aproximación adecuada al valor de una compañía en sectores en los cuales los balances reflejan un *mark to market* de los activos y pasivos. Este sector no es el caso;
 - Como hemos mencionado anteriormente, es un método estático basado en el balance de Vueling a una fecha determinada y no tiene en cuenta el rendimiento futuro de sus activos;
 - Es un negocio muy afectado por la estacionalidad y volatilidad de sus resultados. Históricamente, Vueling ha presentado pérdidas en el primer y último trimestre del año así como en este ejercicio; y
 - El PN de Vueling incluye una serie de partidas susceptibles de ser evaluadas de forma diferente al valor contable al aproximarse al valor de la Sociedad: i) fondo de comercio e intangibles surgidos en la fusión con Clickair en un momento y situación de mercado diferente a la actual; ii) créditos fiscales activados en el balance de la Sociedad. De acuerdo con la información preparada por la Dirección, Vueling estima que podría generar beneficios suficientes para compensar dichos créditos fiscales, si bien el valor presente de dichos créditos fiscales es sensiblemente inferior a su valor contable.

Activo Vueling (miles de €)	31/12/2012	31/03/2013
Activo no corriente	247.998	273.006
Total inmovilizado	76.449	82.004
Inversiones financieras a largo plazo	111.831	132.035
Activos por impuesto diferido	59.718	58.967
Activo corriente	435.244	549.173
TOTAL ACTIVO	683.242	822.179

Pasivo Vueling (miles de €)	31/12/2012	31/03/2013
Patrimonio neto	237.244	235.993
Pasivo no corriente	218.733	242.667
Pasivo corriente	227.265	343.519
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	683.242	822.179
Total acciones (excl. autocartera)	29.688	29.688
VTC por acción*	7,99	7,95

(*) Nótese que la autocartera de 216.083 acciones que la Sociedad tenía tanto a 31 de diciembre de 2012 como a 31 de marzo de 2013 desapareció en el momento de liquidación de la OPA voluntaria (29 de abril de 2013).

Fuente: CCAA Vueling y análisis PwC

22 de mayo de 2013

Sección 4.2

Valor de liquidación de la Sociedad

El valor de liquidación de Vueling resultaría significativamente inferior al obtenido mediante la aplicación de las restantes metodologías de valoración, motivo por el cual no resulta preciso su cálculo (1/2)

- El valor de liquidación de una empresa trata de reflejar el valor neto resultante de una eventual situación de disolución y cese definitivo de las actividades. Por tanto, se trata de un enfoque estático que no considera el principio de empresa en funcionamiento.
- El proceso se basa fundamentalmente en obtener el patrimonio que resulta de realizar todos los activos y liquidar todos los pasivos de una compañía teniendo en consideración las plusvalías/minusvalías latentes en un contexto de liquidación, así como las contingencias que pudieran existir. El valor de liquidación tiene en consideración tan solo la valoración en el momento de la misma, sin tener en cuenta el valor actual de los rendimientos y cargas generados por los activos y pasivos. Nótese en este sentido que los activos fiscales en un evento de liquidación no podrían ser compensados con beneficios en el futuro.
- Debe tenerse en consideración que, en la práctica, el precio obtenido en la enajenación de determinados activos relevantes del balance podría ser inferior a su valor en libros. Esto vendría determinado, fundamentalmente, por la rapidez con que se necesite efectuar la venta de los mismos, la liquidez inherente a cada tipología de activo y el grado de conocimiento sobre esta eventual situación de liquidación por parte de posibles participantes del mercado para cada activo, que puedan ejercer una presión a la baja sobre dicho precio.
- El balance de situación de Vueling a 31 de marzo de 2013 recoge como inmovilizado intangible una cuantía de 36,7 millones de euros en concepto de *slots* y segmentos, fruto de la distribución del precio de adquisición realizada tras la compra de Clickair en 2009. La totalidad de dicho valor intangible, que representaba un 16% del patrimonio neto a 31 de marzo de 2013, se perdería para los accionistas de Vueling en un hipotético evento de liquidación al no poder transmitir dichos *slots* y segmentos a terceros, al volver en ese caso a manos de la autoridad aeroportuaria, la cual se encargaría de reasignarlos en el futuro.
- En los procesos de liquidación, normalmente se incurre en diferentes pasivos adicionales (despidos, indemnizaciones, etc.) de difícil cuantificación previa y cuya liquidación puede reforzar aún más la necesidad de enajenar los activos con cierta celeridad y a un precio inferior.
- En este sentido, entendemos igualmente que un hipotético escenario de liquidación conllevaría la necesidad de reagrupar y poner en condiciones de devolución al arrendador la totalidad de la flota de forma acelerada. Ello podría implicar un notable incremento de costes respecto a las estimaciones del programa de mantenimiento que sirven de base para la contabilización de las provisiones de mantenimiento, las cuales resultarían, por ende, insuficientes.

El valor de liquidación de Vueling resultaría significativamente inferior al obtenido mediante la aplicación de las restantes metodologías de valoración, motivo por el cual no resulta preciso su cálculo (2/2)

- Observamos que el inmovilizado material de Vueling es muy reducido, debido a que su operativa se basa en contratos de arrendamiento operativo. Dichos contratos incorporan cláusulas onerosas de compensación en caso de terminación anticipada por las cuales Vueling tendría que pagar al arrendador las cuotas comprometidas para la totalidad de años de contrato restantes, pese a que no fuese a utilizar más las aeronaves. Adicionalmente, habría que considerar los potenciales reembolsos a realizar a clientes por la venta de billetes por anticipado (*unflown tickets*).
- Los motivos mencionados anteriormente nos llevan a considerar que de la aplicación del método de liquidación resultarían valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos de valoración utilizados y que, en todo caso, no resulta relevante para la determinación del valor de mercado de Vueling. En consecuencia, entendemos que el cálculo detallado del valor de liquidación no es necesario realizarlo a los efectos de nuestro trabajo.

Sección 4.3

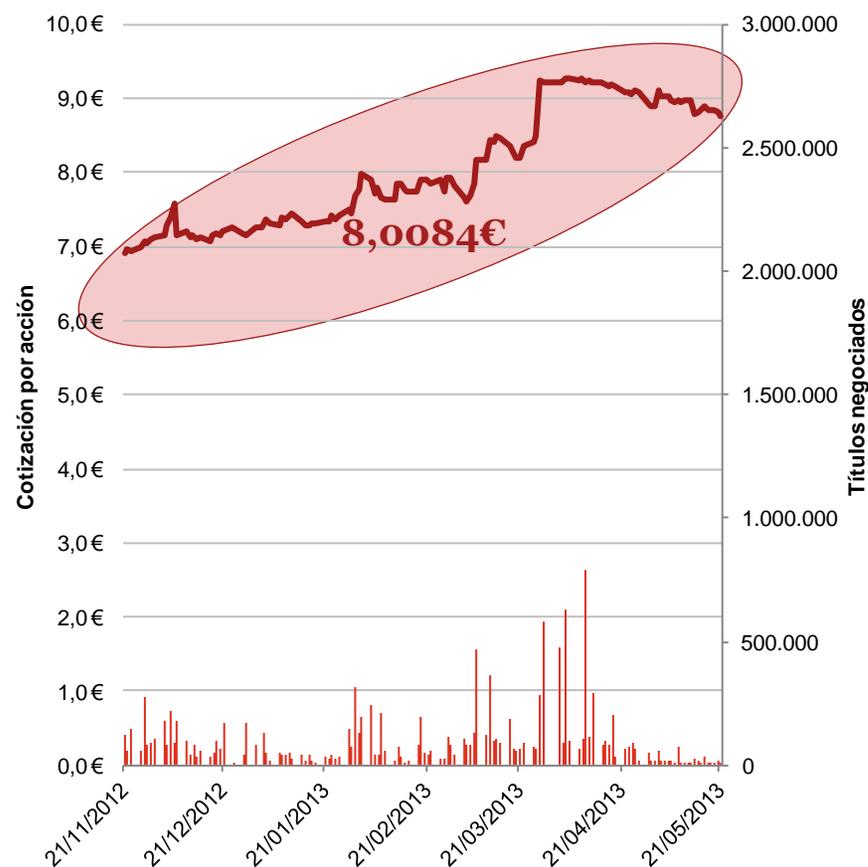
Cotización media ponderada durante los últimos 6 meses

La cotización media ponderada de los 6 meses anteriores al 22 de mayo de 2013 (Fecha del Informe) fue de 8,0084€ por acción

La cotización media ponderada de los últimos 6 meses de cotización anteriores a la Fecha del Informe (entre el 21 de noviembre de 2012 y el 21 de mayo de 2013) es de 8,0084€/acción

- El Artículo 10 del RD 1066/2007 requiere asimismo considerar la “cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado”.
- No obstante, a fecha de elaboración del Informe no se ha realizado dicho anuncio de propuesta de exclusión, por lo que se ha tomado como fecha de referencia para analizar la cotización media ponderada de los últimos 6 meses anteriores la fecha del presente Informe.
- Dada la evolución de la Compañía en el último año, la evolución de la cotización en los últimos meses y la influencia que sobre la misma tuvo el proceso de la anterior OPA, no creemos que esta metodología sea la más apropiada, aunque supone una referencia.

Cotización y volumen de Vueling



Fuente: Bloomberg, Capital IQ y Bolsa de Madrid

Sección 4.4

Ofertas públicas de adquisición recientes

En abril de 2013, los propietarios del 82,48% de las acciones a las que efectivamente iba dirigida la OPA voluntaria a 9,25 euros aceptaron venderlas a Veloz a ese precio (44,66% del capital de Vueling)

OPA voluntaria a 9,25 euros por acción en 2013

- El artículo 10 del RD 1066/2007 requiere considerar el “valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión”.
- En el último año, según indicamos en la Sección 1, se produjo una OPA voluntaria a 9,25 euros por acción sobre el 100% de los títulos de la Sociedad.
- El 23 de abril de 2013 se anunció el resultado de la misma, según el cual Veloz adquirió el 44,66% del capital social de Vueling tras haber sido aceptada la OPA por el 82,48% de los accionistas a los que efectivamente se dirigía la oferta.
- La OPA tuvo un resultado positivo al haber sido aceptada por un porcentaje significativamente superior al mínimo fijado por el oferente (mínimo fijado en el 4,16% del capital social de Vueling).
- Como consecuencia de esta operación, IAG controla el 90,51% de Vueling a través de Veloz e Iberia.

Sección 4.5

Descuento de Flujos de Caja

Sección 4.5.1

Metodología

Hemos aplicado la metodología del DFC a través del enfoque de valoración por Descuento de Flujos de Caja para el Accionista, una tasa de crecimiento a perpetuidad del 1,5% y una tasa de descuento del 11,7%

El DFCA como enfoque de valoración

- El Descuento de Flujos de Caja para el Accionista (“DFCA”) indica el valor de un negocio basado en el valor presente de los flujos de caja para el accionista que se espera que el mismo genere en el futuro.
- Asimismo, el DFCA permite contar con un marco dentro del cual se puede analizar y cuantificar el efecto sobre el valor de una serie de variables e hipótesis de mercado, macroeconómicas y operativas.
- La aplicación de la metodología ha comprendido las siguientes fases:
 - Estimación de los flujos de caja disponibles para el accionista (“FCA”) generados por el negocio. Ver apartado “Tesorería operativa” en la Sección 4.5.3.
 - Estimación de la tasa de descuento adecuada para el riesgo sistemático del negocio, equivalente al coste de los fondos propios (“ K_e ”). Dicha tasa de descuento es estimada a partir del “*Capital Asset Pricing Model*” o “CAPM”.
 - Aplicación de la tasa de descuento a los FCA para calcular su valor actual a la Fecha de Valoración.
 - Análisis de sensibilidad sobre las hipótesis críticas que impactan a los flujos de caja y determinación del rango de valor.

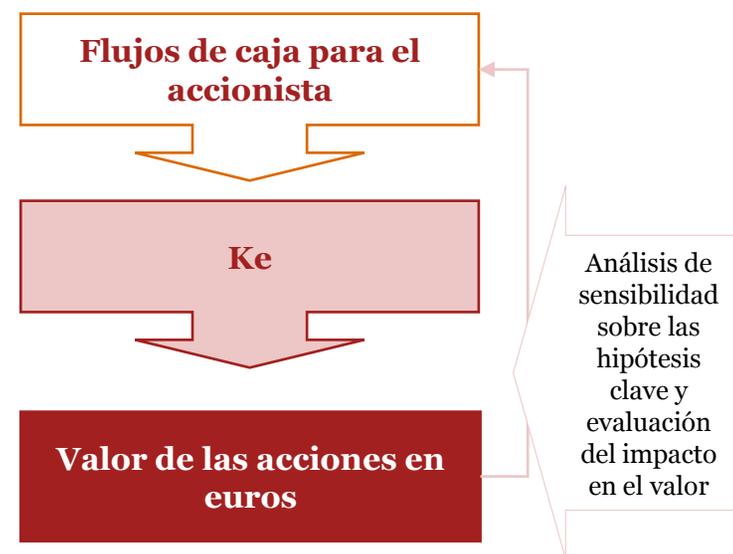
Tasa de crecimiento a perpetuidad

- Hemos aplicado una tasa de crecimiento a perpetuidad de un 1,5%, cercana a la inflación esperada a largo plazo para los principales mercados de Vueling (España, Francia e Italia) (ver Anexo 8).

Tasa de descuento

- La tasa de descuento que hemos aplicado a los FCA es un coste de fondos propios de un 11,7% (ver Sección 4.5.2).

Esquema de una valoración por DFCA



Sección 4.5.2

Coste de los fondos propios (K_e)

Hemos aplicado un coste de los fondos propios del 11,7% para descontar los flujos en el método del DFCA en el complicado entorno macroeconómico español a Fecha de Valoración

Coste de los fondos propios

Coste de los fondos propios (Ke)	30/04/2013
Tasa libre de riesgo	4,17%
Coefficiente Beta	1,25
Prima de riesgo del mercado	6,0%
Coste de los fondos propios (Ke)	11,7%

Fuente: Bloomberg, CapitalIQ y análisis PwC

- La tabla adjunta muestra los componentes del Ke, que capturan a nuestro entender de modo adecuado los riesgos sistemáticos a los que se ve expuesto Vueling y que son percibidos por el mercado por motivo de sus operaciones, predominantemente españolas, y de su capacidad de financiación como compañía española.
- Es importante advertir de que la valoración es un ejercicio holístico y de que existe una fuerte interrelación entre el Ke, los FCA proyectados y los crecimientos a perpetuidad “g” utilizados. La validez de este Ke depende, entre otras cosas, del nivel de riesgo capturado en los FCA, las hipótesis que los soportan y la razonabilidad de los crecimientos asumidos a perpetuidad.

Evolución histórica de la tasa libre de riesgo y del cuadro macroeconómico básico en España

- Como muestra el gráfico de la tasa libre de riesgo mostrado en la página siguiente, la prima de riesgo de la deuda soberana se ha reducido en los últimos meses. Dicha evolución obedece en nuestra opinión a la situación internacional en los mercados de capitales y no observamos datos que la relacionen con la realidad macroeconómica local (ver análisis adicional en Anexo 6).
- En este sentido (i) la tabla de paro y de PIB mostrada en esta página demuestra un deterioro adicional en los últimos meses en ambos indicadores macroeconómicos principales; y (ii) encontramos dos noticias de prensa (*) del mes de mayo de 2013 que corroboran el deterioro de las perspectivas macroeconómicas de España por entidades de reconocido prestigio.
- El cuadro macroeconómico continúa siendo complicado a la vista del recién publicado incremento en la ya elevada tasa de paro y la caída de (-2%) del PIB en el primer trimestre de este año. En el mismo sentido, se han alargado determinadas medidas fiscales restrictivas que se habían adoptado de forma temporal.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013-abril
Cto. Paro España	11,34%	18,01%	20,06%	21,64%	25,03%	26,30%
Cto. PIB España	0,90%	-3,70%	-0,30%	0,40%	-1,40%	-2,00%

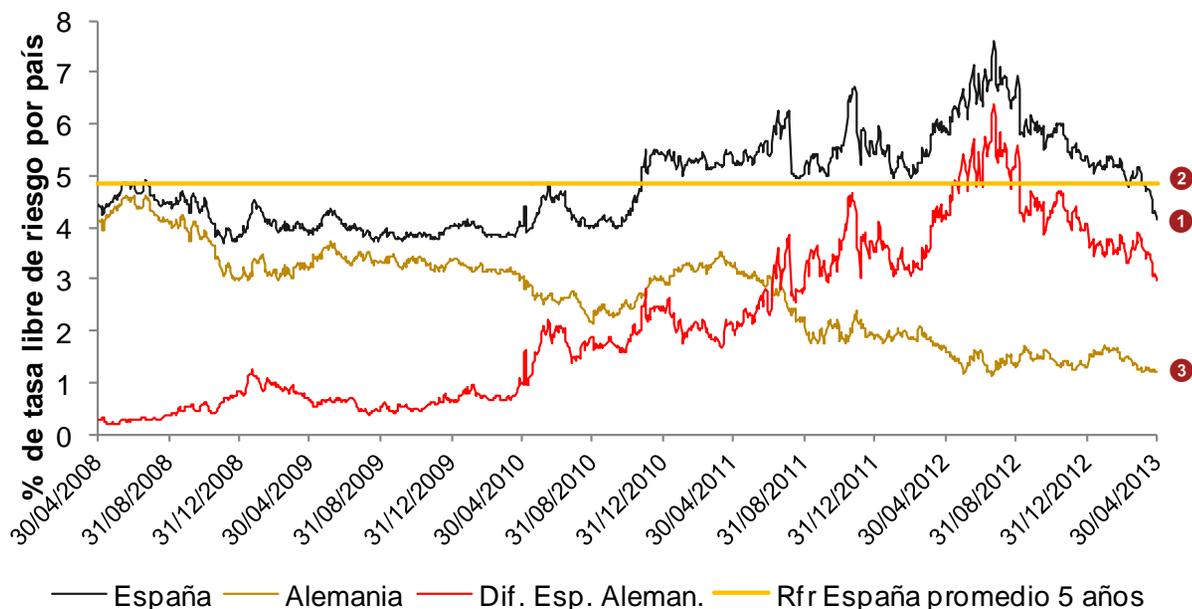
Fuente: Instituto Nacional de Estadística (“INE”)

(*) la Comisión Europea y el BBVA (ABC, 3 y 9 de mayo de 2013) han revisado a la baja en mayo de 2013 la previsión del PIB para España hasta situarlas en el (-1,5%) y el (-1,4%) respectivamente para los años 2013 y 2014.

La tasa libre de riesgo del 4,17% se sitúa a Fecha de Valoración en el nivel mínimo de los últimos 30 meses

Tasa libre de riesgo

- 1 Utilizamos la tasa libre de riesgo del 4,17% correspondiente a la rentabilidad esperada a 30 de abril de 2013 de las obligaciones a 10 años emitidas por el Estado español, por ser (i) los riesgos originados por sus operaciones, (ii) los percibidos por el mercado y (iii) los incurridos en su capacidad de acceder a financiación los propios de una compañía española.
- 2 Podemos observar una significativa caída en la evolución reciente de la rentabilidad del bono soberano español a 10 años, situándose por debajo incluso de su media de 5 años, que es de un 4,85%.
- 3 Hemos encontrado bonos de otros países europeos con un rating de S&P de AAA, pero por simplificación mostramos la evolución de la tasa libre de riesgo del bono soberano de Alemania (benchmark en la zona Euro) que, siendo también AAA, evoluciona de modo similar al resto de bonos AAA.



Fuente: Bloomberg y análisis PwC

Hemos adoptado una beta de 1,25 para la valoración de Vueling en línea con la media de las comparables, la utilizada por la Dirección y la práctica habitual en el sector

Beta

- Hemos analizado los coeficientes beta de las compañías cotizadas comparables de bajo coste europeas. Ninguna de ellas superaba el 20% de R², ni una ratio de raw beta/ error estándar >2, lo cual es indicador de una insuficiente representatividad estadística. En PwC utilizamos habitualmente los parámetros anteriormente mencionadas para poder observar una muestra estadística de datos representativa.
- Por esta razón, hemos considerado una muestra más amplia de comparables que incluye todas las aerolíneas (tanto de *low cost* como tradicionales) cotizadas en Europa y Estados Unidos con betas estadísticamente representativas, que son las 12 mostradas en la tabla adjunta.

- Con base en nuestro análisis de las betas, hemos concluido que la beta aplicable a Vueling a 30/04/2013 es de 1,25, lo cual refleja a nuestro entender adecuadamente los riesgos operativo y financiero intrínsecos de las compañías que operan en este sector de elevado riesgo y volatilidad de resultados, fruto de factores como, entre otros: (i) la alta dependencia de variables altamente volátiles, como el precio del petróleo y el tipo de cambio; (ii) la dependencia de factores exógenos, como las catástrofes naturales; (iii) las bajas barreras de entrada, que elevan la competencia en el sector; y (iv) el elevado endeudamiento.
- Como contraste a nuestro análisis de la beta, hemos tenido en cuenta otras fuentes de información:
 - Informes recientes de analistas utilizan betas de entre 1,80 y 0,80 en sus estimaciones del precio objetivo de *Low Cost Carriers* (“LCCs”):

Beta - Informes de analistas

Analista	Compañía	Fecha	Beta
Norne Securities	Norwegian	abr'13	1,80
SEB Enskilda	Norwegian	ene'13	1,60
Kepler	Vueling	oct'12	1,30
HSBC	Flybe	nov'12	1,20
HSBC	Vueling	abr'13	1,10
RBC Capital Markets	EasyJet	oct'12	1,00
RBC Capital Markets	Ryanair	oct'12	0,80

- Según hemos sido informados por la Dirección, la Compañía utiliza una beta de 1,25 en sus ejercicios de test de deterioro.
- La Dirección nos ha informado de que los informes de valoración de expertos independientes sobre los cuales el Consejo tomó su decisión de recomendar acudir a la reciente OPA de Veloz a 9,25 euros por acción utilizaban betas para la valoración de Vueling de entre 1,25 y 1,43.

Compañía	Beta/ Error estándar de		Periodicidad	Beta ajust.
	R2	Beta		
Ryanair Holdings plc	21%	8,2	5 años Semanal	0,72
Alaska Air Group, Inc.	29%	10,1	5 años Semanal	1,09
Delta Air Lines Inc.	30%	10,4	5 años Semanal	1,47
Hawaiian Holdings Inc.	39%	12,8	5 años Semanal	1,43
JetBlue Airways Corporation	39%	12,9	5 años Semanal	1,46
SkyWest Inc.	34%	11,6	5 años Semanal	1,19
Southwest Airlines Co.	42%	13,7	5 años Semanal	1,03
United Continental Holdings, Inc.	25%	9,3	5 años Semanal	1,80
Air France-KLM SA	45%	14,6	5 años Semanal	1,15
International Consolidated Airlines Group, S.A.	44%	14,2	5 años Semanal	1,31
Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft	58%	18,8	5 años Semanal	1,02
SAS AB	21%	8,4	5 años Semanal	1,16
Media				1,24
Mediana				1,18

Fuente: Bloomberg, CapitalIQ y análisis PwC

Nota: la columna beta ajustada incorpora la fórmula Blume Bayesian

Consideramos que la prima de riesgo de mercado aplicable es del 6% a Fecha de Valoración

Prima de riesgo de mercado (“EMRP”)

- Como resultado de nuestro análisis, en el cálculo del Ke (coste de capital) hemos considerado razonable aplicar una prima de riesgo del 6% a Fecha de Valoración, compuesta por (i) un 5% correspondiente a nuestra práctica y visión histórica y a largo plazo del EMRP y (ii) un 1% correspondiente a una prima coyuntural por ajuste del riesgo de mercado, sobre la base de nuestro análisis actual de la evolución histórica de la tasa libre de riesgo y del cuadro macroeconómico básico en España (Ver más detalle en Anexo 6).
- Como contraste a nuestra estimación encontramos:
 1. Que el estudio “*Market Risk Premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers (Pablo Fernández, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres, IESE Business School, University of Navarra, January 29, 2013)*”, ilustra una media de 6% en el *required* EMRP aplicable a España actualmente sobre una base de 958 encuestados;
 2. Que los analistas de Bolsa que explicitan la EMRP utilizada en sus valoraciones aplican mayoritariamente una EMRP del 6%; y
 3. Que el estudio “*International Equity Risk Premia Report 2012*” de *Morningstar, Inc.* muestra que las medias aritméticas de la prima de riesgo de mercado a largo plazo en España son recurrentemente superiores al 5,0% en todas las series temporales de 14 años o más de duración (esto es, todas las series que comienzan entre 1979 y 1997 y acaban en 2011).

