El sector aeroespacial por dentro: 9 empresas, 6 eslabones y un solo método

Cómo hacer un análisis sectorial antes de invertir en cualquier empresa

Por qué nunca deberías analizar una empresa sola (y cómo lo hacemos en Vita Soluta)

¿Te ha pasado alguna vez esto? Lees un análisis fundamental impecable de una empresa —sus márgenes son excelentes, su ROIC es espectacular, su balance es un búnker—, decides invertir, y meses después descubres que un competidor que ni siquiera conocías le ha comido la cuota de mercado en silencio. La empresa seguía siendo "buena" sobre el papel. El problema es que nunca entendiste el tablero de juego completo en el que estaba jugando.

Llevamos meses analizando empresas del sector aeroespacial en nuestro canal: Loar Holdings, FTAI, Aena, Amadeus, Transdigm, Safran, Airbus, AerCap e IAG. Cada uno de esos análisis ha sido, individualmente, un ejercicio completo de análisis fundamental —cuenta de resultados, balance, valoración, equipo directivo—. Pero en cada uno de ellos, cuando llegábamos a hablar de la competencia y del sector, lo hacíamos como un trámite: una diapositiva más, un párrafo de contexto, una cuota de mercado mencionada de pasada antes de volver a centrarnos en la empresa protagonista del día.

Hoy vamos a hacer justo lo contrario. Vamos a quedarnos en ese "párrafo de contexto" y a convertirlo en el protagonista absoluto del artículo. Porque entender un sector a fondo —sus distintos eslabones, quién compite con quién, y por qué dinero exactamente compiten— no es un adorno del análisis fundamental. Es, probablemente, la diferencia entre un inversor que memoriza ratios y un inversor que de verdad entiende en qué está invirtiendo.

Vamos a usar el sector aeroespacial como caso de estudio, precisamente porque ya hemos analizado nueve empresas que forman parte de él. Pero el objetivo de este artículo no es repasar esos análisis — es enseñarte una forma de pensar que puedas aplicar a cualquier sector que decidas estudiar a partir de ahora.

Lo que vamos a hacer hoy: un viaje en seis escalas

Imagina que vas a hacer un viaje en avión. Antes de llegar a tu asiento han tenido que pasar muchas cosas: alguien fabricó el avión, alguien fabricó sus motores, alguien lo financió, alguien te vendió el billete, alguien gestionó el aeropuerto y, por último, una aerolínea te llevó a tu destino. Cada uno de esos pasos es un negocio distinto, con sus propios márgenes, sus propios competidores y su propia relación con el ciclo económico. Y eso es exactamente lo que vamos a recorrer en este artículo.

Primero, un cambio de mentalidad. Empezaremos por entender por qué el análisis sectorial no es un párrafo de relleno antes de volver a los números de la empresa, sino una herramienta

de análisis por derecho propio. Verás qué te pierdes cuando solo miras a la empresa y no al tablero en el que juega.

Después, abriremos el mapa. Descubrirás que “el sector aeroespacial” es, en realidad, una cadena de valor con varios negocios muy distintos: fabricar aviones, fabricar motores y componentes, alquilar aeronaves, vender tecnología de distribución de viajes, gestionar aeropuertos y operar aerolíneas. Meter a Airbus, Aena y Amadeus en el mismo saco sería un error de principiante, y te explicaremos por qué.