Analista	Compañía	Fecha	EMRP
Norne Securities	Norwegian	abr'13	6,0%
SEB Enskilda	Norwegian	ene'13	6,0%
Kepler	Vueling	oct'12	6,0%
HSBC	Flybe	nov'12	4,5%
HSBC	Vueling	abr'13	6,0%

Sección 4.5.3

Tesorería operativa

El sector aéreo requiere cierto nivel de caja mínima operativa

- Existe una serie de aspectos por los cuales una compañía aérea requiere un nivel de tesorería como caja mínima operativa. Los aspectos más destacables del sector aplicables a Vueling son los siguientes:

A) Aspectos estructurales del sector de aerolíneas

- Alta proporción de costes fijos que hace que la Compañía esté expuesta a consumos de caja ante reducciones de su factor de ocupación, entre otros. Como hemos mencionado a lo largo del Informe, los márgenes del sector y de Vueling son estrechos.
- Volatilidad de las variables clave en la gestión del negocio aéreo, como son el precio del combustible y/o las variaciones del tipo de cambio, todo ello en un sector de márgenes estrechos.
- Adicionalmente, hay factores externos no controlables que tienen un impacto potencialmente importante en el tráfico aéreo, como son las catástrofes naturales, las enfermedades pandémicas (p. ej. SARS) y los conflictos geopolíticos, repercutiendo en las líneas y/o en la capacidad de ocupación de las aeronaves, con el consiguiente impacto en caja.
- Entorno competitivo muy intenso, en especial por la presencia de Ryanair e easyJet, compañías de tamaño mucho mayor y con márgenes muy superiores que la Sociedad, que suponen una amenaza constante para la misma, por su capacidad de entrar a competir (con objetivo de ganar cuota de mercado y a expensas inicialmente de la rentabilidad / consumo de caja) en rutas de Vueling. Esta posibilidad se ve facilitada por las relativamente bajas barreras de entrada en el sector, según expusimos anteriormente en este Informe.

- Negocio cíclico a lo largo del año. Vueling presenta un negocio muy estacional, siendo los meses de invierno (primer y último trimestre del año) los de menor actividad y generalmente con pérdidas a nivel financiero.

B) Aspectos de carácter coyuntural y específicos de Vueling

- El difícil entorno macroeconómico actual, especialmente en España y Sur de Europa, hace que la incertidumbre sea mayor. A modo ilustrativo, el pasado mes de noviembre, easyJet anunció una reducción de su volumen de actividad en España y, en concreto, en Barcelona, dadas las débiles perspectivas de tráfico y rentabilidad. Adicionalmente, destacar como hemos contado anteriormente en este Informe, que el sector es muy sensible al entorno macroeconómico. Prueba de ello son las habituales declaraciones de insolvencia de compañías aéreas, algunas de ellas en el último año, así como los procesos de reestructuración que están llevando a cabo otras compañías en el sector, como Iberia. Todo ello implica que sea necesaria una posición financiera apropiada que les permita afrontar estas situaciones.
- Adicionalmente, Vueling está ejecutando su plan de expansión presentado recientemente, donde destaca la apuesta por incrementar su presencia en países del Norte de Europa. Para cubrir esta nueva oferta, Vueling contratará personal e incrementará el número de aeronaves operadas. Dicho incremento del volumen de actividad (y en particular, del número de aeronaves) y el esfuerzo de apertura de nuevas líneas implicará consumos adicionales de caja y necesidades adicionales de caja mínima operativa, efectos incorporados en las Proyecciones Vueling y en el Caso Base.

Vueling tiene un elevado apalancamiento financiero, cercano al 80%, considerando los compromisos adquiridos para financiar el incremento de flota en 2013

Capitalización de los arrendamientos operativos

- Según el informe de de PricewaterhouseCoopers B.V. "The future of leasing" (2010), los *leasings* son una importante fuente de financiación que permite a las compañías adquirir el derecho de uso de activos materiales sin tener que afrontar elevadas salidas de caja iniciales.
- El *leasing* operativo es una forma de financiación habitualmente utilizada en el sector aéreo. Ni el activo arrendado ni las obligaciones de pago en contrapartida son reflejadas en los balances de las compañías arrendatarias. En cambio, el IASB y el FASB tienen previsto requerir que todos los *leasings* (incluyendo los actualmente denominados arrendamientos operativos) sean contabilizados de modo homogéneo y reconocidos en el balance. Dicha nueva regulación todavía está en discusión.
- Para analizar el nivel de deuda financiera que afloraría en los balances si se implementase el cambio de la normativa contable, es común encontrar que los analistas, las agencias de calificación crediticia y las entidades de crédito ajustan los balances, incorporando como deuda los compromisos contractuales por arrendamientos operativos mediante la aplicación de diferentes criterios estándar (*rule of thumb*). A los ojos de las entidades financieras, los arrendamientos operativos reducen la capacidad de las compañías para endeudarse.
- Una *rule of thumb* frecuentemente utilizada se basa en estimar el pasivo implícito del arrendamiento operativo como un multiplicador de entre 7 y 8 veces el gasto anual de arrendamiento operativo. A modo de ejemplo:

1. El estudio "Rent Expense Multiples to Capitalize Operating Leases for Non-Financial Companies" (2012) de Moody's Investors Service establece un multiplicador estándar de 8 veces por este concepto; y
2. El informe "Full Year Results Analyst & Investors Presentation 2011", de easyJet utiliza un multiplicador de 7 veces.

- En caso de aplicar el referido *rule of thumb*, la Sociedad presentaría un elevado nivel de **endeudamiento a 31 de marzo de 2013, con un ratio de apalancamiento de entre un 79% y 81%**, asumiendo una capitalización de 9,25 euros por acción (nótese que toda la flota de Vueling se encuentra en régimen de arrendamiento operativo).

Apalancamiento (31 de marzo de 2013)

	7 veces	8 veces
A. Capitalización	276.617	276.617
Número de acciones	29.905	29.905
Precio de la OPA	9,25	9,25
B. Posición financiera neta	1.034.024	1.178.723
Arrendamiento operativo	1.012.891	1.157.589
Arrendamientos	144.699	144.699
Rule of thumb	7,0x	8,0x
Tesorería	(94.605)	(94.605)
Caja total (*)	(384.605)	(384.605)
Caja mínima	290.000	290.000
Caja/avión	5.000	5.000
Aviones	58	58
Prov. netas de fianzas	115.739	115.739
C. Apalancamiento: C = [B / (A+B)]	79%	81%

Fuente: la Compañía y análisis PwC

(*) La caja total coincide con la posición neta de caja publicada por Vueling en su presentación de resultados del primer trimestre de 2013; se trata de una posición neta de caja ajustada respecto a la del balance mostrado anteriormente, debido a la reclasificación de importes relativos a inversiones financieras temporales con vencimientos superiores a 3 meses (ver Anexo 11)

Criterios comunes de cuantificación de la caja mínima operativa

- Las propias características específicas del sector aéreo y su funcionamiento, junto con la estructura de propiedad de la flota de Vueling (mediante arrendamiento operativo) hacen que presente una posición de apalancamiento financiero ajustado neto elevada en los últimos años. Sin embargo, por los motivos que hemos mencionado anteriormente, consideramos que parte de la posición de caja que presenta la Sociedad en la actualidad y en el Caso Base es de carácter operativo, esto es, indisponible para los accionistas a efectos de valoración.
- Como muestra la siguiente tabla, existen varios criterios para estimar la caja mínima operativa inicial y proyectada de la Compañía, explicados a continuación:

Criterios de cuantificación de la caja mínima operativa

Criterios	Caja mínima operativa (millones de EUR)	
Sector (*)	4 millones GBP / avión	312
Vueling		
Escenario 1	4-5 millones EUR / avión	264-330
Escenario 2	3 meses OPEX	315
Escenario 3	20% ingresos	262

OPEX e ingresos: cierre estimado de 2013

Aviones (abril 2013): 66

(*) La única referencia encontrada similar a la Compañía corresponde a la de easyJet en “Full year results analyst and investors presentation”, de 15 de noviembre de 2011

Fuente: www.easyjet.co.uk y la Compañía

Caja mínima operativa por avión en easyJet

- En su informe “Full Year Results Analyst & Investors Presentation 2011”, easyJet establece como nivel mínimo de tesorería operativa GBP 4,0 millones por avión, equivalentes a EUR 4,72 millones por avión a Fecha de Valoración.

Escenarios de caja mínima operativa planteados por la Compañía y PwC

- La Compañía nos ha facilitado un análisis de criterios estándar dentro del sector para estimar el nivel de caja mínima operativa del sector aéreo. Estos enfoques presentan conclusiones similares en términos de euros:
 - De modo similar a easyJet, la Compañía se refiere a un nivel de caja mínima por avión, estableciendo una referencia de entre EUR 4 y 5 millones. No obstante, la Dirección considera que dicha cifra es una referencia para rutas ya establecidas, entendiéndose que los riesgos inherentes a nuevas rutas exigirían un nivel mayor de caja mínima por los aviones asignados a las mismas.
 - La Compañía también nos indica una referencia de caja mínima operativa medida a partir de los gastos operativos. El volumen de caja operativa mínima es similar a una cuarta parte (3 meses) de los gastos operativos del año (2013 estimado).
 - Por último, la Compañía señalaba a un tercer estándar del sector, por el cual la caja operativa sería equivalente al 20% de los ingresos del año (2013 estimado).
- Adicionalmente, nótese que dada la operativa de Vueling y las características de sus contratos de arrendamiento de flota, éstos son considerados como arrendamientos operativos. Por lo tanto, las cuotas futuras comprometidas de estos arrendamientos operativos no están registradas en el pasivo de la Sociedad. A modo ilustrativo, a 31 de diciembre de 2012, Vueling tenía comprometidas, a través de los contratos de arrendamientos de aeronaves, unas cuotas de arrendamiento mínimas de USD 487 millones (unos 369 millones de euros). Adicionalmente la Sociedad tiene avales en relación con los alquileres de flota y las obligaciones de mantenimiento.

Consideramos, a efectos de la valoración, un nivel mínimo de caja operativa de EUR 5 millones por avión y las salidas de caja futuras por compromisos de mantenimiento de la flota netos de sus fianzas (1/2)

- Por los motivos expuestos, entendemos que resulta necesario en un sector tan impredecible, volátil, expuesto a factores exógenos y con una trayectoria significativa de insolvencias y reestructuraciones como es el aeronáutico, contar con un nivel de tesorería suficiente para garantizar la viabilidad y éxito de los proyectos y poder afrontar el futuro con garantías de supervivencia, además de poder cumplir con los compromisos asumidos con los arrendadores de flota.
- Por lo tanto, creemos que el nivel de **tesorería mínima operativa** de Vueling a Fecha de Valoración, dada su flota de 58 aviones en marzo de 2013 más el anticipo por los 8 aviones incrementales del mes de abril, asciende a 330 millones de euros, equivalentes a **5 millones de euros por avión**. Dados los aspectos estructurales y coyunturales mencionados anteriormente, la hipótesis que hemos adoptado en nuestro ejercicio de valoración se sitúa en 2013 en el rango alto de los criterios de cuantificación mostrados en la página anterior. Esto se debe a razones como:
 1. el mayor riesgo inherente al elevado número de nuevas rutas proyectadas;
 2. el denominado “efecto riqueza” por el cual compañías de mayor escala, como es el caso de easyJet respecto a Vueling, podrían subsistir con una menor proporción de garantías (caja); y
 3. el elevado riesgo financiero asumido por Vueling, por encontrarse en niveles muy elevados de apalancamiento, de en torno al 80%.
- Dicha opinión tiene su aplicación en el ejercicio de DFCA explicado en la Sección 4.5.6, en el cual hemos mantenido constante dicha referencia (reduciéndose, por tanto, en términos reales a medida que el mix de rutas de la Compañía evoluciona a un nivel medio de madurez mayor).
- El hecho de que a la Fecha de Valoración la Sociedad presente EUR 55 millones caja de carácter no operativo y, por lo tanto, sumada a efectos nuestra conclusión de valor en el DFC, no implica que ésta sea de carácter distribuable, dado (i) el elevado nivel de apalancamiento, de alrededor del 80% (ver página anterior) y (ii) que existen a la misma fecha provisiones de mantenimiento netas de las fianzas constituidas por un total de 116 millones de euros, las cuales tienen a efectos de valoración un impacto similar al de deuda financiera.
- Entendemos que la caja no operativa existente tiene valor y podría ser utilizada para financiar los planes de crecimiento de la Compañía o para reducir su riesgo financiero, como mayor cobertura de su caja mínima operativa, disminuyendo su elevado apalancamiento.

Consideramos, a efectos de la valoración, un nivel mínimo de caja operativa de EUR 5 millones por avión y las salidas de caja futuras por compromisos de mantenimiento de la flota netos de sus fianzas (2/2)

- Hemos proyectado y considerado como FCA en nuestro ejercicio de DFC la variación de dicha posición de caja no operativa.
- Como mencionábamos anteriormente, estamos considerando el saldo de EUR 55 millones de caja no operativa a 31 de marzo de 2013 como mayor valor de las acciones, si bien se ve contrarrestado por la deuda de EUR (-116) millones por provisiones de mantenimiento netas de fianzas (ver tabla adjunta).

Vueling - Posición de tesorería a 31 de marzo de 2013

	Q1 2013 ajustado
Caja Total (*)	385
de la que caja mínima operativa flota 31 de marzo (58 aviones)	290
de la que caja mínima adicional nueva flota abril 2013 (8 aviones)	40
de la que caja no operativa	55
Provisiones a largo plazo netas de fianzas constituidas (**)	(116)
Cálculo de la caja disponible (déficit) >>>	
Caja Total (*)	385
de la que caja mínima operativa flota 31 de marzo (58 aviones)	(290)
de la que caja mínima adicional nueva flota abril 2013 (8 aviones)	(40)
Provisiones a largo plazo netas de fianzas constituidas (**)	(116)
Total (déficit) de caja	(61)

(*) Posición neta de caja ajustada (ver Anexo 11)

(**) Ver Sección 4.5.5 y Anexo 9 para mayor explicación

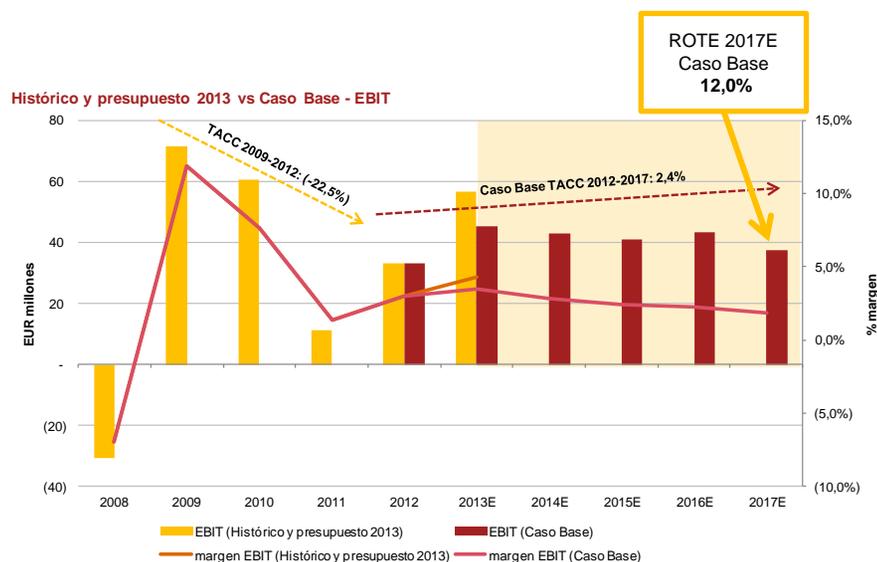
Fuente: análisis PwC

Sección 4.5.4

Introducción al Caso Base

Introducción a la elaboración del Caso Base

Consideraciones generales



Indicadores	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKO (millones)	7.945	10.180	13.569	14.314	17.622	21.384
PKT (millones)	5.583	7.498	9.932	10.820	13.693	16.616
Pasajeros (miles)	5.886	8.202	11.036	12.316	14.795	16.742
Asientos (miles)	8.430	11.263	15.194	16.518	19.353	21.546
Factor de ocupación	70%	74%	73%	76%	78%	78%
IAKO (c.€)	6,75	7,04	7,16	7,17	7,30	7,00
CAKO (c.€)	5,94	5,21	5,43	5,95	6,04	5,92
CAKO ex-fuel (c.€)	4,04	4,18	4,07	4,18	4,14	3,98
CAKO fuel (c.€)	1,89	1,03	1,36	1,77	1,90	1,94
Caja + Inv. A c/p sobre lng. (%)	10%	24%	29%	29%	35%	30%

AKO: Asiento por km. ofertado; **PKT:** Pasajero por km. transportado; **IAKO:** Ingreso (incluyendo CO₂) por asiento y km. ofertado; **CAKO:** Coste por asiento y km. ofertado

Fuente: Vueling y análisis PwC

Valoración del 100% de Vueling Airlines, S.A. •
PwC

- La Sociedad nos ha proporcionado el Presupuesto (en las páginas siguientes adjuntamos un detalle del mismo) y las Proyecciones Vueling, que constituyen una herramienta de gestión sobre cuál deberá ser su aspiración en la gestión de la evolución futura del negocio de Vueling.
- Dadas las circunstancias mencionadas anteriormente, hemos elaborado el Caso Base, tomando como punto de partida los datos históricos de la Sociedad, el Presupuesto y la visión de la Dirección sobre las perspectivas de evolución futura del negocio de Vueling.
- La Compañía nos ha informado de que existen ciertos ajustes al balance contable y que tienen su reflejo en el Presupuesto 2013 y en las Proyecciones Vueling, motivo por el cual existen algunas diferencias por reclasificación entre los balances contables de diciembre de 2012 y marzo 2013 y los balances 2012R ajustado y Q1 2013 ajustado mostrados posteriormente. Según conversaciones con la Dirección, los principales ajustes se deben a reclasificaciones de determinadas cuantías que contablemente figuran entre las inversiones financieras temporales y que en el ajuste de modelización se muestran como inversiones financieras a largo plazo o tesorería, dependiendo de su naturaleza. Para más detalle ver Anexo 11.
- Nuestros análisis y el Caso Base han sido discutidos y compartidos con la Dirección y el equipo gestor de IAG, habiéndonos ambos manifestado que, en líneas generales, les resultan razonables y habiéndonos confirmado asimismo por escrito que los contenidos del Informe sobre hechos de su respectivo conocimiento no contienen errores u omisiones relevantes que puedan afectar significativamente a la conclusión de nuestro trabajo.
- Como fuente adicional de información, además de informes sobre el mercado y sobre Vueling, hemos considerado numerosos informes de analistas de Bolsa que contienen perspectivas para Vueling en líneas generales similares a las de nuestro Caso Base.

22 de mayo de 2013

Fuentes utilizadas para la elaboración del Caso Base

Consideraciones generales

- En la Sección 4.5.5 describimos de forma más detallada el Caso Base.
- Para la elaboración del Caso Base hemos tenido en cuenta, entre otros factores:
 1. La evolución histórica reciente de la Sociedad;
 2. Las características del mercado del transporte aéreo, resumidas en la Sección 3;
 3. El Presupuesto detallado para el ejercicio 2013 aprobado por el Consejo, así como las aspiraciones de crecimiento en volumen (AKO, flota y factor de ocupación principalmente) reflejadas en las Proyecciones Vueling;
 4. Nuestro entendimiento de que resulta particularmente ambicioso considerar incrementos futuros continuados en tres de las variables clave del negocio como son (i) el AKO, (ii) el factor de ocupación y (iii) el IAKO, tal y como se proyecta en las Proyecciones Vueling;
 5. El retorno sobre el capital tangible (“ROTE”) proyectado a perpetuidad, que debe recoger a nuestro entender un retorno medio de un ciclo económico para un negocio particularmente volátil como el aeronáutico. En este sentido, hemos proyectado las rentabilidades y márgenes que consideramos razonables hasta el periodo terminal, según detallamos en la Sección 4.5.5;
 6. La comparación del ROTE con el coste de los fondos propios; y
 7. La percepción que sobre la futura evolución financiera de la Compañía tienen los analistas del sector, principalmente aquéllos con informes de los últimos dos meses (ver tablas).

Ventas

		2013E	2014E	2015E
<i>(en Millones de €)</i>				
Analistas	Fecha Informe			
Banesto	16/04/2013	1,243	1,305	n/d
BPI	15/04/2013	1,231	1,232	1,235
La Caixa	12/04/2013	1,280	n/d	n/d
Banco Sabadell	11/04/2013	1,122	1,145	n/d
Ahorro Corporación	25/03/2013	1,155	1,211	n/d
Cheuvreux	28/03/2013	1,134	1,163	1,192
BBVA	13/03/2013	1,219	1,369	1,369
Media		1,198	1,238	1,265
Mediana		1,219	1,222	1,235

Fuente: Bloomberg e informes de analistas

EBIT

		2013E	2014E	2015E
<i>(en Millones de €)</i>				
Analistas	Fecha Informe			
Banesto	16/04/2013	33	35	37
BPI	15/04/2013	30	32	36
La Caixa	12/04/2013	38	n/d	n/d
Banco Sabadell	11/04/2013	3	11	n/d
Ahorro Corporación	25/03/2013	20	29	n/d
Cheuvreux	28/03/2013	n/d	n/d	n/d
BBVA	13/03/2013	47	49	52
Media		29	31	42
Mediana		32	32	37

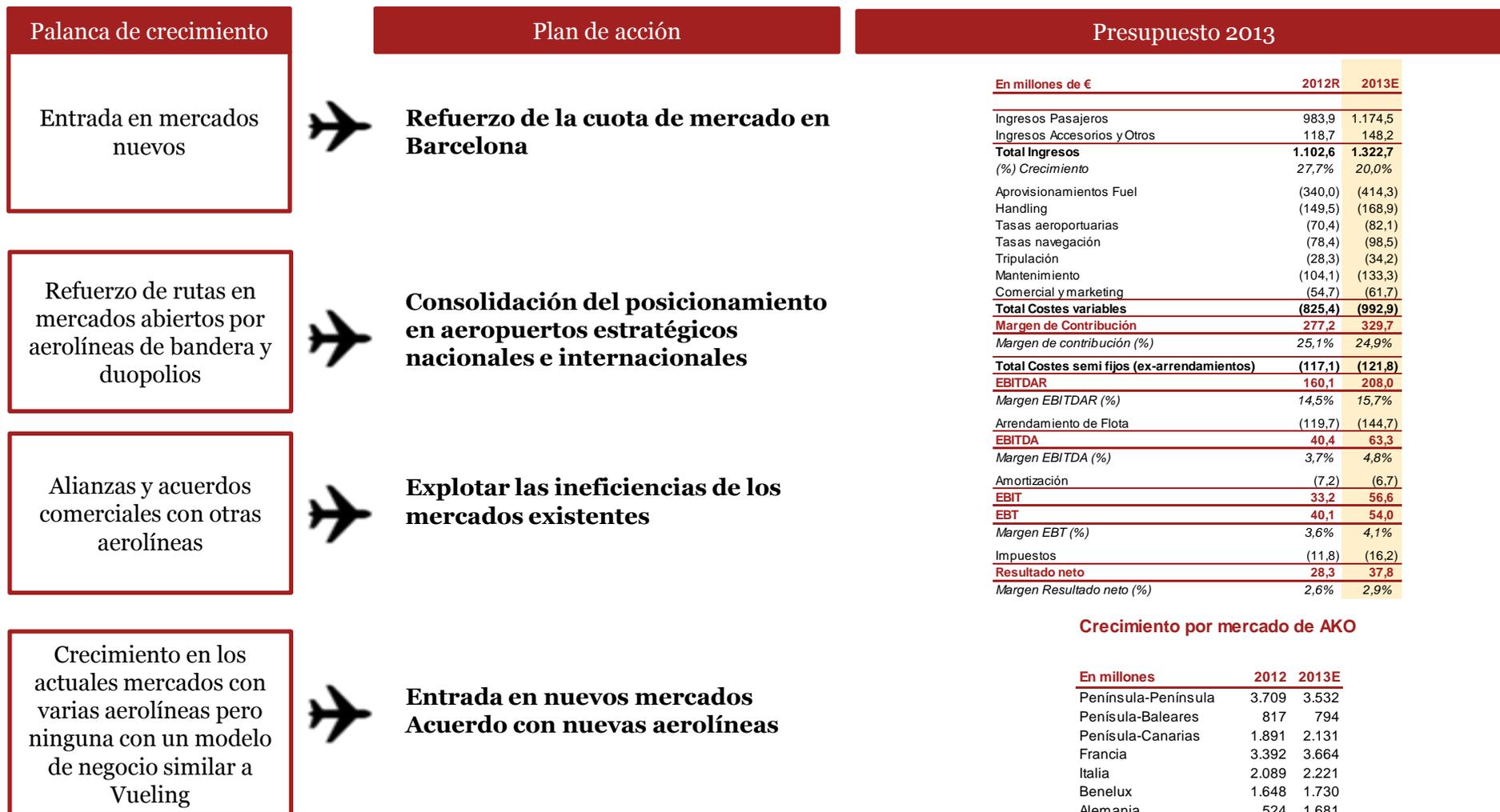
Fuente: Bloomberg e informes de analistas

Beneficio Neto

		2013E	2014E	2015E
<i>(en Millones de €)</i>				
Analistas	Fecha Informe			
Banesto	16/04/2013	28	30	n/d
BPI	15/04/2013	30	33	36
La Caixa	12/04/2013	30	n/d	n/d
Banco Sabadell	11/04/2013	6	12	n/d
Ahorro Corporación	25/03/2013	18	24	n/d
Cheuvreux	28/03/2013	n/d	n/d	n/d
BBVA	13/03/2013	36	37	39
Media		25	27	38
Mediana		29	30	38

Fuente: Bloomberg e informes de analistas

Principales palancas de crecimiento de la estrategia futura y plan de acción – Presupuesto 2013



Crecimiento por mercado de AKO

En millones	2012	2013E
Península-Península	3.709	3.532
Península-Baleares	817	794
Península-Canarias	1.891	2.131
Francia	3.392	3.664
Italia	2.089	2.221
Benelux	1.648	1.730
Alemania	524	1.681
Escandinavia	799	1.211
Resto Europa Corto	1.646	2.160
Europa Largo	1.108	2.260
Total	17.622	21.384

Fuente: la Compañía

22 de mayo de 2013

Fuente: la Compañía

Sección 4.5.5

Proyecciones Caso Base

Proyecciones Caso Base (1/9)

Proyección de la cuenta de PyG

En millones de €	2012R	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	Terminal	Valor TACC 2012-2017
PKT	13.472	16.616	19.076	21.227	23.696	25.171	25.171	13,3%
Yield €c	7,3	7,0	7,1	7,1	7,1	7,1	7,2	-0,6%
Ingresos Pasajeros	983,9	1.163,2	1.348,3	1.500,4	1.674,9	1.784,9	1.811,7	12,7%
(%) Crecimiento	28,4%	18,2%	15,9%	11,3%	11,6%	6,6%	1,5%	
Ingresos Accesorios y Otros	118,7	148,2	175,5	197,2	222,3	238,7	242,3	15,0%
(%) Crecimiento	21,9%	24,9%	18,4%	12,4%	12,7%	7,4%	1,5%	
Total Ingresos	1.102,6	1.311,4	1.523,9	1.697,6	1.897,2	2.023,6	2.053,9	12,9%
(%) Crecimiento	27,7%	18,9%	16,2%	11,4%	11,8%	6,7%	1,5%	
Aprovisionamientos Fuel	(340,0)	(414,3)	(519,1)	(571,3)	(627,5)	(655,8)	(665,7)	14,0%
Handling	(149,5)	(168,9)	(197,2)	(220,5)	(248,5)	(266,7)	(270,7)	12,3%
Tasas aeroportuarias	(70,4)	(82,1)	(98,9)	(113,7)	(127,6)	(136,2)	(138,3)	14,1%
Tasas navegación	(78,4)	(98,5)	(114,7)	(127,7)	(143,3)	(153,0)	(155,3)	14,3%
Tripulación	(28,3)	(34,2)	(40,6)	(45,3)	(50,8)	(54,4)	(55,2)	14,0%
Mantenimiento	(104,1)	(133,3)	(148,0)	(175,7)	(202,6)	(227,9)	(231,3)	17,0%
Comercial y marketing	(54,7)	(61,7)	(65,6)	(74,1)	(84,2)	(91,3)	(92,7)	10,8%
Total Costes variables	(825,4)	(992,9)	(1.184,0)	(1.328,2)	(1.484,5)	(1.585,3)	(1.609,1)	13,9%
(%) Crecimiento	27,9%	20,3%	19,2%	12,2%	11,8%	6,8%	1,5%	
Margen de Contribución	277,2	318,4	339,8	369,4	412,7	438,3	444,9	9,6%
Margen de contribución (%)	25,1%	24,3%	22,3%	21,8%	21,8%	21,7%	21,7%	
Tripulación SF	(45,2)	(50,2)	(59,6)	(66,6)	(74,5)	(79,6)	(80,8)	12,0%
Mantenimiento SF	(11,2)	(8,7)	(9,6)	(11,1)	(12,9)	(14,5)	(14,7)	5,4%
Seguros	(4,9)	(5,1)	(5,1)	(5,6)	(6,3)	(6,8)	(6,9)	6,7%
Otros	(55,8)	(57,8)	(54,5)	(55,7)	(57,3)	(59,1)	(59,9)	1,1%
Total Costes semi fijos (ex-arrendamientos)	(117,1)	(121,8)	(128,8)	(138,9)	(151,0)	(159,9)	(162)	6,4%
(%) Crecimiento	25,7%	4,0%	5,8%	7,9%	8,7%	5,9%	1,5%	
EBITDAR	160,1	196,7	211,0	230,4	261,7	278,3	282,5	11,7%
Margen EBITDAR (%)	14,5%	15,0%	13,8%	13,6%	13,8%	13,8%	13,8%	
Arrendamiento de Flota	(119,7)	(144,7)	(161,1)	(182,5)	(211,4)	(233,7)	(237,2)	14,3%
EBITDA	40,4	52,0	49,9	47,9	50,3	44,6	45,3	2,0%
Margen EBITDA (%)	3,7%	4,0%	3,3%	2,8%	2,7%	2,2%	2,2%	
Amortización	(7,2)	(6,7)	(6,8)	(6,9)	(7,0)	(7,2)	(7,3)	0,1%
(%) Crecimiento	7,7%	(6,0%)	1,1%	1,5%	2,0%	2,0%	1,5%	
EBIT	33,2	45,3	43,1	41,0	43,2	37,5	38,0	2,4%
Margen EBIT (%)	3,0%	3,5%	2,8%	2,4%	2,3%	1,9%	1,9%	
Resultado Financiero	6,9	(2,6)	-	1,7	3,7	6,0	7,4	-2,6%
Gastos de reestructuración	-	-	-	-	-	-	-	
EBT	40,1	42,7	43,1	42,7	47,0	43,5	45,4	1,6%
Margen EBT (%)	3,6%	3,3%	2,8%	2,5%	2,5%	2,1%	2,2%	
Impuestos	(11,8)	(12,8)	(12,9)	(12,8)	(14,1)	(13,0)	(13,6)	2,0%
Resultado neto	28,3	29,9	30,1	29,9	32,9	30,4	31,8	1,4%
Margen Resultado neto (%)	2,6%	2,3%	2,0%	1,8%	1,7%	1,5%	1,5%	

1 Ingresos Pasajeros

- Los **ingresos operativos** de la venta de billetes emitidos han sido proyectados de acuerdo a una estimación para los próximos años de los kms. de asiento ofertado (“AKO”), el factor de ocupación de los mismos, que multiplicado por el AKO resulta en el denominado “PKT” (pasajero por km. transportado), y el ingreso por PKT, denominado “*yield*”.
- El *yield* proyectado por PwC hasta 2017 supone un ligero deterioro en términos de moneda constante, lo cual se ve justificado por:
 - las dudas sobre las perspectivas reflejadas en la Sección 3;
 - el impacto de las subidas del IVA y las tasas de AENA, que resultará difícil de repercutir completamente al consumidor; y
 - el plan de expansión de la Compañía, que exigirá un esfuerzo en precio para incrementar cuota de mercado y factor de ocupación (en el desarrollo de cualquier otra ruta existe un proceso de *ramp-up*).
- Dados los costes que la Dirección nos ha proporcionado para el volumen de actividad proyectado, hemos considerado un *yield* tal que las rentabilidades y márgenes resultantes son razonables en el periodo terminal, en el que el ROTE del valor terminal es marginalmente superior al Ke (12% vs. 11,7%).

Fuente: Vueling y análisis PwC

Proyecciones Caso Base (2/9)

Proyección de la cuenta de PyG

En millones de €	2012R	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	Valor Terminal	TACC 2012-2017
PKT	13.472	16.616	19.076	21.227	23.696	25.171	25.171	13,3%
Yield €c	7,3	7,0	7,1	7,1	7,1	7,1	7,2	-0,6%
Ingresos Pasajeros	983,9	1.163,2	1.348,3	1.500,4	1.674,9	1.784,9	1.811,7	12,7%
(%) Crecimiento	28,4%	18,2%	15,9%	11,3%	11,6%	6,6%	1,5%	
Ingresos Accesorios y Otros	118,7	148,2	175,5	197,2	222,3	238,7	242,3	15,0%
(%) Crecimiento	21,9%	24,9%	18,4%	12,4%	12,7%	7,4%	1,5%	
Total Ingresos	1.102,6	1.311,4	1.523,9	1.697,6	1.897,2	2.023,6	2.053,9	12,9%
(%) Crecimiento	27,7%	18,9%	16,2%	11,4%	11,8%	6,7%	1,5%	
Aprovisionamientos Fuel	(340,0)	(414,3)	(519,1)	(571,3)	(627,5)	(655,8)	(665,7)	14,0%
Handling	(149,5)	(168,9)	(197,2)	(220,5)	(248,5)	(266,7)	(270,7)	12,3%
Tasas aeroportuarias	(70,4)	(82,1)	(98,9)	(113,7)	(127,6)	(136,2)	(138,3)	14,1%
Tasas navegación	(78,4)	(98,5)	(114,7)	(127,7)	(143,3)	(153,0)	(155,3)	14,3%
Tripulación	(28,3)	(34,2)	(40,6)	(45,3)	(50,8)	(54,4)	(55,2)	14,0%
Mantenimiento	(104,1)	(133,3)	(148,0)	(175,7)	(202,6)	(227,9)	(231,3)	17,0%
Comercial y marketing	(54,7)	(61,7)	(65,6)	(74,1)	(84,2)	(91,3)	(92,7)	10,8%
Total Costes variables	(825,4)	(992,9)	(1.184,0)	(1.328,2)	(1.484,5)	(1.585,3)	(1.609,1)	13,9%
(%) Crecimiento	27,9%	20,3%	19,2%	12,2%	11,8%	6,8%	1,5%	
Margen de Contribución	277,2	318,4	339,8	369,4	412,7	438,3	444,9	9,6%
Margen de contribución (%)	25,1%	24,3%	22,3%	21,8%	21,8%	21,7%	21,7%	
Tripulación SF	(45,2)	(50,2)	(59,6)	(66,6)	(74,5)	(79,6)	(80,8)	12,0%
Mantenimiento SF	(11,2)	(8,7)	(9,6)	(11,1)	(12,9)	(14,5)	(14,7)	5,4%
Seguros	(4,9)	(5,1)	(5,1)	(5,6)	(6,3)	(6,8)	(6,9)	6,7%
Otros	(55,8)	(57,8)	(54,5)	(55,7)	(57,3)	(59,1)	(59,9)	1,1%
Total Costes semi fijos (ex-arrendamientos)	(117,1)	(121,8)	(128,8)	(138,9)	(151,0)	(159,9)	(162)	6,4%
(%) Crecimiento	25,7%	4,0%	5,8%	7,9%	8,7%	5,9%	1,5%	
EBITDAR	160,1	196,7	211,0	230,4	261,7	278,3	282,5	11,7%
Margen EBITDAR (%)	14,5%	15,0%	13,8%	13,6%	13,8%	13,8%	13,8%	
Arrendamiento de Flota	(119,7)	(144,7)	(161,1)	(182,5)	(211,4)	(233,7)	(237,2)	14,3%
EBITDA	40,4	52,0	49,9	47,9	50,3	44,6	45,3	2,0%
Margen EBITDA (%)	3,7%	4,0%	3,3%	2,8%	2,7%	2,2%	2,2%	
Amortización	(7,2)	(6,7)	(6,8)	(6,9)	(7,0)	(7,2)	(7,3)	0,1%
(%) Crecimiento	7,7%	(6,0%)	1,1%	1,5%	2,0%	2,0%	1,5%	
EBIT	33,2	45,3	43,1	41,0	43,2	37,5	38,0	2,4%
Margen EBIT (%)	3,0%	3,5%	2,8%	2,4%	2,3%	1,9%	1,9%	
Resultado Financiero	6,9	(2,6)	-	1,7	3,7	6,0	7,4	-2,6%
Gastos de reestructuración	-	-	-	-	-	-	-	
EBT	40,1	42,7	43,1	42,7	47,0	43,5	45,4	1,6%
Margen EBT (%)	3,6%	3,3%	2,8%	2,5%	2,5%	2,1%	2,2%	
Impuestos	(11,8)	(12,8)	(12,9)	(12,8)	(14,1)	(13,0)	(13,6)	2,0%
Resultado neto	28,3	29,9	30,1	29,9	32,9	30,4	31,8	1,4%
Margen Resultado neto (%)	2,6%	2,3%	2,0%	1,8%	1,7%	1,5%	1,5%	

Fuente: Vueling y análisis PwC

2 Ingresos de accesorios y otros

- Hemos asumido la proyección de **ingresos de accesorios** en línea con la información proporcionada por la Dirección (en torno a EUR 9,6 por pasajero), las cuales nos parecen razonables, y un crecimiento igual a la “g” en el período terminal.

3 Aprovisionamiento de combustible

- Hemos asumido como razonable la proyección de **costes de aprovisionamiento de combustible** que la Dirección considera para el volumen de actividad proyectado, capturando el impacto de las coberturas de coste de combustible existentes.
- El coste de aprovisionamiento de combustible incluye el coste asociado a las coberturas y al CO₂.
- La política de coberturas de la Compañía se sitúa, según la Dirección, en línea con las políticas estándar entre sus competidores. Cabría por tanto esperar, según conversaciones con la Dirección, que Vueling ajustara sus tarifas a la evolución futura del combustible en línea con la pauta sectorial.
- El coste en el período terminal crece conforme a la “g”.

Proyecciones Caso Base (3/9)

Proyección de la cuenta de PyG

En millones de €	2012R	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	Valor Terminal	TACC 2012-2017
PKT	13.472	16.616	19.076	21.227	23.696	25.171	25.171	13,3%
Yield €c	7,3	7,0	7,1	7,1	7,1	7,1	7,2	-0,6%
Ingresos Pasajeros	983,9	1.163,2	1.348,3	1.500,4	1.674,9	1.784,9	1.811,7	12,7%
(%) Crecimiento	28,4%	18,2%	15,9%	11,3%	11,6%	6,6%	1,5%	
Ingresos Accesorios y Otros	118,7	148,2	175,5	197,2	222,3	238,7	242,3	15,0%
(%) Crecimiento	21,9%	24,9%	18,4%	12,4%	12,7%	7,4%	1,5%	
Total Ingresos	1.102,6	1.311,4	1.523,9	1.697,6	1.897,2	2.023,6	2.053,9	12,9%
(%) Crecimiento	27,7%	18,9%	16,2%	11,4%	11,8%	6,7%	1,5%	
Aprovisionamientos FUEL	(340,0)	(414,3)	(519,1)	(571,3)	(627,5)	(655,8)	(665,7)	14,0%
Handling	(149,5)	(168,9)	(197,2)	(220,5)	(248,5)	(266,7)	(270,7)	12,3%
Tasas aeroportuarias	(70,4)	(82,1)	(98,9)	(113,7)	(127,6)	(136,2)	(138,3)	14,1%
Tasas navegación	(78,4)	(98,5)	(114,7)	(127,7)	(143,3)	(153,0)	(155,3)	14,3%
Tripulación	(28,3)	(34,2)	(40,6)	(45,3)	(50,8)	(54,4)	(55,2)	14,0%
Mantenimiento	(104,1)	(133,3)	(148,0)	(175,7)	(202,6)	(227,9)	(231,3)	17,0%
Comercial y marketing	(54,7)	(61,2)	(65,6)	(74,1)	(84,2)	(91,3)	(92,7)	10,8%
Total Costes variables	(825,4)	(992,9)	(1.184,0)	(1.328,2)	(1.484,5)	(1.585,3)	(1.609,1)	13,9%
(%) Crecimiento	27,9%	20,3%	19,2%	12,2%	11,8%	6,8%	1,5%	
Margen de Contribución	277,2	318,4	339,8	369,4	412,7	438,3	444,9	9,6%
Margen de contribución (%)	25,1%	24,3%	22,3%	21,8%	21,8%	21,7%	21,7%	
Tripulación SF	(45,2)	(50,2)	(59,6)	(66,6)	(74,5)	(79,6)	(80,8)	12,0%
Mantenimiento SF	(11,2)	(8,7)	(9,6)	(11,1)	(12,9)	(14,5)	(14,7)	5,4%
Seguros	(4,9)	(5,1)	(5,1)	(5,6)	(6,3)	(6,8)	(6,9)	6,7%
Otros	(55,8)	(57,8)	(54,5)	(55,7)	(57,3)	(59,1)	(59,9)	1,1%
Total Costes semi fijos (ex-arrendamientos)	(117,1)	(121,8)	(128,8)	(138,9)	(151,0)	(159,9)	(162)	6,4%
(%) Crecimiento	25,7%	4,0%	5,8%	7,9%	8,7%	5,9%	1,5%	
EBITDAR	160,1	196,7	211,0	230,4	261,7	278,3	282,5	11,7%
Margen EBITDAR (%)	14,5%	15,0%	13,8%	13,6%	13,8%	13,8%	13,8%	
Arrendamiento de Flota	(119,7)	(144,7)	(161,1)	(182,5)	(211,4)	(233,7)	(237,2)	14,3%
EBITDA	40,4	52,0	49,9	47,9	50,3	44,6	45,3	2,0%
Margen EBITDA (%)	3,7%	4,0%	3,3%	2,8%	2,7%	2,2%	2,2%	
Amortización	(7,2)	(6,7)	(6,8)	(6,9)	(7,0)	(7,2)	(7,3)	0,1%
(%) Crecimiento	7,7%	(6,0%)	1,1%	1,5%	2,0%	2,0%	1,5%	
EBIT	33,2	45,3	43,1	41,0	43,2	37,5	38,0	2,4%
Margen EBIT (%)	3,0%	3,5%	2,8%	2,4%	2,3%	1,9%	1,9%	
Resultado Financiero	6,9	(2,6)	-	1,7	3,7	6,0	7,4	-2,6%
Gastos de reestructuración	-	-	-	-	-	-	-	
EBT	40,1	42,7	43,1	42,7	47,0	43,5	45,4	1,6%
Margen EBT (%)	3,6%	3,3%	2,8%	2,5%	2,5%	2,1%	2,2%	
Impuestos	(11,8)	(12,8)	(12,9)	(12,8)	(14,1)	(13,0)	(13,6)	2,0%
Resultado neto	28,3	29,9	30,1	29,9	32,9	30,4	31,8	1,4%
Margen Resultado neto (%)	2,6%	2,3%	2,0%	1,8%	1,7%	1,5%	1,5%	

4 Resto de costes variables (ex – combustible)

- Para el cálculo de la proyección de los costes variables, hemos analizado los costes unitarios por cada una de las variables de coste (número de vuelos, pasajeros u horas de vuelo), en línea con la visión de la Dirección dado el volumen de actividad proyectado.
- Hemos proyectado un crecimiento igual a la “g” en el período terminal.
- Costes dependientes del número de vuelos (sectores):
 - Incluye los costes de *handling*, las tasas aeroportuarias y de navegación. El Caso Base presenta una TACC 2012-2017 del 10,2% en el número de vuelos, hasta unos 176.000 en 2017, en línea con la evolución que consideramos razonable en las Proyecciones Vueling.
- Costes dependientes del número de pasajeros:
 - Incluye los costes de marketing, comerciales y de atención al cliente. El Caso Base, al igual que las Proyecciones Vueling, asume una TACC 2012-2017 del 11,7% en el número de pasajeros, hasta 25,7 millones en 2017.
- Costes dependientes las horas de vuelo:
 - Al igual que la Dirección, asumimos como razonable en el Caso Base que tanto los costes de tripulación como los de mantenimiento evolucionan en función del número de horas de vuelo, las cuales crecen a una TACC del 11,6% en el periodo 2012-2017.