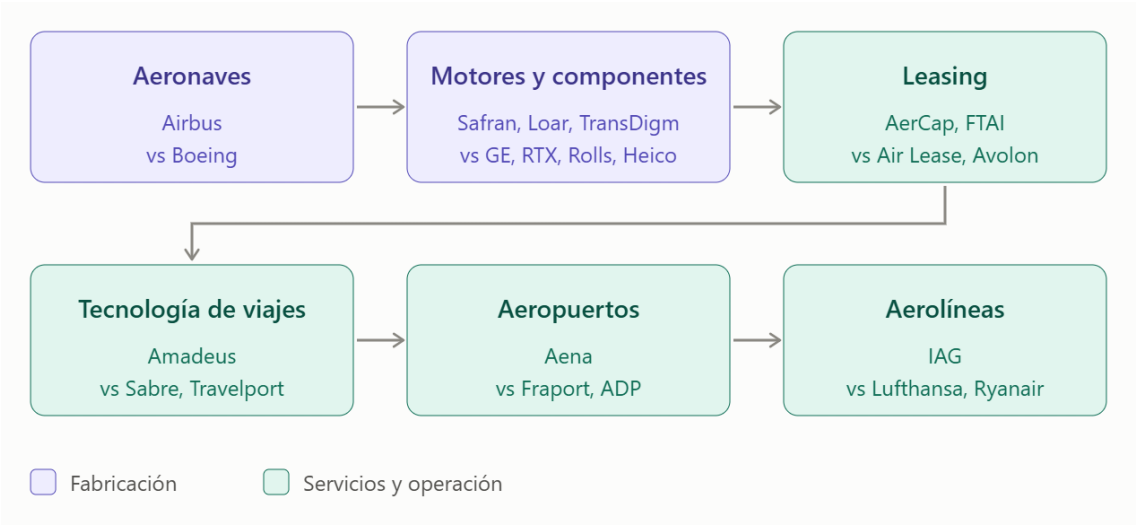
A continuación, colocaremos a nuestras nueve empresas sobre ese mapa. Verás dónde encaja cada una de las que ya hemos analizado en el canal (Airbus, Safran, Loar, FTAI, TransDigm, AerCap, Amadeus, Aena e IAG), y también por qué algunas no caben limpiamente en un único eslabón. ⚠ Simplificar demasiado también es una trampa.

Con el mapa ya dibujado, miraremos a la competencia de verdad. Y aquí está lo interesante: no hay una competencia, hay una por cada eslabón. Airbus contra Boeing, Safran contra GE Aerospace, Pratt & Whitney y Rolls-Royce, AerCap contra Air Lease, Amadeus contra Sabre y Travelport, IAG contra el resto de aerolíneas europeas y, el caso más curioso, Aena, que ni siquiera compite por los mismos pasajeros que el resto.

Luego, te enseñaremos para qué sirve todo esto. Saber quién compite con quién te ayuda a distinguir si una empresa crece porque gana cuota de mercado o porque todo el sector sube y cualquier competidor se beneficiaría igual. Y te permite detectar barreras de entrada reales: no es lo mismo un duopolio que un mercado con veinte jugadores.

Después, hablaremos del ciclo económico. El mismo vaivén de la economía golpea de forma muy distinta a una aerolínea, que vive del pasajero de hoy, que, a un fabricante de aviones, que tiene pedidos con años de antelación, o a un lessor, que cobra con contratos a largo plazo.

Y para terminar, te daremos el método. Cuatro pasos replicables que podrás aplicar a cualquier sector, sea el aeroespacial, el de los semiconductores o el de la banca: identificar la cadena de valor, situar a tu empresa dentro de ella, conocer a su competencia real eslabón por eslabón y entender el ciclo que afecta a todo el conjunto.



1. Por qué el análisis sectorial no es un complemento, sino una herramienta de análisis en sí misma

Cuando analizamos una empresa cotizada, es habitual centrar casi toda nuestra atención en sus propias cifras. Estudiamos la evolución de sus ingresos, la rentabilidad de sus operaciones, la generación de caja, el endeudamiento, las ventajas competitivas y las perspectivas de crecimiento. Después, realizamos una valoración para intentar determinar si el precio de sus acciones resulta atractivo.

Todo esto es necesario. Sin embargo, hay una pregunta que a menudo queda relegada a un segundo plano: ¿qué está ocurriendo en el mercado en el que opera esta empresa y cómo se está posicionando frente a sus competidores?