Fuente: Vueling y análisis PwC

Proyecciones Caso Base (4/9)

Proyección de la cuenta de PyG

En millones de €	2012R	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	Valor Terminal	TACC 2012-2017
PKT	13.472	16.616	19.076	21.227	23.696	25.171	25.171	13,3%
Yield €c	7,3	7,0	7,1	7,1	7,1	7,1	7,2	-0,6%
Ingresos Pasajeros	983,9	1.163,2	1.348,3	1.500,4	1.674,9	1.784,9	1.811,7	12,7%
(%) Crecimiento	28,4%	18,2%	15,9%	11,3%	11,6%	6,6%	1,5%	
Ingresos Accesorios y Otros	118,7	148,2	175,5	197,2	222,3	238,7	242,3	15,0%
(%) Crecimiento	21,9%	24,9%	18,4%	12,4%	12,7%	7,4%	1,5%	
Total Ingresos	1.102,6	1.311,4	1.523,9	1.697,6	1.897,2	2.023,6	2.053,9	12,9%
(%) Crecimiento	27,7%	18,9%	16,2%	11,4%	11,8%	6,7%	1,5%	
Aprovisionamientos Fuel	(340,0)	(414,3)	(519,1)	(571,3)	(627,5)	(655,8)	(665,7)	14,0%
Handling	(149,5)	(168,9)	(197,2)	(220,5)	(248,5)	(266,7)	(270,7)	12,3%
Tasas aeroportuarias	(70,4)	(82,1)	(98,9)	(113,7)	(127,6)	(136,2)	(138,3)	14,1%
Tasas navegación	(78,4)	(98,5)	(114,7)	(127,7)	(143,3)	(153,0)	(155,3)	14,3%
Tripulación	(28,3)	(34,2)	(40,6)	(45,3)	(50,8)	(54,4)	(55,2)	14,0%
Mantenimiento	(104,1)	(133,3)	(148,0)	(175,7)	(202,6)	(227,9)	(231,3)	17,0%
Comercial y marketing	(54,7)	(61,7)	(65,6)	(74,1)	(84,2)	(91,3)	(92,7)	10,8%
Total Costes variables	(825,4)	(992,9)	(1.184,0)	(1.328,2)	(1.484,5)	(1.585,3)	(1.609,1)	13,9%
(%) Crecimiento	27,9%	20,3%	19,2%	12,2%	11,8%	6,8%	1,5%	
Margen de Contribución	277,2	318,4	339,8	369,4	412,7	438,3	444,9	9,6%
Margen de contribución (%)	25,1%	24,3%	22,3%	21,8%	21,8%	21,7%	21,7%	
Tripulación SF	(45,2)	(50,2)	(59,6)	(66,6)	(74,5)	(79,6)	(80,8)	12,0%
Mantenimiento SF	(11,2)	(8,7)	(9,6)	(11,1)	(12,9)	(14,5)	(14,7)	5,4%
Seguros	(4,9)	(5,1)	(5,1)	(5,6)	(6,3)	(6,8)	(6,9)	6,7%
Otros	(55,8)	(57,8)	(54,5)	(55,7)	(57,3)	(59,1)	(59,9)	1,1%
Total Costes semi fijos (ex-arrendamientos)	(117,1)	(121,8)	(128,8)	(138,9)	(151,0)	(159,9)	(162)	6,4%
(%) Crecimiento	25,7%	4,0%	5,8%	7,9%	8,7%	5,9%	1,5%	
EBITDAR	160,1	196,7	211,0	230,4	261,7	278,3	282,5	11,7%
Margen EBITDAR (%)	14,5%	15,0%	13,8%	13,6%	13,8%	13,8%	13,8%	
Arrendamiento de Flota	(119,7)	(144,7)	(161,1)	(182,5)	(211,4)	(233,7)	(237,2)	14,3%
EBITDA	40,4	52,0	49,9	47,9	50,3	44,6	45,3	2,0%
Margen EBITDA (%)	3,7%	4,0%	3,3%	2,8%	2,7%	2,2%	2,2%	
Amortización	(7,2)	(6,7)	(6,8)	(6,9)	(7,0)	(7,2)	(7,3)	0,1%
(%) Crecimiento	7,7%	(6,0%)	1,1%	1,5%	2,0%	2,0%	1,5%	
EBIT	33,2	45,3	43,1	41,0	43,2	37,5	38,0	2,4%
Margen EBIT (%)	3,0%	3,5%	2,8%	2,4%	2,3%	1,9%	1,9%	
Resultado Financiero	6,9	(2,6)	-	1,7	3,7	6,0	7,4	-2,6%
Gastos de reestructuración	-	-	-	-	-	-	-	
EBT	40,1	42,7	43,1	42,7	47,0	43,5	45,4	1,6%
Margen EBT (%)	3,6%	3,3%	2,8%	2,5%	2,5%	2,1%	2,2%	
Impuestos	(11,8)	(12,8)	(12,9)	(12,8)	(14,1)	(13,0)	(13,6)	2,0%
Resultado neto	28,3	29,9	30,1	29,9	32,9	30,4	31,8	1,4%
Margen Resultado neto (%)	2,6%	2,3%	2,0%	1,8%	1,7%	1,5%	1,5%	

5 Costes semi fijos (ex – arrendamientos operativos)

- Para el cálculo de la proyección de los costes semifijos, hemos analizado los costes unitarios para cada una de las variables semifijas de coste (horas de vuelo, número de aeronaves y volumen de personal), de acuerdo con la Dirección y la experiencia histórica de Vueling.
- Hemos proyectado un crecimiento igual a la “g” en el período terminal.
- Costes dependientes las horas de vuelo:
 - En el Caso Base, tanto los costes de tripulación semifijos como los de mantenimiento semifijos evolucionan en función del número de horas de vuelo. La Dirección estima una TACC del 11,6% en el número de horas en el periodo 2012-2017.
- Costes dependientes del número de aeronaves:
 - Hemos proyectado los costes de seguros en base a las estimaciones de la Compañía del número de aeronaves. Según hemos sido informados por la Dirección, se prevé alcanzar los 82 aviones disponibles al final del periodo proyectado, una cifra un 55% superior a la de 2012.
- El epígrafe de “otros” costes corresponde principalmente a los gastos asociados al Centro corporativo, que incluye los gastos de personal y *overheads* asociados, entre otros costes menores. Dichos gastos han sido proyectados en base al volumen de personal necesario.

Fuente: Vueling y análisis PwC

Proyecciones Caso Base (5/9)

Proyección de la cuenta de PyG

En millones de €	2012R	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	Valor Terminal	TACC 2012-2017
PKT	13.472	16.616	19.076	21.227	23.696	25.171	25.171	13,3%
Yield €c	7,3	7,0	7,1	7,1	7,1	7,1	7,2	-0,6%
Ingresos Pasajeros	983,9	1.163,2	1.348,3	1.500,4	1.674,9	1.784,9	1.811,7	12,7%
(%) Crecimiento	28,4%	18,2%	15,9%	11,3%	11,6%	6,6%	1,5%	
Ingresos Accesorios y Otros	118,7	148,2	175,5	197,2	222,3	238,7	242,3	15,0%
(%) Crecimiento	21,9%	24,9%	18,4%	12,4%	12,7%	7,4%	1,5%	
Total Ingresos	1.102,6	1.311,4	1.523,9	1.697,6	1.897,2	2.023,6	2.053,9	12,9%
(%) Crecimiento	27,7%	18,9%	16,2%	11,4%	11,8%	6,7%	1,5%	
Aprovisionamientos FUEL	(340,0)	(414,3)	(519,1)	(571,3)	(627,5)	(655,8)	(665,7)	14,0%
Handling	(149,5)	(168,9)	(197,2)	(220,5)	(248,5)	(266,7)	(270,7)	12,3%
Tasas aeroportuarias	(70,4)	(82,1)	(98,9)	(113,7)	(127,6)	(136,2)	(138,3)	14,1%
Tasas navegación	(78,4)	(98,5)	(114,7)	(127,7)	(143,3)	(153,0)	(155,3)	14,3%
Tripulación	(28,3)	(34,2)	(40,6)	(45,3)	(50,8)	(54,4)	(55,2)	14,0%
Mantenimiento	(104,1)	(133,3)	(148,0)	(175,7)	(202,6)	(227,9)	(231,3)	17,0%
Comercial y marketing	(54,7)	(61,7)	(65,6)	(74,1)	(84,2)	(91,3)	(92,7)	10,8%
Total Costes variables	(825,4)	(992,9)	(1.184,0)	(1.328,2)	(1.484,5)	(1.585,3)	(1.609,1)	13,9%
(%) Crecimiento	27,9%	20,3%	19,2%	12,2%	11,8%	6,8%	1,5%	
Margen de Contribución	277,2	318,4	339,8	369,4	412,7	438,3	444,9	9,6%
Margen de contribución (%)	25,1%	24,3%	22,3%	21,8%	21,8%	21,7%	21,7%	
Tripulación SF	(45,2)	(50,2)	(59,6)	(66,6)	(74,5)	(79,6)	(80,8)	12,0%
Mantenimiento SF	(11,2)	(8,7)	(9,6)	(11,1)	(12,9)	(14,5)	(14,7)	5,4%
Seguros	(4,9)	(5,1)	(5,1)	(5,6)	(6,3)	(6,8)	(6,9)	6,7%
Otros	(55,8)	(57,8)	(54,5)	(55,7)	(57,3)	(59,1)	(59,9)	1,1%
Total Costes semi fijos (ex-arrendamientos)	(117,1)	(121,8)	(128,8)	(138,9)	(151,0)	(159,9)	(162)	6,4%
(%) Crecimiento	25,7%	4,0%	5,8%	7,9%	8,7%	5,9%	1,5%	
EBITDAR	160,1	196,7	211,0	230,4	261,7	278,3	282,5	11,7%
Margen EBITDAR (%)	14,5%	15,0%	13,8%	13,6%	13,8%	13,8%	13,8%	
Arrendamiento de Flota	(119,7)	(144,7)	(161,1)	(182,5)	(211,4)	(233,7)	(237,2)	14,3%
EBITDA	40,4	52,0	49,9	47,9	50,3	44,6	45,3	2,0%
Margen EBITDA (%)	3,7%	4,0%	3,3%	2,8%	2,7%	2,2%	2,2%	
Amortización	(7,2)	(6,7)	(6,8)	(6,9)	(7,0)	(7,2)	(7,3)	0,1%
(%) Crecimiento	7,7%	(6,0%)	1,1%	1,5%	2,0%	2,0%	1,5%	
EBIT	33,2	45,3	43,1	41,0	43,2	37,5	38,0	2,4%
Margen EBIT (%)	3,0%	3,5%	2,8%	2,4%	2,3%	1,9%	1,9%	
Resultado Financiero	6,9	(2,6)	-	-1,7	-3,7	-6,0	-7,4	-2,6%
Gastos de reestructuración	-	-	-	-	-	-	-	
EBT	40,1	42,7	43,1	42,7	47,0	43,5	45,4	1,6%
Margen EBT (%)	3,6%	3,3%	2,8%	2,5%	2,5%	2,1%	2,2%	
Impuestos	(11,8)	(12,8)	(12,9)	(12,8)	(14,1)	(13,0)	(13,6)	2,0%
Resultado neto	28,3	29,9	30,1	29,9	32,9	30,4	31,8	1,4%
Margen Resultado neto (%)	2,6%	2,3%	2,0%	1,8%	1,7%	1,5%	1,5%	

Fuente: Vueling y análisis PwC

6 Costes de arrendamiento de la flota

- Hemos proyectado los costes de arrendamiento en función de la flota disponible al final de cada periodo y el coste programado de arrendamiento de la misma, que es de EUR 2,5 millones por avión y

Valoración del 100% de Vueling Airlines, S.A. • PwC

año de promedio para el periodo proyectado, en línea con las Proyecciones Vueling.

- De consumarse el potencial proyecto de renovación parcial de la flota mediante la adquisición de aeronaves en propiedad a partir de 2015 a la que se refería el CEO de la Sociedad en declaraciones de 15 de mayo de 2013 (opción que resultaría alternativa a la de financiación completa mediante arrendamiento operativo que contemplan las Proyecciones Vueling y el Caso Base), se podría producir un impacto limitado por el traspaso de parte de los costes de arrendamiento de flota a amortización y gastos financieros. No obstante, dado nuestro criterio de proyección de la *yield* mencionado anteriormente, dicha eventualidad no tendría impacto en el ROTE esperado a partir de 2017.
- Hemos proyectado un crecimiento igual a la “g” en el coste por avión en el período terminal.

7 Resultado financiero

- Hemos estimado el resultado financiero de la siguiente manera:
 - Año 2013: hemos asumido el resultado financiero presupuestado por la Dirección y aprobado por el Consejo, de EUR (-2,6 millones). Este resultado refleja una política conservadora de inversión de tesorería y en un entorno como el actual, así como un mayor coste de los avales afectados por el incremento del volumen de la flota.
 - Periodo 2014-2017: hemos asumido un rendimiento neto del coste de avales sobre la caja mínima operativa según se resume en la tabla adjunta, que resulta superior al que consideramos conservador de las Proyecciones Vueling (hasta 3,4 millones de euros superior a los 2,6 millones de euros proyectados por la Dirección en 2017).

En miles de €	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	VT
Caja mínima operativa	328.536	326.764	354.481	392.519	411.645	411.645
Remuneración neta	(0,9%)	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	1,8%
Resultado financiero	(2.577)	-	1.703	3.735	6.031	7.410

Fuente: análisis PwC.

22 de mayo de 2013

Proyecciones Caso Base (6/9)

Proyección del balance de situación

En millones de €	2012R	Q1 2013						Valor	TACC
	ajustado	ajustado	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	Terminal	2012-2017
Total Inmovilizado	① -76,4	-82,0	-76,4	-76,4	-76,4	-76,4	-76,4	-76,4	0,0%
Inversiones financieras a largo plazo	② 118,5	132,0	136,2	137,7	122,0	130,4	165,7	168,0	6,9%
Préstamos fianzas y créditos a terceros (fianzas)	91,1	89,4	111,9	112,8	98,1	105,1	140,5	142,6	9,1%
Préstamos fianzas y créditos a terceros (rentals)	-19,2	-26,5	-16,1	-16,7	-15,7	-17,2	-17,0	-17,3	-2,4%
Derivados	8,2	16,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	0,0%
Activos por impuesto diferido	59,7	59,0	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7	0,0%
Activo No Corriente	254,7	273,0	272,4	273,8	258,2	266,6	301,9	304,4	3,5%
Existencias	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a.
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	64,1	120,2	76,9	90,1	101,1	113,4	121,4	123,2	13,6%
Inversiones financieras a corto plazo	17,5	27,6	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	-12,1%
Derivados	-9,2	-15,9	-9,2	-9,2	-9,2	-9,2	-9,2	-9,2	0,0%
Préstamos fianzas y partidas a cobrar	② 8,3	-11,7	-	-	-	-	-	-	-100,0%
Periodificaciones a corto plazo	7,7	16,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	0,0%
Tesorería	339,3	384,6	401,7	453,7	492,0	546,1	619,7	653,2	12,8%
Activo Corriente	428,6	549,2	495,5	560,7	610,0	676,4	758,0	793,3	12,1%
TOTAL ACTIVO	683,2	822,2	767,8	834,6	868,1	943,0	1.059,8	1.097,7	9,2%
Fondos Propios	231,0	211,2	260,8	291,0	320,9	353,8	384,2	416,0	10,7%
Capital	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	0,0%
Otros instrumentos de patrimonio	172,7	201,1	201,1	230,9	261,1	291,0	323,9	354,3	13,4%
Resultado del ejercicio	28,3	(19,8)	29,9	30,1	29,9	32,9	30,4	31,8	1,4%
Ajustes por cambio de valor y subvenciones	6,3	24,8	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	0,0%
Patrimonio Neto	237,2	236,0	267,1	297,3	327,2	360,0	390,5	422,3	10,5%
Provisiones a largo plazo	205,9	216,9	233,8	240,9	220,7	236,0	304,5	306,6	8,1%
Deudas a largo plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a.
Pasivos por impuesto diferido	18,9	23,9	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9	0,0%
Derivados	6,4	1,9	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	0,0%
Pasivo No Corriente	231,1	242,7	259,1	266,2	246,0	261,3	329,8	331,9	7,4%
Deudas a corto plazo	17,5	13,8	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	0,0%
Deudas con entidades de crédito	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a.
Derivados	17,5	13,8	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	0,0%
Deudas con empresas del grupo	12,1	11,4	13,0	13,1	14,1	15,3	16,3	16,5	6,0%
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	130,9	167,8	156,8	186,2	209,0	234,5	251,5	255,2	14,0%
Periodificaciones a corto plazo	54,4	150,5	54,4	54,4	54,4	54,4	54,4	54,4	0,0%
Pasivo Corriente	214,9	343,5	241,6	271,1	295,0	321,7	339,6	343,6	9,6%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	683,2	822,2	767,8	834,6	868,1	943,0	1.059,8	1.097,7	9,2%

Fuente: Vueling y análisis PwC

① Total de inmovilizado

- Hemos asumido en el Caso Base, por considerarlo razonable, la proyección realizada por la Dirección, que consta de altas por capex de aplicaciones informáticas y bajas por amortización.
- En el cálculo del valor terminal, hemos considerado que el capex de aplicaciones informáticas necesario para mantener el volumen de actividad a perpetuidad es un 4,5% superior a la amortización que va generando posteriormente aquél. Esta relación, conocida comúnmente como “*depreciation wedge*”, se basa en una vida útil media estimada en 5 años y una inflación a perpetuidad del 1,5%. Según ésta metodología, el capex debería asemejarse al volumen de amortizaciones, obedeciendo al criterio de no descapitalización, para que sea un flujo de caja sostenible a largo plazo. Sin perjuicio de lo anterior, es preciso comentar que en negocios intensivos en capital, se suele tener en cuenta el efecto de la inflación que afecta al valor de reposición futuro. Dicho de otro modo, el coste de reposición de los activos en el futuro debería ser superior al que refleja su amortización histórica (coste de adquisición histórico) debido a la existencia de inflación.

② Inversiones financieras

- Proyectamos las fianzas de mantenimiento y los *rental deposits* (depósitos de alquiler, similares a las fianzas), tanto de la flota existente como de la nueva, en función de su calendario de altas y bajas (constitución y recuperación) de las Proyecciones Vueling, incrementándolas según la “g” en el período terminal. Consideramos el flujo de las fianzas de mantenimiento dentro del capex en el DFC y el de los depósitos de alquiler, dentro de la variación del fondo de maniobra. El saldo ajustado de inversiones financieras a corto plazo de marzo de 2013 corresponde a devoluciones de fianzas pendientes por eventos de mantenimiento ya realizados. La hipótesis de proyección a futuro es que las fianzas se recuperarán en el momento del evento de mantenimiento, motivo por el cual se mantienen a cero a partir de diciembre de 2013.

Proyecciones Caso Base (7/9)

Proyección del balance de situación

En millones de €	2012R		Q1 2013	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	Valor	TACC
	2012R	ajustado	ajustado						Terminal	2012-2017
Total Inmovilizado	76,4	76,4	82,0	76,4	76,4	76,4	76,4	76,4	76,7	0,0%
Inversiones financieras a largo plazo	111,8	118,5	132,0	136,2	137,7	122,0	130,4	165,7	168,0	6,9%
Préstamos fianzas y créditos a terceros (fianzas)	93,3	91,1	89,4	111,9	112,8	98,1	105,1	140,5	142,6	9,1%
Préstamos fianzas y créditos a terceros (rentals)	10,4	19,2	26,5	16,1	16,7	15,7	17,2	17,0	17,3	-2,4%
Derivados	8,2	8,2	16,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	0,0%
Activos por impuesto diferido	59,7	59,7	59,0	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7	0,0%
Activo No Corriente	248,0	254,7	273,0	272,4	273,8	258,2	266,6	301,9	304,4	3,5%
Existencias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a.
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	64,1	64,1	120,2	76,9	90,1	101,1	113,4	121,4	123,2	13,6%
Inversiones financieras a corto plazo	41,0	17,5	27,6	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	-12,1%
Derivados	9,2	9,2	15,9	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	0,0%
Préstamos fianzas y partidas a cobrar	31,9	8,3	11,7	-	-	-	-	-	-	-100,0%
Periodificaciones a corto plazo	7,7	7,7	16,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	0,0%
Tesorería	322,4	339,3	384,6	401,7	453,7	492,0	546,1	619,7	653,2	12,8%
Caja mínima operativa	255,5	265,7	330,0	328,5	326,8	354,5	392,5	411,6	411,6	9,1%
Caja no operativa	66,9	73,5	54,6	73,2	126,9	137,5	153,6	208,0	241,5	23,1%
Activo Corriente	435,2	428,6	549,2	495,5	560,7	610,0	676,4	758,0	793,3	12,1%
TOTAL ACTIVO	683,2	683,2	822,2	767,8	834,6	868,1	943,0	1.059,8	1.097,7	9,2%
Fondos Propios	231,0	231,0	211,2	260,8	291,0	320,9	353,8	384,2	416,0	10,7%
Capital	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	0,0%
Otros instrumentos de patrimonio	172,7	172,7	201,1	201,1	230,9	261,1	291,0	323,9	354,3	13,4%
Resultado del ejercicio	28,3	28,3	(19,8)	29,9	30,1	29,9	32,9	30,4	31,8	1,4%
Ajustes por cambio de valor y subvenciones	6,3	6,3	24,8	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	0,0%
Patrimonio Neto	237,2	237,2	236,0	267,1	297,3	327,2	360,0	390,5	422,3	10,5%
Provisiones a largo plazo	193,5	205,9	216,9	233,8	240,9	220,7	236,0	304,5	306,6	8,1%
Deudas a largo plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a.
Pasivos por impuesto diferido	18,9	18,9	23,9	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9	0,0%
Derivados	6,4	6,4	1,9	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	0,0%
Pasivo No Corriente	218,7	231,1	242,7	259,1	266,2	246,0	261,3	329,8	331,9	7,4%
Deudas a corto plazo	17,5	17,5	13,8	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	0,0%
Deudas con entidades de crédito	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a.
Derivados	17,5	17,5	13,8	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	0,0%
Deudas con empresas del grupo	28,0	12,1	11,4	13,0	13,1	14,1	15,3	16,3	16,5	6,0%
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	127,4	130,9	167,8	156,8	186,2	209,0	234,5	251,5	255,2	14,0%
Periodificaciones a corto plazo	54,4	54,4	150,5	54,4	54,4	54,4	54,4	54,4	54,4	0,0%
Pasivo Corriente	227,3	214,9	343,5	241,6	271,1	295,0	321,7	339,6	343,6	9,6%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	683,2	683,2	822,2	767,8	834,6	868,1	943,0	1.059,8	1.097,7	9,2%

Fuente: Vueling y análisis PwC

3 Activos por impuesto diferido

- Esta partida, en su mayoría proveniente de bases imponibles negativas (“BINs”) se mantiene estable en la proyección de balance. Ver apartado 8, referido a las BINs, más adelante en esta Sección.

4 Provisiones a largo plazo

- Las provisiones a largo plazo corresponden principalmente al mantenimiento programado de las aeronaves. El Caso Base proyecta las dotaciones (criterio de devengo) y las bajas (salidas de caja en los eventos de mantenimiento) en función del calendario proporcionado por la Dirección, tanto para la flota existente como para la nueva.

5 Patrimonio neto

- Las únicas variaciones proyectadas en el patrimonio neto de la Sociedad son explicadas por la evolución del resultado neto de la misma (ver Anexo 7).

6 Caja no operativa

- A partir del nivel inicial de caja mínima operativa, según se explica en la Sección 4.5.3, y de la proyección del resto de partidas de balance, según los criterios detallados en esta Sección, hemos calculado la evolución de la caja no operativa en el período proyectado.
- En el ejercicio de DFC, consideramos como valor atribuible al accionista en el momento inicial el nivel de la caja no operativa de 31 de marzo de 2013 (55 millones de euros en el balance ajustado).
- A efectos de valoración, la variación en el saldo de caja no operativa en un período constituye el FCA del mismo.

Proyecciones Caso Base (8/9)

Proyección del balance de situación

En millones de €	2012R	
	2012R	ajustado
Total Inmovilizado	76,4	76,4
Inversiones financieras a largo plazo	111,8	118,5
Préstamos fianzas y créditos a terceros (fianzas)	93,3	91,1
Préstamos fianzas y créditos a terceros (rentals)	7	10,4
Derivados	8,2	8,2
Activos por impuesto diferido	59,7	59,7
Activo No Corriente	248,0	254,7
Existencias	-	-
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	7	64,1
Inversiones financieras a corto plazo	41,0	17,5
Derivados	9,2	9,2
Préstamos fianzas y partidas a cobrar	31,9	8,3
Periodificaciones a corto plazo	7,7	7,7
Tesorería	322,4	339,3
Caja mínima operativa	7	255,5
Caja no operativa	66,9	73,5
Activo Corriente	435,2	428,6
TOTAL ACTIVO	683,2	683,2
Fondos Propios	231,0	231,0
Capital	29,9	29,9
Otros instrumentos de patrimonio	172,7	172,7
Resultado del ejercicio	28,3	28,3
Ajustes por cambio de valor y subvenciones	6,3	6,3
Patrimonio Neto	237,2	237,2
Provisiones a largo plazo	193,5	205,9
Deudas a largo plazo	-	-
Pasivos por impuesto diferido	18,9	18,9
Derivados	6,4	6,4
Pasivo No Corriente	218,7	231,1
Deudas a corto plazo	17,5	17,5
Deudas con entidades de crédito	-	-
Derivados	17,5	17,5
Deudas con empresas del grupo	7	28,0
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	127,4	130,9
Periodificaciones a corto plazo	54,4	54,4
Pasivo Corriente	227,3	214,9
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	683,2	683,2

Fuente: Vueling y análisis PwC

Valoración del 100% de Vueling Airlines, S.A. •
PwC

En miles de €	2012R							VT
	ajustado	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E		
Total Ingresos	1.102.586	1.311.367	1.523.853	1.697.612	1.897.197	2.023.593	2.053.947	
Coste Ventas	942.480	1.114.693	1.312.843	1.467.177	1.635.526	1.745.259	1.771.438	
Proveedores y deudas comerciales	130.862	156.752	186.185	209.013	234.508	251.456	255.228	
Deudas con empresas del grupo	12.143	13.020	13.085	14.096	15.330	16.252	16.495	
Deudores comerciales	64.089	76.883	90.147	101.104	113.394	121.410	123.231	
Existencias	-	-	-	-	-	-	-	
Caja Operativa	265.745	328.536	326.764	354.481	392.519	411.645	411.645	
Prést. fianzas (rentals)	19.242	16.085	16.714	15.731	17.184	16.999	17.254	
Periodos medios implícitos en Proyecciones Vueling								
Periodo Medio de Pago	51	51	52	52	52	53	53	
Periodo Medio de Cobro	21	21	22	22	22	22	22	
Periodo Medio de Pago (Deudas con empresas del grupo)	5	4	4	4	3	3	3	
Rotación de Existencias	-	-	-	-	-	-	-	
Variación del Fondo de Maniobra								
Proveedores y deudas comerciales	26.029	25.890	29.433	22.828	25.494	16.948	3.772	
Deudas con empresas del grupo	1.494	877	65	1.011	1.234	922	244	
Deudores comerciales	(16.901)	(12.794)	(13.264)	(10.957)	(12.289)	(8.016)	(1.821)	
Existencias	353	-	-	-	-	-	-	
Caja Operativa	(44.245)	(62.791)	1.772	(27.718)	(38.037)	(19.126)	-	
Prést. fianzas (rentals)	(4.910)	3.157	(630)	983	(1.453)	186	(255)	
Total	(38.180)	(45.661)	17.377	(13.852)	(25.051)	(9.087)	1.939	

Fuente: Proyecciones Vueling de la Compañía, análisis PwC

7 Fondo de maniobra

- Hemos adoptado, por considerarlas razonables, las proyecciones del fondo de maniobra elaboradas por la Dirección (a excepción de la caja operativa), cuyos periodos medios de pago y de cobro y los días de rotación de existencias implícitos se mantienen estables y en línea con el histórico según muestra la tabla adjunta.
- Proyectamos la necesidad de caja mínima operativa en función del crecimiento de la flota, según el criterio explicado en la Sección 4.5.3.

Proyecciones Caso Base (9/9)

Proyección del balance de situación

En millones de €	2012R							Valor Terminal	TACC 2012-2017	
	2012R	ajustado	Q1 2013 ajustado	2013E	2014E	2015E	2016E			2017E
Total Inmovilizado	76,4	76,4	82,0	76,4	76,4	76,4	76,4	76,4	76,7	0,0%
Inversiones financieras a largo plazo	111,8	118,5	132,0	136,2	137,7	122,0	130,4	165,7	168,0	6,9%
Préstamos fianzas y créditos a terceros (fianzas)	93,3	91,1	89,4	111,9	112,8	98,1	105,1	140,5	142,6	9,1%
Préstamos fianzas y créditos a terceros (rentals)	10,4	19,2	26,5	16,1	16,7	15,7	17,2	17,0	17,3	-2,4%
Derivados	8,2	8,2	16,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	0,0%
Activos por impuesto diferido	59,7	59,7	59,0	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7	0,0%
Activo No Corriente	248,0	254,7	273,0	272,4	273,8	258,2	266,6	301,9	304,4	3,5%
Existencias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a.
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	64,1	64,1	120,2	76,9	90,1	101,1	113,4	121,4	123,2	13,6%
Inversiones financieras a corto plazo	41,0	17,5	27,6	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	-12,1%
Derivados	9,2	9,2	15,9	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	0,0%
Préstamos fianzas y partidas a cobrar	31,9	8,3	11,7	-	-	-	-	-	-	-100,0%
Periodificaciones a corto plazo	7,7	7,7	16,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	0,0%
Tesorería	322,4	339,3	384,6	401,7	453,7	492,0	546,1	619,7	653,2	12,8%
Activo Corriente	435,2	428,6	549,2	495,5	560,7	610,0	676,4	758,0	793,3	12,1%
TOTAL ACTIVO	683,2	683,2	822,2	767,8	834,6	868,1	943,0	1.059,8	1.097,7	9,2%
Fondos Propios	231,0	231,0	211,2	260,8	291,0	320,9	353,8	384,2	416,0	10,7%
Capital	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	0,0%
Otros instrumentos de patrimonio	172,7	172,7	201,1	201,1	230,9	261,1	291,0	323,9	354,3	13,4%
Resultado del ejercicio	28,3	28,3	(19,8)	29,9	30,1	29,9	32,9	30,4	31,8	1,4%
Ajustes por cambio de valor y subvenciones	6,3	6,3	24,8	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	0,0%
Patrimonio Neto	237,2	237,2	236,0	267,1	297,3	327,2	360,0	390,5	422,3	10,5%
Provisiones a largo plazo	193,5	205,9	216,9	233,8	240,9	220,7	236,0	304,5	306,6	8,1%
Deudas a largo plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a.
Pasivos por impuesto diferido	18,9	18,9	23,9	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9	0,0%
Derivados	6,4	6,4	1,9	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	0,0%
Pasivo No Corriente	218,7	231,1	242,7	259,1	266,2	246,0	261,3	329,8	331,9	7,4%
Deudas a corto plazo	17,5	17,5	13,8	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	0,0%
Deudas con entidades de crédito	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a.
Derivados	17,5	17,5	13,8	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	0,0%
Deudas con empresas del grupo	28,0	12,1	11,4	13,0	13,1	14,1	15,3	16,3	16,5	6,0%
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	127,4	130,9	167,8	156,8	186,2	209,0	234,5	251,5	255,2	14,0%
Periodificaciones a corto plazo	54,4	54,4	150,5	54,4	54,4	54,4	54,4	54,4	54,4	0,0%
Pasivo Corriente	227,3	214,9	343,5	241,6	271,1	295,0	321,7	339,6	343,6	9,6%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	683,2	683,2	822,2	767,8	834,6	868,1	943,0	1.059,8	1.097,7	9,2%

Fuente: Vueling y análisis PwC

8 Bases imponibles negativas (BINs)

- A 31 de diciembre de 2012, Vueling cuenta con BINs generadas en ejercicios anteriores y disponibles para compensar con beneficios netos futuros de 169,4 millones de euros.
- Hemos calculado por separado en el DFC el valor actual neto de los ahorros fiscales futuros originados por la compensación de bases imponibles negativas disponibles de compensar y cuyo valor queda recogido en nuestro ejercicio de valoración por DFC. Para calcularlo, hemos tenido en cuenta el RD 12/2012, por el que se introducen diversas medidas tributarias para la reducción del déficit público, limitando la base imponible a compensar contra beneficios antes de impuestos a un 25% durante 2012 y 2013 para aquellas compañías cuyo beneficio operativo fuera superior a 1 millón de euros. Dada la situación actual de la economía española y las perspectivas futuras, así como el anunciado retraso en la reducción de los tipos transitorios de gravamen suplementario en IRPF, hemos considerado a efectos de valoración que dicha limitación seguirá vigente también en 2014 y 2015.
- Las BINs serían totalmente compensadas en 2019 de acuerdo al Caso Base, generando un ahorro fiscal que hemos valorado en 32,7 millones de euros.

Sección 4.5.6

Resultados del DFC

Mediante la metodología del DFCA hemos obtenido un resultado de 8,94 euros por acción de Vueling

En miles de €	2012R	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	Valor Terminal
EBIT	33.238	45.251	43.062	41.013	43.241	37.455	38.017
Impuesto Sociedades @ 30%	(9.972)	(13.575)	(12.919)	(12.304)	(12.972)	(11.237)	(11.405)
NOPLAT	23.267	31.676	30.144	28.709	30.269	26.219	26.612
Amortización	7.156	6.724	6.798	6.900	7.038	7.179	7.287
Dotación Prov. Mant. En PyG	61.605	74.500	83.757	95.361	109.325	120.123	121.925
CAPEX	(30.798)	(74.074)	(84.332)	(107.734)	(108.075)	(94.240)	(129.430)
Caja pago fianzas mantenimiento	(22.794)	(38.424)	(43.827)	(49.522)	(56.397)	(61.605)	(62.529)
Caja reparaciones (no cubiertas por fianza)	(848)	(28.925)	(33.706)	(51.312)	(44.639)	(25.456)	(59.396)
Aplicaciones informáticas	(7.156)	(6.724)	(6.798)	(6.900)	(7.038)	(7.179)	(7.505)
Variación Fondo de maniobra	(38.180)	(45.661)	17.377	(13.852)	(25.051)	(9.087)	1.939
de la que: Variación Caja Operativa	(44.245)	(62.791)	1.772	(27.718)	(38.037)	(19.126)	-
de la que: Variación Resto Fondo de Maniobra	6.065	17.130	15.605	13.865	12.986	10.039	1.939
Extraordinario	(2.805)	8.315	-	-	-	-	-
Flujo de Caja Libre	20.245	1.480	53.745	9.384	13.506	50.194	28.333
Resultado financiero neto de impuestos	4.822	(1.804)	-	1.192	2.615	4.222	5.187
Flujo de Caja de la Deuda	4.822	(1.804)	-	1.192	2.615	4.222	5.187
Flujo de Caja del Accionista (FCA)			(324)	53.745	10.576	54.416	33.520
FCA Q1 - Q4 2013		18.549					
Valor terminal FCA							328.623
Ke (Coste de los Fondos Propios)	11,7%						
Crecimiento l/p (g)	1,5%						
Valor Presente FCA		17.230	44.694	7.874	10.744	32.469	196.088
Total Flujos descontados	113.011						
Valor Terminal Descontado	196.088						
Valor de Negocio Vueling	309.098						
Caja no operativa 31/03/2013	54.605						
Valor Total Prov. Pendientes	(129.019)						
Bases Imponibles Negativas (BINs)	32.707						
Valor FPPP	267.393						
Número de acciones	29.905						
€/acción	8,94						

La variación de la caja operativa presenta un mantenimiento en 2014, consecuencia de la estabilidad de la flota ese año en las Proyecciones Vueling, para volver a crecer (consumir y requerir más caja mínima operativa) a partir de 2015.

Corresponde a facturas pendientes de cobrar por eventos de mantenimiento incluidas en la partida de inversiones financieras temporales del balance ajustado (ver Anexos 7 y 11 para más detalle).

Ver explicación en el apartado de “Caja no operativa” en la Sección 4.5.3. Corresponde a la variación de la caja no operativa en los 9 meses restantes de 2013.

Valor actual neto de las provisiones de mantenimiento netas de fianzas pendientes el último año del período proyectado. Ver Anexo 9

Valor actual neto de los ahorros fiscales futuros originados por la compensación de BINs disponibles de compensar. Ver Anexo 10

Fuente: Análisis PwC

Valoración del 100% de Vueling Airlines, S.A. • PwC

22 de mayo de 2013

Sección 4.5.7

Análisis de sensibilidad

Nuestro análisis de sensibilidad indica un rango de resultados del DFCA entre 8,58 y 9,28 euros por acción

Análisis de sensibilidad del DFCA

En €/acción	Mínimo	Caso Base	Máximo
1 Sensibilidad caja mínima operativa	8,48	8,94	9,41
2 Sensibilidad (g)	8,50	8,94	9,23
3 Sensibilidad Ke=ROTE	8,85	8,94	9,03
4 Sensibilidad (Ke)	8,48	8,94	9,45
Rango sensibilidades (media)	8,58		9,28

Fuente: Análisis PwC

En €/acción	Mínimo (€5,2M)	Caso Base (€5M)	Máximo (€4,8M)
1 Sensibilidad caja mínima operativa	8,48	8,94	9,41

Fuente: Análisis PwC

En €/acción	Mínimo (1%)	Caso Base (1,5%)	Máximo (1,8%)
2 Sensibilidad (g)	8,50	8,94	9,23

Fuente: Análisis PwC

En €/acción	Mínimo	Caso Base	Máximo
3 Sensibilidad Ke=ROTE	8,85	8,94	9,03
ROTE 2013	12,0%	13,4%	14,7%
ROTE 2014	12,0%	13,3%	14,6%
ROTE 2015	12,0%	13,3%	14,6%
ROTE 2016	12,0%	13,5%	14,9%
ROTE 2017	12,0%	11,6%	11,3%
ROTE VT	12,0%	12,0%	12,0%

Fuente: Análisis PwC

En €/acción	Mínimo (12,2%)	Caso Base (11,7%)	Máximo (11,2%)
4 Sensibilidad (Ke)	8,48	8,94	9,45

Fuente: Análisis PwC

Valoración del 100% de Vueling Airlines, S.A. •
PwC

- Hemos realizado un análisis de sensibilidad con el fin de establecer un rango de resultados en el método del DFC. Hemos enfocado dicho análisis de sensibilidad mediante la aplicación de escenarios mínimo y máximo a una selección de cuatro variables de nuestro análisis que resultan críticas desde un punto de vista de proyección (g y ROTE) y de valoración (caja operativa mínima y Ke).

- Sensibilidad de la caja operativa mínima:** Sobre esta hipótesis hemos asumido un escenario mínimo en el que el nivel de caja operativa mínima asciende a EUR 5,2 millones por avión, mientras que el escenario máximo contempla un nivel de caja mínima operativa de EUR 4,8 millones por avión. A efectos informativos, el nivel de caja mínima por avión asumida en el Caso Base, EUR 5 millones, ascendería a EUR 5,5 millones en el período terminal si se considerase un crecimiento similar al IPC de España.
- Sensibilidad crecimiento a perpetuidad (g):** Hemos establecido un rango bajo basado en una tasa de crecimiento a perpetuidad igual al 1% en línea con las conversaciones mantenidas con la Dirección y los informes de analistas analizados. El rango superior es de 1,8%, en línea con el análisis realizado en el Anexo 8 sobre la inflación a largo plazo en los mercados en los que opera principalmente la Compañía.
- Sensibilidad Ke-ROTE:** Hemos realizado un ejercicio de sensibilidad modificando la *yield* tal que el ROTE resultante se comporte del modo descrito en la tabla adjunta.
- Sensibilidad Ke:** Hemos realizado un ejercicio de sensibilidad sobre el retorno esperado de los fondos propios (Ke) de un +/- 0,5%.

Sección 4.6

Múltiplos de mercado de compañías comparables y transacciones

Introducción al método de múltiplos de mercado

Compañía	País	Capitalización burstátil MME	Ingresos MME 2013E	Ingresos MME 2014E
Aer Lingus Group plc	Irlanda	733	1.471	1.534
Air Berlin PLC & Co. Luftverkehrs KG	Alemania	263	4.337	4.481
easyJet plc	Reino Unido	5.186	4.899	5.223
Flybe Group PLC	Reino Unido	40	744	759
Norwegian Air Shuttle ASA	Noruega	1.282	2.106	2.628
Ryanair Holdings plc	Irlanda	8.526	4.875	5.197

Datos a 30/04/2013

Fuente: Capital IQ, Bloomberg

Selección de cotizadas comparables

- Hemos identificado seis compañías *low cost* o híbridas que actualmente cotizan en mercados bursátiles europeos. No obstante, todas ellas presentan diferencias respecto a Vueling, motivo por el cual hemos considerado necesario realizar una serie de ajustes respecto a los múltiplos observados en las mismas, tal como explicamos a continuación (ver descripciones en Anexo 5).

Múltiplos analizados

Compañías cotizadas comparables

- Price to Earnings Ratio (“PER”)**: consideramos que la valoración mediante el múltiplo de PER es utilizada frecuentemente en el sector de transporte aéreo; se trata del múltiplo “más limpio”, por ser dependiente del beneficio por acción (medida última de rentabilidad financiera). En las siguientes páginas incluimos un resumen de nuestro análisis del múltiplo PER.

Nótese que una de las limitaciones por las cuales no hemos considerado relevante el múltiplo EV/EBITDAR (ver a continuación), la de las diferentes estructuras de flota, podría afectar igualmente al múltiplo PER, si bien entendemos que de un modo únicamente marginal, sin que lo invalide como múltiplo relevante a efectos de contraste de nuestra conclusión de valor.

- EV/EBITDAR**: hemos realizado un análisis del EV/EBITDAR (ver Anexo 3). No obstante, dadas las limitaciones que hemos encontrado, no lo hemos considerado relevante a efectos de contraste de nuestra conclusión de valor.

Transacciones precedentes

- Hemos realizado un análisis de los múltiplos PER implícitos en las transacciones recientes (2011, 2012 y 2013) de toma de control de compañías aéreas europeas y americanas. No obstante, no hemos encontrado ninguna transacción suficientemente comparable a los efectos de valoración de Vueling, a excepción de la resultante de la OPA llevada a cabo sobre Vueling por IAG, la cual hemos considerado como una metodología de valoración independiente, siguiendo los criterios regulatorios. Ver Anexo 3.

Sección 4.6.1

PER

Hemos ajustado los múltiplos PER de las compañías cotizadas comparables de cara a estimar el múltiplo PER aplicable a Vueling

PER

Compañía	Capitalización bursátil € MM	2012	2013 (LTM)	2013E	Ajuste	PER aj. 2013E
Aer Lingus Group plc	733	17,2x	21,5x	11,7x		
% crecimiento ingresos		8,1%	0,0%	5,5%		
easyJet plc	5.186	11,8x	17,2x	13,6x		
% crecimiento ingresos		11,6%	0,0%	7,6%		
Norwegian Air Shuttle ASA	1.282	11,1x	21,3x	10,9x		
% crecimiento ingresos		22,1%	4,1%	24,5%		
Ryanair Holdings plc	8.526	12,2x	13,8x	13,5x		
% crecimiento ingresos		21,0%	11,8%	18,4%		
Media comparables europeas		13,1x	18,5x	12,5x	(40%)	7,5x
Mediana comparables europeas		11,8x	19,3x	12,6x	(30%)	8,8x

Datos a 30/04/2013

Fuente: Consenso de analistas de Bloomberg, Capital IQ y análisis PwC

- La tabla muestra los múltiplos PER de las compañías comparables de bajo coste o híbridas europeas con beneficio en 2012 y 2013 (estimado).
- A fin de estimar el múltiplo PER 2013E aplicable a la valoración de Vueling, hemos analizado individualmente una serie de factores que diferencian a cada compañía comparable de Vueling y que resultan en un ajuste al múltiplo PER aplicable a ésta en relación al observado en el universo de comparables. Los factores analizados son:
 - la capitalización bursátil;
 - las perspectivas de crecimiento;
 - el riesgo país; y
 - otros factores, tales como la liquidez y la rentabilidad.

Ajustes por capitalización bursátil

- Con base en la menor capitalización bursátil de Vueling respecto a sus comparables y un reducido *free-float*, hemos estimado que a la Compañía le es aplicable un descuento respecto a los múltiplos PER de las comparables.
- Este descuento resulta de comparar el múltiplo PER implícito en el cálculo del valor perpetuo mediante la aplicación de la fórmula de capitalización de Gordon-Shapiro a Vueling y a cada una de sus comparables, considerando como única diferencia la de la tasa de descuento aplicada a cada compañía. Dichos diferenciales son los correspondientes según “*Ibbotson SBBI Valuation Yearbook 2013*” (“Ibbotson”) dadas las diferentes capitalizaciones bursátiles de cada compañía.

Nuestro análisis del PER 2013E aplicable al 100% de Vueling indica un rango aproximado de 7,5x a 8,8x

Ajustes por crecimiento futuro

- Con base en la estimación de crecimiento de ingresos en 2013 y 2014 según el consenso de analistas de Bloomberg y nuestro análisis, hemos estimado que son aplicables a Vueling descuentos respecto al múltiplo PER de las comparables.
- Estos descuentos y primas resultan de comparar el múltiplo PER implícito en el cálculo del valor presente mediante la proyección de beneficio para Vueling y cada una de sus comparables (partiendo todas de una misma base hipotética de beneficios) para los próximos años, en función de los crecimientos esperados por el consenso de analistas, y la posterior aplicación de la fórmula de capitalización de Gordon-Shapiro, considerando la misma tasa de descuento para cada compañía.

Ajustes por riesgo país

- Con base en el mayor riesgo país de Vueling, hemos estimado que le son aplicables descuentos respecto a los múltiplos PER de las comparables, en función de las diferentes rentabilidades que, a Fecha de Valoración, ofrecía la deuda soberana a largo plazo de cada uno de los distintos países a los que pertenecen Vueling y sus compañías comparables.
- Los cálculos realizados para determinar los ajustes son similares a los explicados anteriormente en el apartado de ajustes por capitalización bursátil.

Otros ajustes

- En base al margen de beneficio neto y al nivel de liquidez (medido como el porcentaje de caja e inversiones financieras temporales sobre la cifra de ingresos), hemos estimado que son aplicables a Vueling primas y/o descuentos respecto a los múltiplos PER de las comparables, en función de la compañía comparable.
- No hemos considerado ajustes adicionales pese a que existen otros factores diferenciadores tales como el mencionado en el Anexo 3 referido a las distintas estructura de flota.

Múltiplos PER aplicables a Vueling

- Sobre la base de los ajustes anteriores, consideramos que el múltiplo PER 2013E aplicable a Vueling sería de entre 7,5x y 8,8x, lo cual resulta en un rango de entre 7,48€ y 8,84€ por acción (ver tabla).
- Dicho rango supone un descuento entre 30% y 40% respecto a la media y la mediana de los múltiplos PER 2013E de las cotizadas comparables de *low cost* europeas.

	Múltiplo PER 2013E		Valor por acción	
	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo
Método PER	7,5x	8,8x	7,48 €	8,84 €

Primas y descuentos

- Consideramos que sería de aplicación (i) una prima de control respecto al rango de PER anterior por tratarse de la valoración del 100% de la Compañía y (ii) un descuento por iliquidez por excluirse de cotización en el momento de la adquisición del 100% por parte de IAG. En nuestra opinión, dicha prima de control y descuento por iliquidez tienden a compensar sus efectos, por lo cual no es necesario realizar ajustes al rango de PER anterior.

Sección 5

Conclusión de valoración

Selección de las metodologías de valoración (1 de 2)

- A continuación hacemos un breve resumen de las metodologías analizadas y cuáles de ellas hemos considerado más relevantes de cara a nuestra conclusión de valor expuesta en esta Sección.

Metodologías no consideradas relevantes

Cotización 6 meses previos a fecha de publicación del hecho relevante

- No hemos considerado relevante la aplicación de esta metodología para la valoración del 100% de Vueling, principalmente por el hecho de que las cotizaciones pasadas están afectas por el proceso de la OPA.

Valor teórico contable

- No hemos considerado relevante la aplicación de esta metodología para la valoración del 100% de Vueling por ser un método estático que no refleja el valor de la Sociedad, tal y como explicamos en la Sección 4.1.

Valor de liquidación

- No consideramos relevante la aplicación de esta metodología para la valoración del 100% de Vueling por resultar valores significativamente inferiores a los obtenidos mediante el resto de métodos de valoración, según explicamos en la Sección 4.2.

Metodologías consideradas relevantes

- En la determinación de nuestra conclusión de valor hemos considerado principalmente los resultados obtenidos en el DFCA, el resultado de la OPA del último año y, en menor medida, la metodología de múltiplos.
- Queremos mencionar que las metodologías aplicadas para la aproximación de valor presentan limitaciones en este sector, debido a su alta sensibilidad ante pequeñas desviaciones de parámetros clave para el negocio y la valoración. Este hecho se explica por, entre otros, los siguientes factores:
 - (i) la alta intensidad competitiva de la industria;
 - (ii) la elevada volatilidad de los principales componentes de la base de costes (por ej. el precio del combustible);
 - (iii) los estrechos márgenes de beneficio en el sector; y
 - (iv) el riesgo financiero asociado a las operaciones en un negocio cuya naturaleza es multi-divisa.
- Estos aspectos, unidos al débil entorno macro-económico en Europa y especialmente en España, junto a la difícil situación de los mercados de crédito, representan factores de riesgo que afectan a la industria y que también contribuyen a que la elaboración de presupuestos y proyecciones financieras fiables se vea afectada por una gran incertidumbre.

Selección de las metodologías de valoración (2 de 2)

OPAs del último año / Transacciones precedentes

- Hemos considerado el método de contraprestación ofrecida, ya que se ha producido una OPA en el último año. Como adelantamos en la Sección 4.5, dicha OPA coincide con la única transacción precedente que hemos encontrado suficientemente comparable.
- En abril de 2013 se concluyó la OPA lanzada por Veloz dirigida al 100% de las acciones de Vueling. La OPA se formalizó a un precio de 9,25 euros por acción y fue aceptada por el 82,48% de los accionistas a los que efectivamente se dirigió la oferta y un 44,66% del capital social.