En muchos análisis fundamentales, la competencia aparece en un breve apartado en el que se mencionan dos o tres empresas similares, se comenta alguna cuota de mercado y se continúa con el estudio de las cuentas financieras. El sector queda reducido a un contexto que debemos conocer, pero al que no dedicamos demasiado tiempo.

Este enfoque puede ofrecernos una visión bastante completa de la situación financiera de una compañía, pero no necesariamente nos permite comprender su verdadera posición competitiva. Y esa diferencia es importante, porque los resultados de una empresa no dependen exclusivamente de sus propias decisiones: también están condicionados por lo que hacen sus competidores, por la evolución de la demanda, por los cambios tecnológicos y por las condiciones del mercado en el que desarrolla su actividad.

Pensemos, por ejemplo, en una empresa que aumenta sus ingresos un 15 % durante un ejercicio. A primera vista, podría parecer un resultado excelente. Pero ¿qué ocurriría si el mercado en el que opera hubiera crecido un 25 % durante ese mismo periodo? ¿Y si sus principales competidores hubieran aumentado sus ventas un 30 %?

La empresa estaría creciendo, sí, pero a un ritmo inferior al de su mercado y al de sus rivales. Esto podría indicar que está perdiendo cuota de mercado o que su posición competitiva se está debilitando.

Imaginemos ahora el caso contrario: una compañía que aumenta sus ingresos un 8 % en un mercado que apenas crece un 2 %. En este caso, podría estar ganando cuota de mercado, captando clientes de sus competidores o aprovechando mejor las oportunidades disponibles.

Por supuesto, estas comparaciones no son suficientes por sí solas para llegar a una conclusión definitiva. Las diferencias también pueden deberse a adquisiciones, cambios de precios, divisas, composición de los negocios o diferencias entre los mercados en los que opera cada empresa. Pero precisamente por eso necesitamos investigar más allá de las cifras individuales.

Los números nos dicen qué ha sucedido en una empresa; el análisis sectorial nos ayuda a entender por qué ha sucedido y qué podría ocurrir a partir de ahora.

Crecer no siempre significa mejorar la posición competitiva

Esta distinción es especialmente importante cuando buscamos empresas con capacidad para aumentar sus beneficios durante muchos años.

Una compañía puede crecer porque pertenece a un mercado en expansión. Si cada vez se venden más aviones, aumenta el tráfico aéreo o crece la demanda de determinadas tecnologías, es posible que numerosas empresas relacionadas con esas actividades incrementen sus ingresos simultáneamente.

En ese escenario, el crecimiento de una compañía no implica necesariamente que esté haciendo algo mejor que sus competidores. Puede estar beneficiándose de una tendencia que favorece al conjunto del sector.

Por el contrario, cuando una empresa crece por encima de su mercado durante un periodo prolongado, puede existir una razón adicional que merezca nuestra atención: una ventaja competitiva, un producto superior, una mejor distribución, una estrategia comercial más eficaz o una posición especialmente favorable dentro de la cadena de valor.

La clave consiste en averiguar qué parte de su crecimiento procede de la evolución general del mercado y qué parte puede atribuirse a su propio desempeño.

Para un inversor a largo plazo, esta diferencia resulta fundamental. Si una empresa crece principalmente porque todo su mercado está creciendo, debemos preguntarnos qué sucederá cuando esa expansión se ralentice. Si, además, está ganando cuota de mercado gracias a una ventaja competitiva sostenible, podría encontrarse en una posición más favorable para seguir creciendo cuando las condiciones sean menos propicias.

Esto tampoco significa que ganar cuota de mercado sea siempre positivo ni que crecer por debajo del sector convierta automáticamente a una empresa en una mala inversión. Puede haber compañías que sacrifiquen ventas poco rentables para mejorar sus márgenes, abandonen determinadas actividades o se concentren en los clientes más rentables. Lo importante es comprender las causas que hay detrás de los resultados.

El sector también nos ayuda a interpretar los riesgos

El análisis sectorial no sirve únicamente para identificar oportunidades de crecimiento. También permite comprender mejor los riesgos a los que está expuesta una empresa.