Descuento de flujos de caja

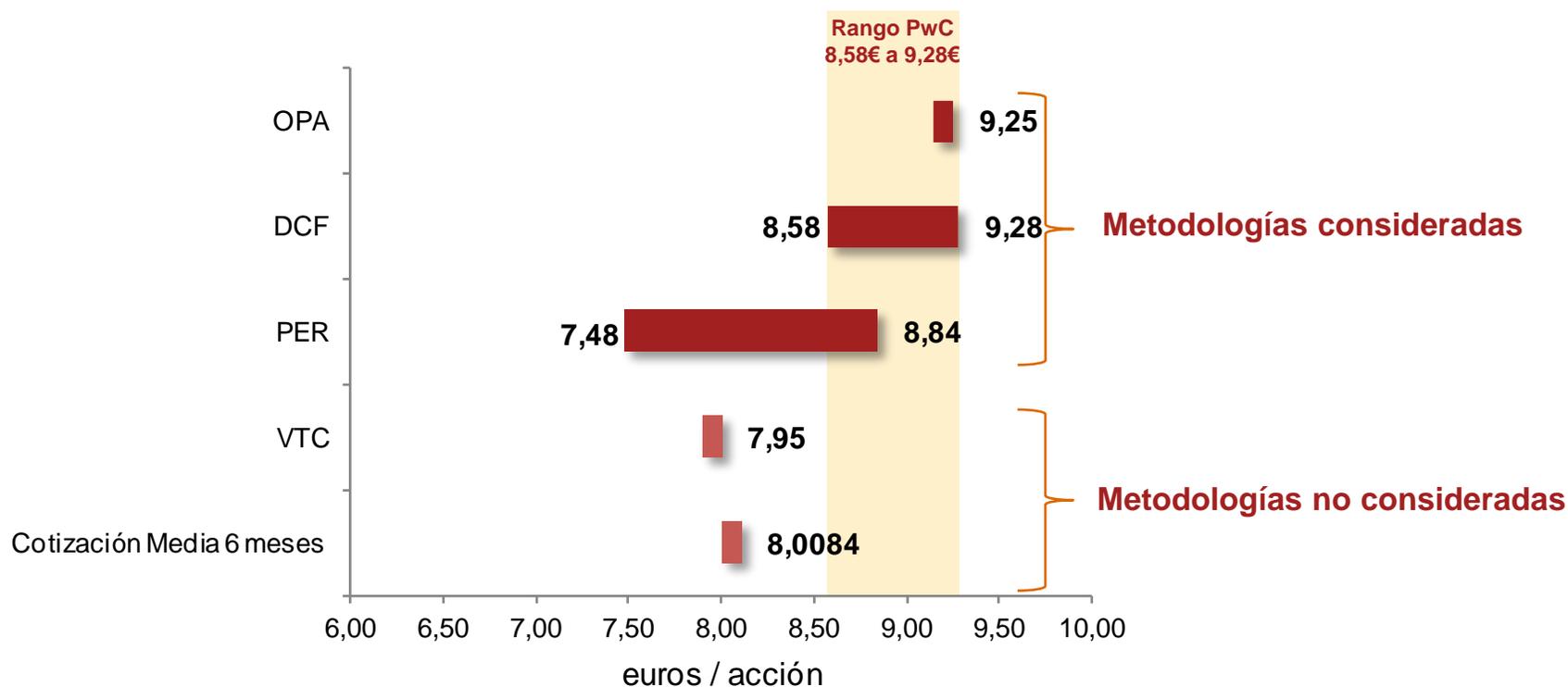
- Hemos considerado la aplicación de esta metodología para la valoración del 100% de Vueling, por ser generalmente aceptada en distintos tipos de negocios y porque captura mejor que otras la expectativa actual acerca de la capacidad de la Compañía de generar retornos para sus accionistas en el futuro (ver Sección 4.5), si bien el DFC no está libre de las limitaciones específicas anteriormente mencionadas.

Metodología de múltiplos

PER

- Hemos considerado la aplicación de esta metodología (Sección 4.6.1) como contraste, por tratarse de un múltiplo utilizado frecuentemente en el sector de transporte aéreo. El PER es el múltiplo "más limpio" por estar ligado al beneficio por acción (medida última de rentabilidad financiera), si bien no está tampoco libre de las limitaciones específicas anteriormente mencionadas.

Nuestra conclusión acerca del valor del 100% de Vueling (standalone) a 30/04/2013 es de entre 8,58€ y 9,28€ por acción



Anexo 1

Glosario

Glosario de términos y abreviaturas

Término

Definición

AENA	Aeropuertos Españoles y Navegación Aérea
AKO	Asiento por km. ofertado
BCE	Banco Central Europeo
BIN	Bases imponibles negativas
c.€	Céntimos de euro
CAKO	Coste por asiento y km. ofertado
CAPM	Capital Asset Pricing Model
Caso Base	Proyecciones que constituyen el caso base de nuestra valoración
CCAA	Cuentas Anuales
CE	Comisión Europea
CEO	Chief Executive Officer
Compañía	Vueling Airlines, S.A.

Glosario de términos y abreviaturas

Término

Definición

Consejo

Consejo de Administración de Vueling

CNMV

Comisión Nacional del Mercado de Valores

DFCA

Descuento de Flujos de Caja Disponibles para el Accionista

Dirección

Equipo gestor de Vueling

DAFO

Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades

DAX

Deutscher Aktien Index

DFC

Descuento de Flujos de Caja

EBIT

Earnings before interest and tax

EBITDA

Earnings before interest, tax, depreciation and amortisation

EBITDAR

Earnings before interest, tax, depreciation, amortisation and rentals

EE.UU.

Estados Unidos de América

EIU

The Economist Intelligence Unit

Glosario de términos y abreviaturas

Término	Definición
EMRP	Equity Market Risk Premium (prima de riesgo de mercado)
EUR	Euro
EV	Enterprise Value (valor de negocio)
FASB	Financial Accounting Standards Board
FCA	Flujos de Caja Disponibles para el Accionista
Fecha de Valoración	30 de abril de 2013
Fecha del Informe	22 de mayo de 2013
FMI	Fondo Monetario Internacional
FFPP	Fondos Propios
FTE	Full Time Equivalent
g	Tasa de crecimiento a perpetuidad
GBP	Libras esterlinas

Glosario de términos y abreviaturas

Término	Definición
HB	Hora Bloque
IAG	International Consolidated Airlines Group, S.A.
IASB	International Accounting Standards Board
IATA	International Air Transport Association
IAKO	Ingreso (incluyendo CO ₂) por asiento y km. ofertado
IFRS	International Financial Reporting Standard
INE	Instituto Nacional de Estadística
Informe	Informe de valoración independiente elaborado por PwC
IRPF	Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas
ISEQ	Irish Stock Exchange Overall Index
IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
Ke	Coste del Capital

Glosario de términos y abreviaturas

Término	Definición
Km	Kilómetros
LCC	Low Cost Carrier (compañía aérea de bajo coste)
LTM	Last Twelve Months (últimos doce meses)
M€	Millones de Euros
MM	Millones
NOK	Corona Noruega
NOPLAT	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes
OBX	Oslo Stock Exchange
OPA	Oferta Pública de Adquisición
OPA de exclusión	Oferta Pública de Adquisición de exclusión
PER	Price to earnings ratio (múltiplo sobre beneficio neto)
PGE	Presupuestos Generales del Estado

Glosario de términos y abreviaturas

Término	Definición
PKT	Pasajeros por km. ofertado
PLC	Public Limited Company
PN	Patrimonio Neto
Presupuesto	Presupuesto elaborado por la Dirección y aprobado por el Consejo para el año 2013
Proyecciones Vueling	Proyecciones para los años 2014-2017 elaborado por la Dirección
PwC	Pricewaterhouse Coopers Asesores de Negocios, S.L.
PIB	Producto Interior Bruto
PyG	Pérdidas y Ganancias
RD 1066/2007	Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores
ROTE	Resturn On Tangible Equity (Retorno sobre capital propio tangible)
S.A.	Sociedad Anónima
SAREB	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria

Glosario de términos y abreviaturas

Término	Definición
SF	Semifijo
S.L.U	Sociedad Limitada Unipersonal
Sociedad	Vueling Airlines, S.A.
UE	Unión Europea
UKx	United Kingdom Exchange (FTSE 100)
USD	Dólares
TACC	Tasa Anual de Crecimiento Compuesto
TCP	Tripulación de Cabina de Pasajeros
Tm	Tonelada métrica
VAN	Valor Actual Neto
VIP	Very Important Person
VT	Valor Terminal

Glosario de términos y abreviaturas

Término

Definición

VTC

Valor Teórico Contable

20xxE

Corresponde a un ejercicio futuro estimado

20xxR

Corresponde a un ejercicio histórico real

€

Euros

\$

Dólares

Anexo 2

Fuentes de información

Fuentes de información

- Para la realización de nuestro trabajo nos hemos basado en las Proyecciones Vueling, en las discusiones que sobre el mismo y el sector hemos mantenido con la Dirección y la dirección de IAG y en información pública disponible.
- La información clave que hemos utilizado en nuestro análisis de valoración se indica a continuación:
 - Cuenta de PyG y balance no auditado con fecha 31 de marzo de 2013 y resultados trimestrales históricos publicados;
 - Plan de negocio de Vueling elaborado por la Dirección para el periodo 2014-2017;
 - Cuentas anuales y memorias de los años 2009, 2010, 2011 y 2012; y
 - Certificado de la Bolsa de Madrid.
- Como parte de nuestro trabajo, hemos mantenido conversaciones y/o nos hemos reunido con distintas personas de la Dirección y de los equipos técnicos de IAG.
- También hemos utilizado fuentes de información disponibles de carácter público que detallamos a continuación:
 - Cuentas Anuales auditadas de compañías comparables;
 - Presentaciones corporativas y de mercado facilitadas por la Sociedad;
 - Estimación de las principales magnitudes macroeconómicas del mercado global y por regiones a largo plazo por *Economist Intelligence Unit* (“EIU”), Fondo Monetario Internacional (“FMI”) y Bloomberg;
- Bloomberg;
- Capital IQ;
- Información de mercado de Vueling y de compañías comparables: Bloomberg, Factiva, Thomson Reuters y One Source;
- Información pública en las páginas web de las compañías comparables;
- Noticias de prensa; y
- Los principales informes de analistas que hemos considerado son los últimos disponibles de BPI, BBVA, La Caixa, Banco Sabadell, Banesto, Ahorro Corporación y Cheuvreux, Kepler, JB Capital Markets, Morgan Stanley, Norne Securities y RBC Capital Markets.
- Para la elaboración de la parte correspondiente al estudio del mercado nacional y global se han estudiado los siguientes informes:
 - *IATA Air Transport Market Analysis September 2012*;
 - *IATA Industry Outlook September 2012*;
 - *IATA Airlines Financial Monitor October 2012*;
 - *IATA Business Confidence Survey October 2012*;
 - *IATA Cargo eChartbook Q3 2012*.

Anexo 3

EV/EBITDAR y transacciones precedentes

Consideramos que el múltiplo EV/EBITDAR no es suficientemente indicativo a efectos del análisis de valoración de Vueling

EV/EBITDAR

Compañía	Capitalización bursátil € MM	2013 LTM	2013E
Aer Lingus Group plc	733	6.1x	6.1x
<i>Margen EBITDAR</i>		13.6%	13.6%
Air Berlin PLC & Co. Luftverkehrs KG	263	13.1x	13.0x
<i>Margen EBITDAR</i>		11.2%	11.2%
easyJet plc	5,186	11.9x	11.8x
<i>Margen EBITDAR</i>		13.7%	13.7%
Flybe Group PLC	40	4.6x	4.5x
<i>Margen EBITDAR</i>		15.3%	15.3%
Norwegian Air Shuttle ASA	1,282	7.6x	7.5x
<i>Margen EBITDAR</i>		16.3%	16.3%
Ryanair Holdings plc	8,526	9.7x	9.7x
<i>Margen EBITDAR</i>		22.1%	22.1%
Media comparables europeas		8.8x	8.8x
Mediana comparables europeas		8.6x	8.6x
Vueling Airlines SA	266	7.5x	7.5x

Fuente: Bloomberg y Capital IQ

Datos 30/04/2013

A los efectos del cálculo del EV, hemos añadido a la cifra de deuda: (i) un importe de 7,5 veces el gasto anual en arrendamiento operativo, punto medio del rango entre 7x y 8x aplicado comúnmente en el sector, según explicamos anteriormente; (ii) provisiones por reparaciones y mantenimiento netas; y (iii) adicionalmente, hemos considerado una caja mínima restringida de 5 millones de euros por avión, consistente con nuestro ejercicio de DFC.

EV / EBITDAR

- Nótese que los criterios de análisis y las conclusiones derivadas del múltiplo EV/EBITDAR son dispares entre los analistas existiendo diversas variedades de ajustes en su cálculo referidos a: (i) últimos 12 meses vs. próximos 12 meses / último año fiscal vs. próximo año fiscal; (ii) capitalización a factor “X” vs. cálculo de valor presente; (iii) depósitos y provisiones relacionados con el alquiler de la flota; (iv) consideración de los pagos anticipados de clientes y, entre otros, (v) nivel necesario de caja operativa.
- Debido a la existencia de diferentes modalidades de estructuras de propiedad de flota en las compañías cotizadas comparables y el impacto que ello tiene en el tratamiento de la deuda neta (con la necesidad de estimar un equivalente a deuda financiera por la capitalización de los arrendamientos, según indicamos en la Sección 4.5.3) consideramos que el múltiplo EV/EBITDAR no es suficientemente indicativo a efectos del análisis de valoración de Vueling.
- Cabe destacar que Vueling explota el 100% de su flota a través de arrendamientos operativos, porcentaje muy superior al de las compañías comparables, motivo por el cual la comparabilidad del múltiplo EV/EBITDAR aplicable a Vueling es menor. En este sentido AerLingus, Air Berlin, easyJet, Flybe, Norwegian y Ryanair presentan 41%, 83%, 32%, 88%, 59% y 0% respectivamente de flota en arrendamientos operativos (Fuente: Capital IQ).
- Dadas las limitaciones que hemos encontrado, no hemos considerado el múltiplo EV/EBITDAR relevante a efectos de contraste de nuestra conclusión de valor.

Transacciones precedentes

Transacciones de compañías comparables

Date completed	Target name	Target country	Acquiror name	Acquiror country	% of Shares Acquired	Value of Deal (Euro Millions)	P/BV	PER (LTM)
20/04/2012	British Midland Airways Ltd	United Kingdom	BA Holdco SA	Spain	100%	207,1	0,3x	211,1x
05/04/2012	Small Planet Airlines	Italy	Saudi Arabian Airlines-Ground Services	Italy	50%	0,8	2,0x	-17,7x
24/01/2012	Air Berlin PLC & Co	Germany	Etihad Airways PJSC	Utd Arab Em	27%	72,9	0,8x	-1,2x
21/01/2011	Iberia Lineas Aereas de Espana	Spain	IAG	Spain	91%	1.956,6	1,5x	-14,0x
18/08/2011	Finnish Commuter Airlines Oy	Finland	Finnair Oyj; Flybe Group PLC	Finland,UK	100%	25,0	n.d	n.d

Fuente: Thomson Reuters y Capital IQ

- En nuestro análisis de transacciones precedentes recientes hemos considerado transacciones europeas de los últimos dos años en las que se haya adquirido al menos un 25% de la compañía.
- No hemos considerado las transacciones antes indicadas en nuestro análisis de valoración debido a su escasa comparabilidad y la falta de representatividad de los múltiplos PER implícitos.

Transacciones de la propia Compañía

Date completed	Target name	Target country	Acquiror name	Acquiror country	% of Shares Acquired	Value of Deal (Euro Millions)	P/BV	PER (LTM)
09/07/2009	Vueling Airlines, S.A	Spain	Clickair, S.A	Spain	50%	n.d	n.d	n.d
09/07/2009	Clickair, S.A	Spain	Vueling Airlines, S.A	Spain	100%	n.d	n.d	n.d
27/02/2013	Vueling Airlines, S.A**	Spain	IAG*	UK	44,66%	123***	1,2x	9,8x

*International Consolidated Airlines Group, S.A

**Transacción relacionada con la aceptación de la OPA voluntaria mencionada en la Sección 1 del presente Informe y utilizada como contraste de valoración en la Sección 4.4

***9,25€/acción multiplicado por el número total de acciones(13.355.675) por las que fue aceptada la OPA voluntaria

Los datos para la transacción de Vueling y Clickair han sido obtenidos a través de un informe de un tercero independiente, (“Ernst & Young” del 19 de marzo de 2009), en el que se presentan las dos valoraciones realizadas por los asesores de ambas partes (adquirente y absorbida).

No obstante, el experto independiente tan sólo concluye a efectos del valor relativo de las compañías en el contexto de la ecuación de canje, sin pronunciarse sobre el valor “standalone” de cada una de ellas. Por lo tanto, no hemos considerado la fusión por absorción como referencia en nuestro análisis de valoración del 100% de Vueling

Anexo 4

Certificado de la Bolsa de Madrid

Certificado de la Bolsa de Madrid

- Certificado emitido por la Bolsa de Madrid, referente a la cotización media ponderada de Vueling en los seis meses anteriores al anuncio de la propuesta de exclusión de negociación de las acciones de Vueling de las bolsas de valores.



EL SECRETARIO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACION DE LA SOCIEDAD
RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE MADRID, S.A.,

CERTIFICA que, de los antecedentes que existen en esta Secretaría a su cargo y de los correspondientes a las restantes Bolsas, resulta que, durante el período comprendido entre el día 21 de noviembre de 2012 y el día 21 de mayo 2013, ambos inclusive, el cambio medio simple de los cambios medios ponderados diarios de la contratación bursátil de las ACCS. VUELING AIRLINES, S.A., fue 8,0084 euros.

Lo que, a petición de Veloz Holdco, S.L.U., y para que surta los efectos oportunos, hace constar con el visto bueno del Sr. PRESIDENTE, en Madrid, a veintidós de mayo de dos mil trece

Vº Bº
EL PRESIDENTE



EL SECRETARIO



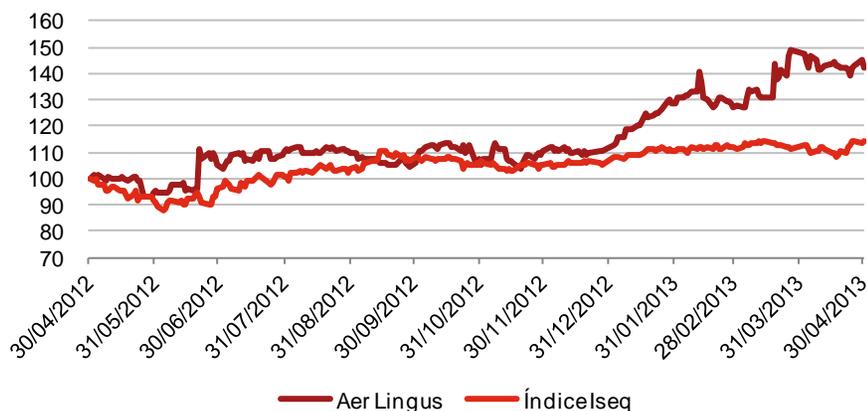
IMPRESO EN EL REGISTRO MERCANTIL DE MADRID, TOMO 440 CERRADA, FOLIO 1, VUELTA MONTE MARISE, REQUERIDA 12, ALF. A. 1111111111

Anexo 5

Compañías comparables

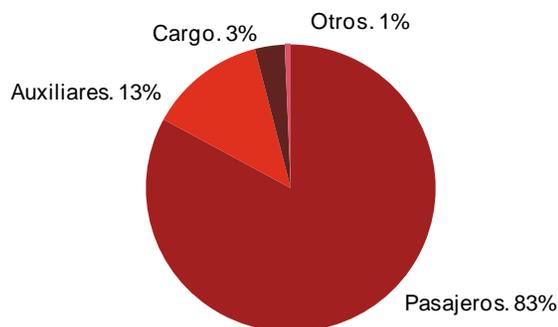
Aer Lingus

Aer Lingus vs. Iseq



Fuente: Bloomberg

Segmentación producto Aer Lingus



Fuente: Bloomberg

Descripción

- Aer Lingus es una compañía aérea irlandesa. En un principio fue la aerolínea de bandera del país, privatizándose posteriormente en octubre de 2006. Su principal accionista es Ryanair, con el 29,8% de participación.
- La compañía cuenta con una flota de 43 aviones y transportó en 2012 a más de 9,5 millones de pasajeros. También cuenta con opciones de conexiones a Estados Unidos a través de acuerdos con otras compañías tales como Jetblue Airways o United Airways.
- En 2009 Aer Lingus dio un giro a su plan estratégico y se posicionó entre una aerolínea de bajo coste y una que ofreciese servicios completos.

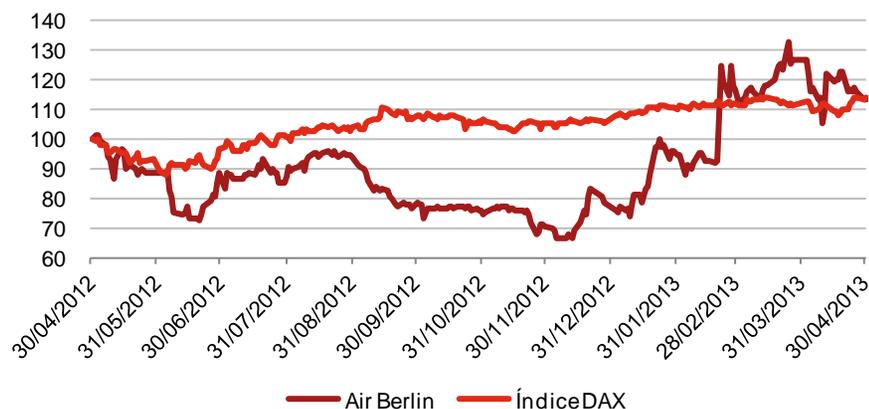
Principales magnitudes

M€	2010	2011	2012
Ingresos	1.216	1.288	1.393
%crecimiento		6%	8%
EBITDAR	191	182	191
Margen EBITDAR	16%	14%	14%
Bº neto	43	71	34
Margen bº neto	4%	6%	2%
Caja e inv.c/p (%) ing.	60%	56%	22%

Fuente: CCAA

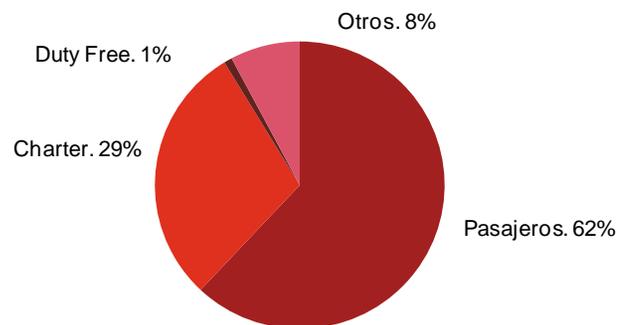
Air Berlin

Air Berlin vs. DAX



Fuente: Bloomberg

Segmentación producto Air Berlin



Fuente: Bloomberg

Descripción

- Air Berlin cuenta actualmente con una flota de 155 aviones y ofrece conexiones hasta en 150 rutas distintas en 40 países (260 si se incluyen los acuerdos de código compartido). En España, vuela principalmente a destinos turísticos (Islas Canarias, Baleares, Costa del Sol) por el perfil de los pasajeros que transporta.
- Actualmente, se encuentra en un amplio proceso de reestructuración, aplicando un nuevo programa al cual han denominado “tamaño y posición” con el cual esperan mejorar la rentabilidad. Incluido en este plan estratégico se encuentra la alianza con Etihad Airways y la incorporación al grupo “Oneworld”.

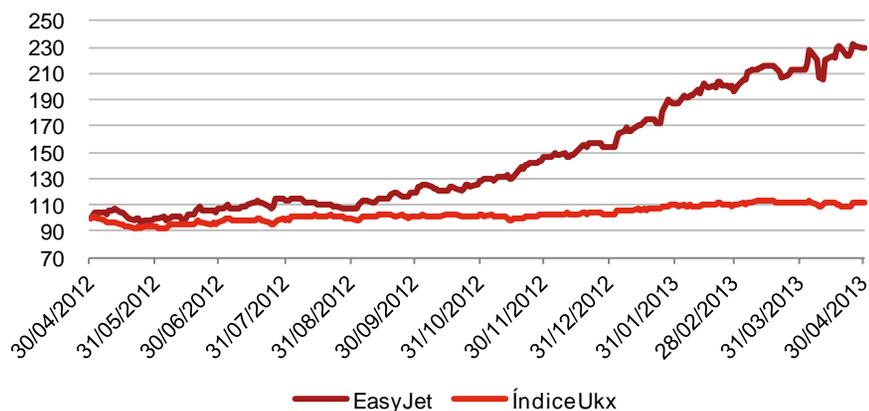
Principales magnitudes

M€	2010	2011	2012
Ingresos	3.724	4.227	4.312
%crecimiento		14%	2%
EBITDAR	504	343	736
Margen EBITDAR	14%	8%	17%
Bº neto	(97)	(272)	7
Margen bº neto	-3%	-6%	0%
Caja e inv.c/p (%) ing.	11%	6%	19%

Fuente: CCAA

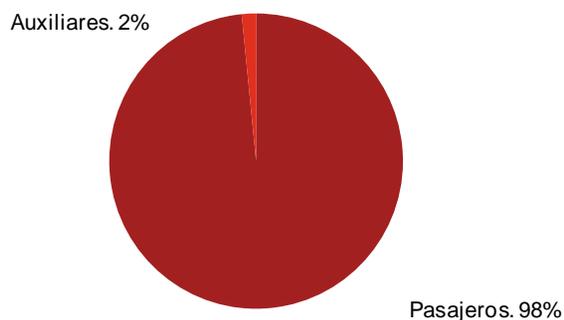
EasyJet

Easyjet vs. UKx



Fuente: Bloomberg

Segmentación producto Easyjet



Fuente: Bloomberg

Descripción

- EasyJet es una de las líderes del sector de las aerolíneas de bajo coste. Opera más de 600 rutas en más de 30 países con una flota de 214 aviones y 23 bases internacionales en 2012. Según los datos de las últimas cuentas anuales, en 2012 transportó a un total de 58,4 millones de pasajeros, incrementando un 7,1% la cifra de 2011.
- El 26 de septiembre de 2011, easyJet fue votada por décimo primer año consecutivo como la mejor línea aérea de bajo coste según la revista Business Traveller.

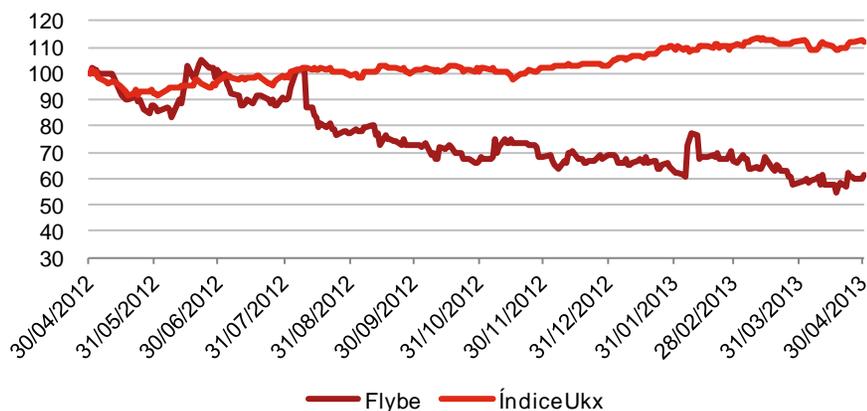
Principales magnitudes

ME	2010	2011	2012
Ingresos	2.973	3.452	3.854
%crecimiento		16%	12%
EBITDAR	400	461	531
Margen EBITDAR	14%	13%	14%
Bº neto	121	225	255
Margen bº neto	4%	7%	7%
Caja e inv.c/p (%) ing.	39%	41%	17%

Fuente: CCAA

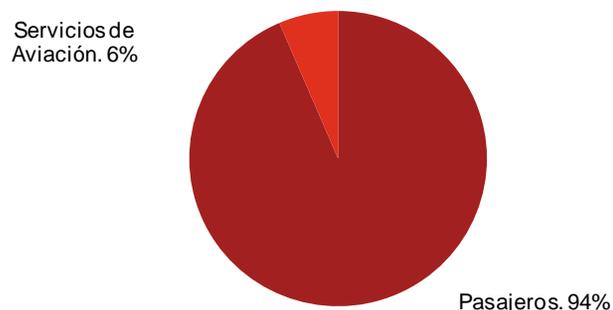
Flybe

Flybe vs. UKx



Fuente: Bloomberg

Segmentación producto Flybe



Fuente: Bloomberg

Descripción

- Flybe es una aerolínea regional del Reino Unido, donde ostenta un 28% de la cuota de mercado. Actualmente tiene una flota de 71 aviones. En 2012 transportó a más de 7,5 millones de pasajeros.
- En julio de 2011, Flybe y Finnair mediante una joint venture adquirieron Finnish Commuter Airlines (Finncomm). Con esta operación, Flybe buscaba consolidar su modelo de negocio en los Países Nórdicos y expandirse en el mercado regional europeo (*).
- Los malos resultados de 2012 han hecho que tenga que poner en marcha un programa de reestructuración vía recorte de su fuerza laboral en Reino Unido.

(*). El valor de esta transacción fue de EUR25MM, aportando Flybe EUR12MM de caja y EUR13MM Finnair. Ver Anexo 3.

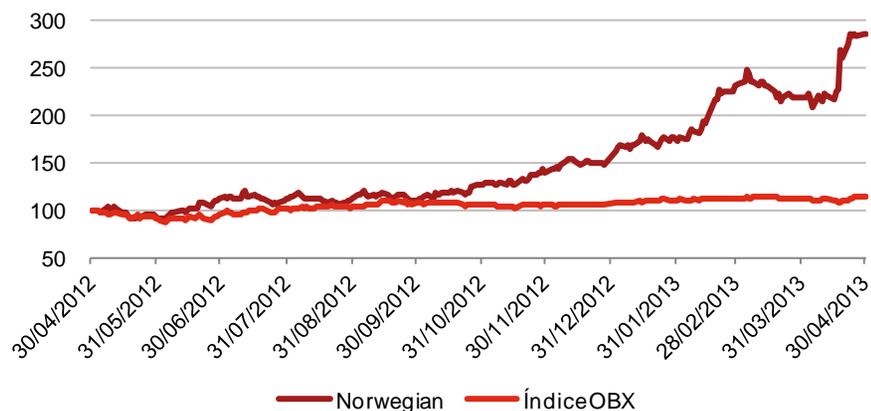
Principales magnitudes

M€	2010	2011	2012
Ingresos	571	596	615
%crecimiento		4%	3%
EBITDAR	97	103	89
Margen EBITDAR	17%	17%	17%
Bº neto	22	4	(6)
Margen bº neto	4%	1%	1%
Caja e inv.c/p (%) ing.	10%	15%	11%

Fuente: CCAA

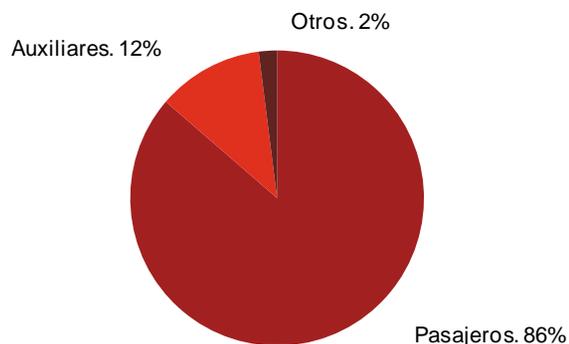
Norwegian

Norwegian vs. OBX



Fuente: Bloomberg

Segmentación producto Norwegian



Fuente: Bloomberg

Descripción

- Norwegian es una compañía noruega de bajo coste que opera principalmente en Europa y cuenta actualmente con una flota de 74 aviones.
- En 2012 tuvo su sexto año consecutivo de beneficios y transportó a 17,7 millones de pasajeros, un 12,7% más que en 2011.
- Debido a su tamaño y posición estratégica, el analista Kepler Research, en su informe del 22 de octubre del 2012, la considera la compañía más comparable a Vueling.

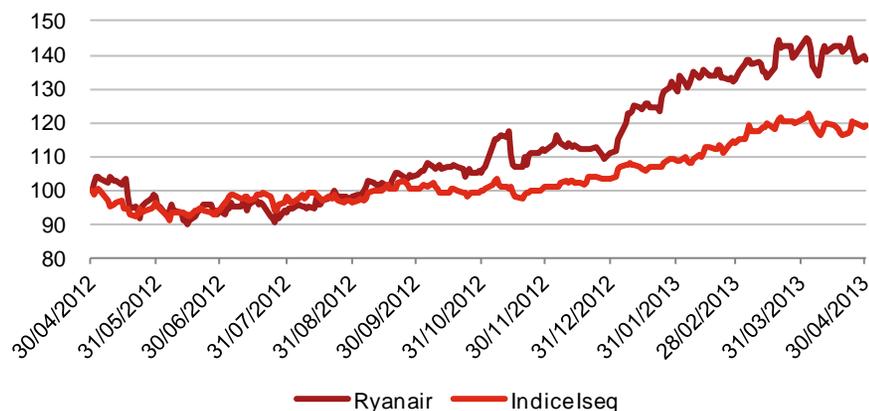
Principales magnitudes

MNOK	2010	2011	2012
Ingresos	8.407	10.532	12.840
%crecimiento		25%	22%
EBITDAR	1.035	1.567	1.822
Margen EBITDAR	12%	15%	14%
Bº neto	171	122	457
Margen bº neto	2%	1%	4%
Caja e inv.c/p (%) ing.	15%	13%	13%

Fuente:CCAA

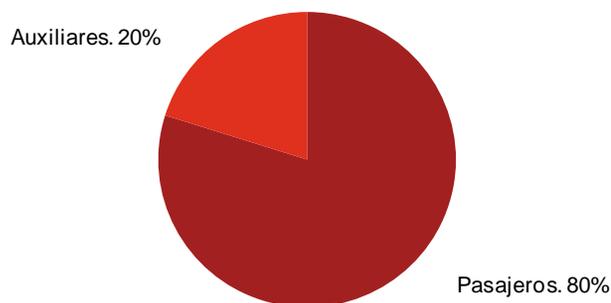
Ryanair

Ryanair vs. Iseq



Fuente: Bloomberg

Segmentación producto Ryanair



Fuente: Bloomberg

Descripción

- La irlandesa Ryanair es la aerolínea de bajo coste por excelencia que opera más de 1.500 vuelos diarios desde 51 bases diferentes en Europa. En 2012 su flota aumentó un 8% hasta llegar a las 305 aeronaves.
- Ryanair ha hecho dos ofertas por Aer Lingus, pero la Comisión Europea las ha rechazado para evitar la creación de una situación de monopolio absoluto. Ryanair había hecho pública una carta mediante la cual expresaba su convencimiento de que la operación sería aceptada por la Comisión Europea debido a la reestructuración que se está llevando a cabo en el sector, refiriéndose a IAG y a la fusión planeada entre Aegean y Olympic, las dos mayores aerolíneas de Grecia.

Principales magnitudes

M€	2010	2011	2012
Ingresos	2.988	3.630	4.325
%crecimiento		22%	19%
EBITDAR	733	889	1.017
Margen EBITDAR	25%	25%	24%
Bº neto	305	375	560
Margen bº neto	10%	10%	13%
Caja e inv.c/p (%) ing.	92%	80%	87%

Fuente:CCAA

Anexo 6

Perspectivas generales de la economía española

Perspectivas generales de la economía española (1/2)

Perspectivas generales de la economía española

- Desde 2010 las condiciones financieras y económicas en España han empeorado significativamente. Ello se ha visto reflejado en la prima de riesgo del bono español a 10 años.
- La elevada necesidad de financiación externa de España ha tenido un impacto negativo creciente en la economía. El endeudamiento del sector privado ha provocado una reducción de la demanda interna, y el déficit público se ha incrementado considerablemente. Los problemas de liquidez y solvencia que afectan a las instituciones financieras también impactan negativamente a la economía española, teniendo en cuenta que el flujo de crédito se ha visto restringido.

Déficit público

- El déficit público de España se situó en 2011 y 2012 en el 8,9% y el 7,1%, respectivamente (10,6% en 2012 incluyendo la recapitalización bancaria).
- España acordó con la Unión Europea reducir el déficit público hasta el 3% entre 2012 y 2014 según el objetivo establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que sería posteriormente ampliado primero en un año y posteriormente hasta 2016.
- Para ello, el actual Gobierno español, cuya legislatura comenzó en noviembre de 2011, ha adoptado diversas medidas con el fin de aumentar los ingresos fiscales y reducir el gasto público, entre las que destacan:
 - Establecimiento de nuevos impuestos sobre la renta y la propiedad privada para recaudar 6 miles de millones de euros (diciembre de 2011);
 - Ahorro público en salud y educación de 10 miles de millones de euros (abril de 2012);

Rentabilidad del bono soberano español a 10 años vs. bono soberano alemán



- 1 Rescate a Grecia y S&P baja la calificación de la deuda española.
- 2 Petición de rescate de Irlanda.
- 3 Rescate de Portugal aprobado.
- 4 El BCE compra deuda española e italiana.
- 5 Elecciones en España. Revisión del déficit público del 6% al 8,9%.
- 6 Primeras reformas del nuevo Gobierno.
- 7 Anuncio del rescate a Bankia.
- 8 España pide ayuda a la UE para recapitalizar la banca.
- 9 El BCE anuncia un nuevo programa de compra de deuda.
- 10 Acuerdo de EEUU para evitar el “*abismo fiscal*”. Inestabilidad por la falta de mayoría absoluta en las Elecciones Generales italianas.
- 11 Rescate a Chipre aprobado con una quita para los depósitos superiores a €100.000.
- 12 El Banco Central de Japón anuncia medidas drásticas para inyectar liquidez y acabar con la deflación.
El BCE baja los tipos de interés al 0,5%.

Perspectivas generales de la economía española (2/2)

- Real Decreto-ley 3/2012, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral: reducción del coste de despido, incremento de su flexibilidad, prevalencia del convenio de empresa frente al convenio colectivo, etc. (febrero 2012);
- Reducción de los objetivos de coste de los gobiernos locales y regionales;
- Incremento del IVA por el que se eleva el tipo general del 18% al 21% y el reducido del 8% al 10% (que en septiembre de 2009 se habían incrementado ya desde el 16% y 7%, respectivamente), así como reasignación de diversos objetos impositivos del tipo reducido al general (Septiembre 2012);
- Eliminación de la deducción fiscal por compra de vivienda, reducción de beneficios por desempleo, reducción del salario de funcionarios públicos (eliminación de una paga extra), etc. (septiembre 2012). Todo ello conlleva un ahorro de 65 miles de millones de euros durante los dos años posteriores a dichas medidas;
- Real Decreto-ley 12/2012, por el que se introducen medidas tributarias y administrativas dirigidas a la reducción del déficit público, entre las que destacamos el límite de deducibilidad de los gastos financieros al 30% del beneficio operativo del ejercicio (marzo 2012);
- Los Presupuestos Generales del Estado (PGE) 2013 establecen diversos ajustes adicionales; y
- Se prorroga hasta 2014 la subida del IRPF establecidos en 2012 y 2013, se incrementarán impuestos especiales y se eliminarán deducciones del impuesto sobre sociedades (abril 2013).

Deterioro y reestructuración del sistema financiero español

- Como consecuencia de la incertidumbre sobre la solvencia del sistema financiero español, el Gobierno ha aprobado una nueva

legislación con requerimientos financieros más estrictos y numerosas entidades, en su mayoría cajas de ahorros, se han visto obligadas a consolidar y cambiar su estructura de gobierno corporativo:

- Real Decreto-ley 2/2012 de saneamiento del sector financiero: incremento de los requerimientos sobre provisiones y de las aportaciones de capital para activos inmobiliarios problemáticos. Ello conlleva una provisión adicional de 54 miles de millones de euros (febrero 2012);
- Real Decreto-ley 18/2012 sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero: incremento de los requerimientos sobre provisiones para activos inmobiliarios. Ello conlleva una provisión adicional de 30 miles de millones de euros (mayo 2012);
- El Memorándum de Entendimiento sobre la Condicionalidad de la Política del Sector Financiero destaca las condiciones y requerimientos establecidos por la CE para conceder un préstamo de 100 miles de millones de euros al sector financiero español (julio 2012);
- De acuerdo con la auditoría de dos firmas independientes (Oliver Wyman y Roland Berger), el sistema bancario español requerirá entre 50 y 60 miles de millones de euros de capital adicional dentro de un escenario adverso (junio 2012). Oliver Wyman fija las necesidades de capital en 54 miles de millones de euros (septiembre 2012);
- La CE aprueba un plan de recapitalización por el que los bancos nacionalizados (Bankia, Novagalicia, CatalunyaCaixa y Banco de Valencia) han recibido un préstamo de 37 miles de millones de euros (noviembre 2012); y
- Creación de SAREB noviembre de 2012 que adquirió en diciembre de 2012 y febrero de 2013 los activos tóxicos de las entidades financieras nacionalizadas y de las que han recibido ayudas públicas, por un importe aproximado total de 51 miles de millones de euros.

Anexo 7

Balance y Cuenta de PyG - histórico y proyección

Cuenta de PyG, balance histórico y Presupuesto 2013

En millones de €	2009R	2010R	2011R	2012R	2013E
PKT	7.498	9.856	10.678	13.472	16.616
Yield €c	7,0	7,2	7,2	7,3	7,0
Ingresos Pasajeros	527,7	706,0	766,0	983,9	1.163,2
(%) Crecimiento		33,8%	8,5%	28,4%	18,2%
Ingresos Accesorios y Otros	73,9	90,5	97,4	118,7	148,2
(%) Crecimiento		22,4%	7,7%	21,9%	24,9%
Total Ingresos	601,6	796,5	863,5	1.102,6	1.311,4
(%) Crecimiento		32,4%	8,4%	27,7%	18,9%
Aprovisionamientos FUEL	(104,4)	(184,1)	(253,5)	(340,0)	(414,3)
Handling	(81,8)	(116,1)	(127,8)	(149,5)	(168,9)
Tasas aeroportuarias	(43,4)	(52,8)	(58,6)	(70,4)	(82,1)
Tasas navegación	(45,4)	(62,5)	(65,0)	(78,4)	(98,5)
Tripulación	(11,2)	(16,8)	(21,3)	(28,3)	(34,2)
Mantenimiento	(53,4)	(70,6)	(76,1)	(104,1)	(133,3)
Comercial y marketing	(30,0)	(42,7)	(43,1)	(54,7)	(61,7)
Total Costes variables	(369,7)	(545,5)	(645,5)	(825,4)	(992,9)
(%) Crecimiento		47,5%	18,3%	27,9%	20,3%
Margen de Contribución	231,9	251,0	218,0	277,2	318,4
Margen de contribución (%)	38,5%	31,5%	25,2%	25,1%	24,3%
Tripulación SF	(28,3)	(40,9)	(40,4)	(45,2)	(50,2)
Mantenimiento SF	(4,9)	(5,9)	(8,1)	(11,2)	(8,7)
Seguros	(3,4)	(3,5)	(3,7)	(4,9)	(5,1)
Otros	(48,8)	(39,1)	(41,0)	(55,8)	(57,8)
Total Costes semi fijos (ex-arrendamientos)	(85,3)	(89,3)	(93,2)	(117,1)	(121,8)
(%) Crecimiento		4,7%	4,3%	25,7%	4,0%
EBITDAR	146,5	161,7	124,8	160,1	196,7
Margen EBITDAR (%)	24,4%	20,3%	14,5%	14,5%	15,0%
Arrendamiento de Flota	(71,1)	(94,7)	(106,8)	(119,7)	(144,7)
EBITDA	75,5	67,0	18,0	40,4	52,0
Margen EBITDA (%)	12,5%	8,4%	2,1%	3,7%	4,0%
Amortización	(4,1)	(6,5)	(6,6)	(7,2)	(6,7)
(%) Crecimiento		56,8%	2,5%	7,7%	(6,0%)
EBIT	71,4	60,6	11,4	33,2	45,3
Margen EBIT (%)	11,9%	7,6%	1,3%	3,0%	3,5%
Resultado Financiero	1,3	5,6	3,5	6,9	(2,6)
Gastos de reestructuración	(32,5)	-	-	-	-
EBT	40,2	66,2	14,8	40,1	42,7
Margen EBT (%)	6,7%	8,3%	1,7%	3,6%	3,3%
Impuestos	(12,4)	(19,9)	(4,5)	(11,8)	(12,8)
Resultado neto	27,8	46,3	10,4	28,3	29,9
Margen Resultado neto (%)	4,6%	5,8%	1,2%	2,6%	2,3%

Fuente: Vueling y análisis PwC

Valoración del 100% de Vueling Airlines, S.A. •
PwC

En millones de €	2009R	2010R ajustado	2011R ajustado	2012R	2012R ajustado	Q1 2013 ajustado	2013E
Total Inmovilizado	69,6	68,1	67,6	76,4	76,4	82,0	76,4
Inversiones financieras a largo plazo	85,6	102,5	135,6	111,8	118,5	132,0	136,2
Préstamos fianzas y créditos a terceros (fianzas)	-	83,6	95,1	93,3	91,1	89,4	111,9
Préstamos fianzas y créditos a terceros (rentals)	-	16,7	14,3	10,4	19,2	26,5	16,1
Derivados	-	2,3	26,2	8,2	8,2	16,2	8,2
Activos por impuesto diferido	79,3	58,9	56,9	59,7	59,7	59,0	59,7
Activo No Corriente	234,6	229,5	260,1	248,0	254,7	273,0	272,4
Existencias	0,2	0,2	0,4	-	-	-	-
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	33,6	31,7	47,2	64,1	64,1	120,2	76,0
Inversiones financieras a corto plazo	27,8	13,8	36,8	41,0	17,5	27,6	9,2
Derivados	-	7,2	31,3	9,2	9,2	15,9	9,2
Préstamos fianzas y partidas a cobrar	-	6,6	5,5	31,9	8,3	11,7	-
Periodificaciones a corto plazo	6,2	5,1	7,1	7,7	7,7	16,7	7,7
Tesorería	121,3	207,0	246,6	322,4	339,3	384,6	402,8
Activo Corriente	189,1	257,8	338,0	435,2	428,6	549,2	495,7
TOTAL ACTIVO	423,6	487,3	598,1	683,2	683,2	822,2	768,1
Fondos Propios	146,3	192,3	202,6	231,0	231,0	211,2	260,8
Capital	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9
Otros instrumentos de patrimonio	88,6	116,4	162,4	172,7	172,7	201,1	201,1
Resultado del ejercicio	27,8	46,0	10,4	28,3	28,3	(19,8)	29,9
Ajustes por cambio de valor y subvenciones	1,1	7,1	38,9	6,3	6,3	24,8	6,3
Patrimonio Neto	147,4	199,4	241,5	237,2	237,2	236,0	267,1
Provisiones a largo plazo	111,8	129,8	171,0	193,5	205,9	216,9	233,8
Deudas a largo plazo	2,6	-	-	-	-	-	-
Pasivos por impuesto diferido	13,3	14,0	28,3	18,9	18,9	23,9	18,9
Derivados	-	-	-	6,4	6,4	1,9	6,4
Pasivo No Corriente	127,7	143,9	199,3	218,7	231,1	242,7	259,1
Deudas a corto plazo	-	1,2	2,2	17,5	17,5	13,8	17,5
Deudas con entidades de crédito	-	-	-	-	-	-	-
Derivados	-	1,2	2,2	17,5	17,5	13,8	17,5
Deudas con empresas del grupo	14,9	11,4	10,6	28,0	12,1	11,4	13,0
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	98,0	97,6	104,8	127,4	130,9	167,8	157,0
Periodificaciones a corto plazo	35,6	33,8	39,5	54,4	54,4	150,5	54,4
Pasivo Corriente	148,5	144,1	157,3	227,3	214,9	343,5	241,9
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	423,6	487,3	598,1	683,2	683,2	822,2	768,1