Dos compañías pueden presentar cifras financieras aparentemente similares y, sin embargo, enfrentarse a realidades muy diferentes. Una puede operar en un mercado con pocos competidores, fuertes barreras de entrada y clientes que necesitan sus productos de forma recurrente. Otra puede encontrarse en un mercado saturado, con numerosos rivales, presión constante sobre los precios y escasa capacidad para diferenciarse.

Aunque ambas presenten buenos márgenes en la actualidad, la sostenibilidad de esos márgenes puede ser muy distinta.

También debemos considerar que una empresa no siempre tiene el control sobre los factores que determinan sus resultados. Puede gestionar bien sus costes, mantener un balance sólido y contar con un equipo directivo competente, pero seguir expuesta a una caída de la demanda, a cambios regulatorios o a una transformación tecnológica que altere las reglas del mercado.

Estudiar el sector nos permite formular preguntas que difícilmente surgirían si nos limitáramos a revisar los estados financieros: **¿pueden aparecer nuevos competidores?, ¿existen productos que podrían sustituir al nuestro?, ¿qué poder tienen los clientes para negociar los precios?, ¿dependemos de un proveedor difícil de reemplazar?, ¿está cambiando la tecnología que sostiene nuestro negocio?**

Las respuestas pueden modificar nuestra percepción de la calidad de una empresa, de sus perspectivas de crecimiento y del riesgo que asumimos al invertir en ella.

El objetivo no es analizar más empresas por analizar, sino comprender mejor la que nos interesa

Llegados a este punto, conviene aclarar algo. Estudiar un sector no significa que debamos analizar en profundidad todas las compañías que lo forman, ni que tengamos que dedicar semanas a investigar cada actividad antes de valorar una inversión.

El objetivo es identificar qué información necesitamos para comprender el negocio que estamos estudiando y dónde podemos encontrarla.

En ocasiones, bastará con conocer a sus principales competidores y comparar algunos indicadores. En otras, necesitaremos ampliar la investigación para entender una cadena de suministro compleja, distinguir entre distintos modelos de negocio o identificar empresas que compiten únicamente en determinadas líneas de productos.

La profundidad del análisis dependerá de la empresa, de la complejidad del sector y de las dudas que debamos resolver. Lo importante es no dar por terminado el estudio simplemente porque ya conocemos los resultados financieros de la compañía.

En Vita Soluta hemos analizado empresas como LOAR Holdings, TransDigm, Safran, FTAI Aviation, Airbus, AerCap, Amadeus, Aena e IAG. Todas están relacionadas con la aviación comercial, pero desarrollan actividades muy diferentes y, por tanto, no compiten todas entre sí.

Precisamente, esa diversidad nos ofrece una oportunidad para aprender. Podemos partir de una visión general de este ecosistema, comprender qué función desempeña cada empresa y, a partir de ahí, identificar cuáles son sus competidores reales. Después podremos estudiar las diferencias entre sus modelos de negocio, sus resultados y sus posiciones competitivas.

No pretendemos elaborar aquí un informe exhaustivo sobre toda la industria aeroespacial.

Queremos utilizar las empresas que ya conocemos para mostrar cómo se investiga un sector y cómo ese conocimiento puede ayudarnos a tomar mejores decisiones de inversión.

Porque analizar una empresa es estudiar un negocio; analizar su sector es comprender el entorno en el que ese negocio tiene que competir para sobrevivir, crecer y generar valor.

Y para hacerlo correctamente, el primer paso consiste en comprender que lo que habitualmente llamamos sector puede reunir multitud de actividades diferentes, con sus propios mercados, competidores y dinámicas económicas.

Ese será nuestro siguiente punto: entender por qué el sector aeroespacial y la aviación comercial no constituyen un único mercado homogéneo, sino un ecosistema formado por negocios muy distintos que debemos aprender a separar antes de empezar a compararlos.