Cuenta de PyG proyectada Caso Base

En millones de €	2009R	2010R	2011R	2012R	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	Valor Terminal	TACC 2012-2017
PKT	7.498	9.856	10.678	13.472	16.616	19.076	21.227	23.696	25.171	25.171	13,3%
Yield €c	7,0	7,2	7,2	7,3	7,0	7,1	7,1	7,1	7,1	7,2	-0,6%
Ingresos Pasajeros	527,7	706,0	766,0	983,9	1.163,2	1.348,3	1.500,4	1.674,9	1.784,9	1.811,7	12,7%
(%) Crecimiento		33,8%	8,5%	28,4%	18,2%	15,9%	11,3%	11,6%	6,6%	1,5%	
Ingresos Accesorios y Otros	73,9	90,5	97,4	118,7	148,2	175,5	197,2	222,3	238,7	242,3	15,0%
(%) Crecimiento		22,4%	7,7%	21,9%	24,9%	18,4%	12,4%	12,7%	7,4%	1,5%	
Total Ingresos	601,6	796,5	863,5	1.102,6	1.311,4	1.523,9	1.697,6	1.897,2	2.023,6	2.053,9	12,9%
(%) Crecimiento		32,4%	8,4%	27,7%	18,9%	16,2%	11,4%	11,8%	6,7%	1,5%	
Aprovisionamientos Fuel	(104,4)	(184,1)	(253,5)	(340,0)	(414,3)	(519,1)	(571,3)	(627,5)	(655,8)	(665,7)	14,0%
Handling	(81,8)	(116,1)	(127,8)	(149,5)	(168,9)	(197,2)	(220,5)	(248,5)	(266,7)	(270,7)	12,3%
Tasas aeroportuarias	(43,4)	(52,8)	(58,6)	(70,4)	(82,1)	(98,9)	(113,7)	(127,6)	(136,2)	(138,3)	14,1%
Tasas navegación	(45,4)	(62,5)	(65,0)	(78,4)	(98,5)	(114,7)	(127,7)	(143,3)	(153,0)	(155,3)	14,3%
Tripulación	(11,2)	(16,8)	(21,3)	(28,3)	(34,2)	(40,6)	(45,3)	(50,8)	(54,4)	(55,2)	14,0%
Mantenimiento	(53,4)	(70,6)	(76,1)	(104,1)	(133,3)	(148,0)	(175,7)	(202,6)	(227,9)	(231,3)	17,0%
Comercial y marketing	(30,0)	(42,7)	(43,1)	(54,7)	(61,7)	(65,6)	(74,1)	(84,2)	(91,3)	(92,7)	10,8%
Total Costes variables	(369,7)	(545,5)	(645,5)	(825,4)	(992,9)	(1.184,0)	(1.328,2)	(1.484,5)	(1.585,3)	(1.609,1)	13,9%
(%) Crecimiento		47,5%	18,3%	27,9%	20,3%	19,2%	12,2%	11,8%	6,8%	1,5%	
Margen de Contribución	231,9	251,0	218,0	277,2	318,4	339,8	369,4	412,7	438,3	444,9	9,6%
Margen de contribución (%)	38,5%	31,5%	25,2%	25,1%	24,3%	22,3%	21,8%	21,8%	21,7%	21,7%	
Tripulación SF	(28,3)	(40,9)	(40,4)	(45,2)	(50,2)	(59,6)	(66,6)	(74,5)	(79,6)	(80,8)	12,0%
Mantenimiento SF	(4,9)	(5,9)	(8,1)	(11,2)	(8,7)	(9,6)	(11,1)	(12,9)	(14,5)	(14,7)	5,4%
Seguros	(3,4)	(3,5)	(3,7)	(4,9)	(5,1)	(5,1)	(5,6)	(6,3)	(6,8)	(6,9)	6,7%
Otros	(48,8)	(39,1)	(41,0)	(55,8)	(57,8)	(54,5)	(55,7)	(57,3)	(59,1)	(59,9)	1,1%
Total Costes semi fijos (ex-arrendamientos)	(85,3)	(89,3)	(93,2)	(117,1)	(121,8)	(128,8)	(138,9)	(151,0)	(159,9)	(162)	6,4%
(%) Crecimiento		4,7%	4,3%	25,7%	4,0%	5,8%	7,9%	8,7%	5,9%	1,5%	
EBITDAR	146,5	161,7	124,8	160,1	196,7	211,0	230,4	261,7	278,3	282,5	11,7%
Margen EBITDAR (%)	24,4%	20,3%	14,5%	14,5%	15,0%	13,8%	13,6%	13,8%	13,8%	13,8%	
Arrendamiento de Flota	(71,1)	(94,7)	(106,8)	(119,7)	(144,7)	(161,1)	(182,5)	(211,4)	(233,7)	(237,2)	14,3%
EBITDA	75,5	67,0	18,0	40,4	52,0	49,9	47,9	50,3	44,6	45,3	2,0%
Margen EBITDA (%)	12,5%	8,4%	2,1%	3,7%	4,0%	3,3%	2,8%	2,7%	2,2%	2,2%	
Amortización	(4,1)	(6,5)	(6,6)	(7,2)	(6,7)	(6,8)	(6,9)	(7,0)	(7,2)	(7,3)	0,1%
(%) Crecimiento		56,8%	2,5%	7,7%	(6,0%)	1,1%	1,5%	2,0%	2,0%	1,5%	
EBIT	71,4	60,6	11,4	33,2	45,3	43,1	41,0	43,2	37,5	38,0	2,4%
Margen EBIT (%)	11,9%	7,6%	1,3%	3,0%	3,5%	2,8%	2,4%	2,3%	1,9%	1,9%	
Resultado Financiero	1,3	5,6	3,5	6,9	(2,6)	-	1,7	3,7	6,0	7,4	-2,6%
Gastos de reestructuración	(32,5)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
EBT	40,2	66,2	14,8	40,1	42,7	43,1	42,7	47,0	43,5	45,4	1,6%
Margen EBT (%)	6,7%	8,3%	1,7%	3,6%	3,3%	2,8%	2,5%	2,5%	2,1%	2,2%	
Impuestos	(12,4)	(19,9)	(4,5)	(11,8)	(12,8)	(12,9)	(12,8)	(14,1)	(13,0)	(13,6)	2,0%
Resultado neto	27,8	46,3	10,4	28,3	29,9	30,1	29,9	32,9	30,4	31,8	1,4%
Margen Resultado neto (%)	4,6%	5,8%	1,2%	2,6%	2,3%	2,0%	1,8%	1,7%	1,5%	1,5%	

Fuente: Vueling y análisis PwC

Valoración del 100% de Vueling Airlines, S.A. •
PwC

22 de mayo de 2013

105

Balance de situación proyectado Caso Base

En millones de €	2010R	2011R	2012R	Q1 2013	Valor							TACC	
	2009R	ajustado	ajustado	ajustado	ajustado	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	Terminal	2012-2017	
Total Inmovilizado	69,6	68,1	67,6	76,4	76,4	82,0	76,4	76,4	76,4	76,4	76,4	76,7	0,0%
Inversiones financieras a largo plazo	85,6	102,5	135,6	111,8	118,5	132,0	136,2	137,7	122,0	130,4	165,7	168,0	6,9%
Préstamos fianzas y créditos a terceros (fianzas)	-	83,6	95,1	93,3	91,1	89,4	111,9	112,8	98,1	105,1	140,5	142,6	9,1%
Préstamos fianzas y créditos a terceros (rentals)	-	16,7	14,3	10,4	19,2	26,5	16,1	16,7	15,7	17,2	17,0	17,3	-2,4%
Derivados	-	2,3	26,2	8,2	8,2	16,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	0,0%
Activos por impuesto diferido	79,3	58,9	56,9	59,7	59,7	59,0	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7	0,0%
Activo No Corriente	234,6	229,5	260,1	248,0	254,7	273,0	272,4	273,8	258,2	266,6	301,9	304,4	3,5%
Existencias	0,2	0,2	0,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a.
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	33,6	31,7	47,2	64,1	64,1	120,2	76,9	90,1	101,1	113,4	121,4	123,2	13,6%
Inversiones financieras a corto plazo	27,8	13,8	36,8	41,0	17,5	27,6	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	-12,1%
Derivados	-	7,2	31,3	9,2	9,2	15,9	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	0,0%
Préstamos fianzas y partidas a cobrar	-	6,6	5,5	31,9	8,3	11,7	-	-	-	-	-	-	-100,0%
Periodificaciones a corto plazo	6,2	5,1	7,1	7,7	7,7	16,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	0,0%
Tesorería	121,3	207,0	246,6	322,4	339,3	384,6	401,7	453,7	492,0	546,1	619,7	653,2	12,8%
Caja mínima operativa	-	180,0	221,5	255,5	265,7	330,0	328,5	326,8	354,5	392,5	411,6	411,6	9,1%
Caja no operativa	-	27,0	25,1	66,9	73,5	54,6	73,2	126,9	137,5	153,6	208,0	241,5	23,1%
Activo Corriente	189,1	257,8	338,0	435,2	428,6	549,2	495,5	560,7	610,0	676,4	758,0	793,3	12,1%
TOTAL ACTIVO	423,6	487,3	598,1	683,2	683,2	822,2	767,8	834,6	868,1	943,0	1.059,8	1.097,7	9,2%
Fondos Propios	146,3	192,3	202,6	231,0	231,0	211,2	260,8	291,0	320,9	353,8	384,2	416,0	10,7%
Capital	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	0,0%
Otros instrumentos de patrimonio	88,6	116,4	162,4	172,7	172,7	201,1	201,1	230,9	261,1	291,0	323,9	354,3	13,4%
Resultado del ejercicio	27,8	46,0	10,4	28,3	28,3	(19,8)	29,9	30,1	29,9	32,9	30,4	31,8	1,4%
Ajustes por cambio de valor y subvenciones	1,1	7,1	38,9	6,3	6,3	24,8	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	0,0%
Patrimonio Neto	147,4	199,4	241,5	237,2	237,2	236,0	267,1	297,3	327,2	360,0	390,5	422,3	10,5%
Provisiones a largo plazo	111,8	129,8	171,0	193,5	205,9	216,9	233,8	240,9	220,7	236,0	304,5	306,6	8,1%
Deudas a largo plazo	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a.
Pasivos por impuesto diferido	13,3	14,0	28,3	18,9	18,9	23,9	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9	0,0%
Derivados	-	-	-	6,4	6,4	1,9	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	0,0%
Pasivo No Corriente	127,7	143,9	199,3	218,7	231,1	242,7	259,1	266,2	246,0	261,3	329,8	331,9	7,4%
Deudas a corto plazo	-	1,2	2,2	17,5	17,5	13,8	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	0,0%
Deudas con entidades de crédito	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a.
Derivados	-	1,2	2,2	17,5	17,5	13,8	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	0,0%
Deudas con empresas del grupo	14,9	11,4	10,6	28,0	12,1	11,4	13,0	13,1	14,1	15,3	16,3	16,5	6,0%
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	98,0	97,6	104,8	127,4	130,9	167,8	156,8	186,2	209,0	234,5	251,5	255,2	14,0%
Periodificaciones a corto plazo	35,6	33,8	39,5	54,4	54,4	150,5	54,4	54,4	54,4	54,4	54,4	54,4	0,0%
Pasivo Corriente	148,5	144,1	157,3	227,3	214,9	343,5	241,6	271,1	295,0	321,7	339,6	343,6	9,6%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	423,6	487,3	598,1	683,2	683,2	822,2	767,8	834,6	868,1	943,0	1.059,8	1.097,7	9,2%

Según se explica en la Sección 4.5.6, el movimiento extraordinario anual de 8,3 millones de euros en 2013 corresponde a la liquidación del saldo a 2012R ajustado de los préstamos, fianzas y partidas a cobrar. No obstante, la recuperación pendiente entre Q1 2013 ajustado y 2013E asciende a 11,7 millones de euros, debido al incremento de esta partida durante los tres primeros meses de 2013. Ver criterio de proyección futura en Anexo 11.

Fuente: Vueling y análisis PwC

Valoración del 100% de Vueling Airlines, S.A. • PwC

22 de mayo de 2013
106

Anexo 8

Tasa de crecimiento a perpetuidad (“g”)

Hemos aplicado una tasa de crecimiento a perpetuidad de un 1,5%, cercana a la inflación esperada a largo plazo para los principales mercados de Vueling (España, Francia e Italia) y superior a las habitualmente utilizadas por los analistas

Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)

- Nuestra tasa de crecimiento a perpetuidad se sitúa entre un 1% y un 1,8% (1,5% en el Caso Base sin sensibilizar). Dicho rango se basa en nuestro análisis de:
 - La inflación esperada a largo plazo según (i) nuestro servicio de estudios interno, (ii) el EIU y (iii) el FMI;
 - La tasa de crecimiento a perpetuidad utilizada habitualmente por los analistas de Bolsa del sector (ejm: Morgan Stanley (Vueling) en septiembre de 2012 usa un 0% y Kepler (Vueling) en octubre de 2012 usa un 1%); y
 - El hecho de que la Dirección nos ha informado de que las valoraciones de expertos independientes utilizadas por Vueling para opinar favorablemente sobre la OPA a 9,25 euros utilizaban tasas de crecimiento a perpetuidad entre el 0,0% y el 1,5%.
- Del conjunto de países en los que opera Vueling, España, Francia e Italia son los tres países que mayor porcentaje de ingresos sobre ventas representan sobre el total de ingresos sobre ventas de la Compañía.
- Con el objetivo de estimar la tasa de crecimiento a perpetuidad (g) de la Compañía a partir de 2017, hemos considerado una media ponderada del IPC proyectado por diversas fuentes públicas y por el propio análisis de PwC (ver tablas adjuntas) para cada uno de estos tres países más representativos por volumen de ingresos (IPC de 1,8% para España, IPC de 1,9% para Francia e IPC de 1,7% para Italia) y el porcentaje estimado que representa cada uno de dichos países sobre el total de ingresos en 2017 (41% para España, 21% para Francia y 10% para Italia). El resto de países a los que la Compañía tiene exposición (28%) corresponde a una masa diversificada que incluye a Alemania y Escandinavia, entre otros, y su análisis detallado supondría un impacto marginal.

Tasa de crecimiento (g)

País	%Ventas 2017*	%IPC 2017	Total ponderado
España	41%	1.8%	
Francia	21%	1.9%	
Italia	10%	1.7%	
Resto	28%	n.a.	
Promedio			1.8%

Fuente: Análisis PwC

(*) Porcentaje de ingresos en cada país sobre las ventas totales de la Compañía

IPC España

Fuente	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PwC	2,4%	2,1%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%
EIU	2,4%	1,5%	0,8%	1,4%	2,1%	2,1%
FMI	2,4%	1,9%	1,5%	1,5%	1,4%	1,5%
Bloomberg	2,4%	2,0%	1,4%	1,1%	n.d.	n.d.
Promedio	2,4%	1,9%	1,4%	1,5%	1,8%	1,8%

IPC Francia

Fuente	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PwC	2,2%	1,4%	1,6%	2,0%	2,0%	2,0%
EIU	2,2%	0,9%	1,5%	2,2%	2,1%	2,0%
FMI	2,0%	1,6%	1,5%	1,5%	1,6%	1,7%
Bloomberg	2,2%	1,3%	1,6%	1,5%	n.d.	n.d.
Promedio	2,2%	1,3%	1,5%	1,8%	1,9%	1,9%

IPC Italia

Fuente	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PwC	3,3%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%
EIU	3,3%	1,3%	1,2%	2,0%	2,2%	2,1%
FMI	3,3%	2,0%	1,4%	1,2%	1,3%	1,4%
Bloomberg	3,3%	1,8%	1,7%	0,9%	n.d.	n.d.
Promedio	3,3%	1,7%	1,5%	1,4%	1,7%	1,7%

Fuente: PwC, EIU a marzo y abril 2013, FMI a abril 2013 y Bloomberg a abril y marzo 2013

Anexo 9

VAN provisiones de mantenimiento netas de fianzas pendientes

El VAN de los desembolsos correspondientes a las provisiones de mantenimiento netas de fianzas que quedan pendientes en el balance de la Sociedad al final del período proyectado (2017) es de EUR (-129) millones

- A la hora de estimar el valor de los fondos propios de la Compañía se ha tenido en cuenta el valor presente de los flujos (pagos) que generarían las provisiones de mantenimiento netas de fianzas pendientes de cumplir, cuya vida del contrato media es de 6 a 8 años. Para dicho cálculo hemos asumido un periodo de retorno de 3 años y medio.

En miles de €	Q1 2013 ajustado (...)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Prov. de mantenimiento netas de fianzas	115.739	163.983				
Aplicación provisión (3,5 años)			(46.852)	(46.852)	(46.852)	(23.426)
Ke	11,7%					
Crecimiento l/p (g)	1,5%					
Periodo de descuento			1,0	2,0	3,0	3,5
Factor de descuento			0,90	0,80	0,72	0,68
Valor Presente Prov. de mantenimiento netas de fianzas			(41.945)	(37.551)	(33.618)	(15.904)
Valor Total Prov. de mantenimiento netas de fianzas	(129.019)					

Anexo 10

VAN Bases Imponibles Negativas

BINs

- Para el cálculo de las BINs, hemos tenido en cuenta el RD 12/2012, por el que se introducen diversas medidas tributarias para la reducción del déficit público, limitando la base imponible a compensar contra beneficios antes de impuestos a un 25% durante 2012 y 2013 para aquellas compañías cuyo beneficio operativo fuera superior a 1 millón de euros. Dada la situación actual de la economía española y las perspectivas futuras, así como el anunciado retraso en la reducción de los tipos transitorios de gravamen suplementario en IRPF, hemos considerado a efectos de valoración que dicha limitación seguirá vigente también en 2014 y 2015.

<i>Bases Imponibles Negativas</i>	31/12/2012	Limitación EBT Compensación	25%	25%	25%	100%	100%	100%	100%
<i>Ejercicio 2007</i>	62.775								
<i>Ejercicio 2008</i>	90.748								
<i>Ejercicio 2009</i>	15.916								
Total	169.439								

Fuente: CCAA 2012

En miles de €	2012R	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT	33.238	45.251	43.062	41.013	43.241	37.455	38.017	
Resultado Financiero	6.888,4	(2.577,4)	-	1.703,1	3.735,0	6.031,2	7.409,6	
Beneficio antes de Impuestos	40.126,9	42.673,5	43.062,4	42.715,7	46.976,2	43.486,5	45.426,7	46.108,1
BINs iniciales		169.439	158.771	148.005	137.326	90.350	46.863	1.437
BINs generadas		-	-	-	-	-	-	-
BINs compensadas		10.668	10.766	10.679	46.976	43.486	45.427	1.437
Bins Finales	169.439	158.771	148.005	137.326	90.350	46.863	1.437	-
Flujos de caja por ahorro fiscal		3.201	3.230	3.204	14.093	13.046	13.628	431
Factor de descuento		0,93	0,83	0,74	0,67	0,60	0,53	0,48
Flujos de caja Descontados		2.973	2.686	2.385	9.393	7.784	7.280	206

Valor BINs	32.707
-------------------	---------------

Anexo 11

Ajustes de balance

Ajustes de balance

- La Compañía nos ha informado de que los principales ajustes se deben a reclasificaciones de inversiones financieras temporales a tesorería. En concreto:
 - Inversiones financieras a corto plazo trasladadas a inversiones financieras a largo plazo (6,7 y 14,8 millones de euros en diciembre de 2012 y marzo de 2013 respectivamente):** En los epígrafes de fianzas y mantenimiento, se hace una reclasificación de cierre de ejercicio para mostrar en la línea de corto plazo importes relativos a eventos de mantenimiento y fianzas de los próximos 12 meses y de eventos de mantenimiento ya realizados. Tal reclasificación se retrocede para tener todas las provisiones y fianzas en una sola línea, largo plazo, que es donde carga/abona el modelo en años sucesivos.
 - Inversiones financieras a corto plazo trasladadas a tesorería (16,9 y 23,2 millones de euros en diciembre de 2012 y marzo de 2013 respectivamente):** reclasificación de importes relativos a inversiones financieras temporales con vencimiento superior a 3 meses a Tesorería, con objeto de llegar a la tesorería neta reportada a nivel de gestión. Simplifica además la proyección de caja en el modelo al aglutinar en una sola línea todos los importes de caja y equivalentes.
 - Deudas con empresas del grupo (15,9 millones de euros) y acreedores comerciales y otras cuentas a pagar (-3,5 millones de euros) trasladadas a provisiones a largo plazo (12,4 millones de euros en diciembre de 2012):** En los epígrafes de fianzas y mantenimiento, se hace una reclasificación de cierre de ejercicio para mostrar en la línea de Corto Plazo importes relativos a eventos mantenimiento y fianzas de los próximos 12 meses y de eventos de mantenimiento ya realizados. Tal reclasificación se retrocede para tener todas las provisiones y fianzas en una sola línea, largo plazo, que es donde carga/abona el modelo en años sucesivos.
 - Las Inversiones Financieras a corto plazo que se quedan en marzo son devoluciones de fianzas pendientes por eventos ya realizados, explicando que a futuro se quedan a cero porque se asume que las fianzas se recuperan en el momento de pagar el evento de mantenimiento.

VUELING - Balance de situación

En millones de €	2012R	2012R ajustado	Q1 2013R	Q1 2013 ajustado
Total Inmovilizado	76,4	76,4	82,0	82,0
1 Inversiones financieras a largo plazo	111,8	118,5	117,2	132,0
Activos por impuesto diferido y otros	59,7	59,7	59,0	59,0
Activo No Corriente	248,0	254,7	258,2	273,0
Existencias	-	-	-	-
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	64,1	64,1	120,2	120,2
1 2 4 Inversiones financieras a corto plazo	41,0	17,5	65,6	27,6
Periodificaciones a corto plazo	7,7	7,7	16,7	16,7
2 Tesorería	322,4	339,3	361,4	384,6
Activo Corriente	435,2	428,6	564,0	549,2
TOTAL ACTIVO	683,2	683,2	822,2	822,2
Fondos Propios	231,0	231,0	211,2	211,2
Ajustes por cambio de valor y subvenciones	6,3	6,3	24,8	24,8
Patrimonio Neto	237,2	237,2	236,0	236,0
3 Provisiones a largo plazo	193,5	205,9	216,9	216,9
Deudas a largo plazo	-	-	-	-
Pasivos por impuesto diferido	18,9	18,9	23,9	23,9
Otros pasivos no corrientes	6,4	6,4	1,9	1,9
Pasivo No Corriente	218,7	231,1	242,7	242,7
3 Deudas a corto plazo y con empresas del grupo	45,5	29,6	25,3	25,3
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	127,4	130,9	167,8	167,8
Periodificaciones a corto plazo	54,4	54,4	150,5	150,5
Pasivo Corriente	227,3	214,9	343,5	343,5
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	683,2	683,2	822,2	822,2

Fin del Informe de valoración de Vueling

El presente Informe ha sido elaborado a modo de pauta general en los asuntos de interés pertinentes y no tiene por tanto carácter de recomendación profesional. En virtud de lo anterior, ustedes no deben actuar en función de la información que contiene esta publicación sin haber solicitado antes recomendación profesional específica. No se otorga garantía o prueba (expresa o implícita) sobre la precisión o completitud de la información contenida en este Informe y, de acuerdo con lo permitido por la ley, PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L., sus miembros, empleados y agentes no aceptan ni asumen ninguna obligación, responsabilidad o compromiso por las consecuencias que deriven de la actuación por parte de ustedes (o por parte de un tercero) basándose en la información contenida en esta publicación.

© 2013 PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L. Todos los derechos reservados. En este documento, "PwC" hace alusión a PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L., que es una firma dentro de PricewaterhouseCoopers International Limited, siendo cada una de las firmas que forman parte de ésta entidades legales independientes.