2. El primer paso: entender que «el sector aeroespacial» no es un solo sector

Cuando empezamos a investigar una empresa, una de las primeras cosas que hacemos es identificar el sector al que pertenece. Es un buen punto de partida, pero debemos tener cuidado: que dos empresas estén relacionadas con una misma industria no significa que desarrollen el mismo negocio, se dirijan a los mismos clientes o compitan por los mismos ingresos.

Tomemos como ejemplo tres compañías que ya hemos analizado en Vita Soluta: Airbus, Aena y Amadeus.

Las tres están relacionadas con la aviación comercial, pero sus actividades son radicalmente diferentes. Airbus diseña, fabrica y vende aeronaves; Aena gestiona infraestructuras aeroportuarias que permiten operar los vuelos y atender a los pasajeros; y Amadeus proporciona tecnología que facilita, entre otras actividades, la distribución de viajes, las reservas y las operaciones de las aerolíneas.

Las tres pueden beneficiarse del crecimiento del transporte aéreo, pero no lo hacen de la misma manera. Tampoco tienen los mismos clientes, necesitan el mismo capital para operar ni se enfrentan a los mismos competidores.

Por eso, si estuviéramos analizando Airbus, no tendría demasiado sentido utilizar Aena o Amadeus como sus principales comparables para estudiar sus márgenes, su valoración o su posición competitiva. Aunque las tres estén conectadas con la aviación, sus modelos de negocio son demasiado diferentes para realizar una comparación financiera directa sin ajustes importantes.

Esto no significa que Aena y Amadeus carezcan de interés cuando estudiamos Airbus. De hecho, pueden ayudarnos a comprender mejor la evolución del tráfico aéreo, la actividad de los aeropuertos o la transformación tecnológica de la industria. Pero cumplen una función distinta dentro de nuestra investigación.

La primera lección del análisis sectorial es aprender a distinguir entre las empresas que forman parte de un mismo ecosistema y las que realmente compiten dentro de un mismo mercado.

Para hacerlo, necesitamos dejar de ver el sector como una lista de compañías y empezar a entenderlo como un conjunto de actividades relacionadas entre sí.

2.1. De la etiqueta sectorial a la cadena de valor

La cadena de valor nos permite representar las distintas actividades que intervienen en la creación y prestación de un producto o servicio, desde sus primeras fases hasta que llega al cliente final.

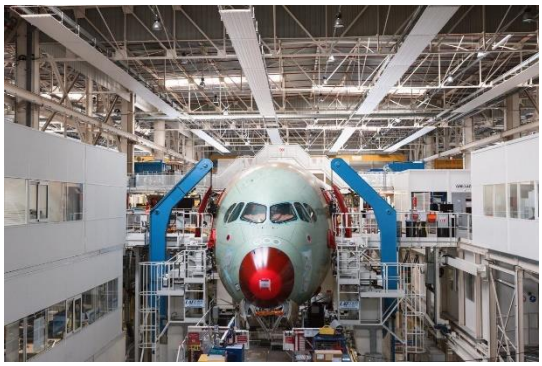
En el caso de la aviación comercial, podemos encontrar empresas que fabrican piezas, compañías que construyen motores, fabricantes de aeronaves completas, entidades que financian y alquilan aviones, proveedores tecnológicos, operadores aeroportuarios y aerolíneas que transportan a los pasajeros.

Todas participan en un mismo ecosistema económico, pero cada una ocupa una posición diferente y obtiene sus ingresos de una manera particular.

Para visualizarlo, podemos construir un mapa inicial con las empresas que ya conocemos.

El ecosistema de la aviación comercial

Una visión general de sus principales actividades y de las empresas analizadas en Vita Soluta.



1. Fabricación de aeronaves
Airbus · Boeing

Diseño, integración y fabricación de aviones completos.



2. Motores, componentes y posventa
Safran · LOAR · TransDigm · FTAI

Fabricación de motores, sistemas y piezas; reparación, mantenimiento y suministro de repuestos.



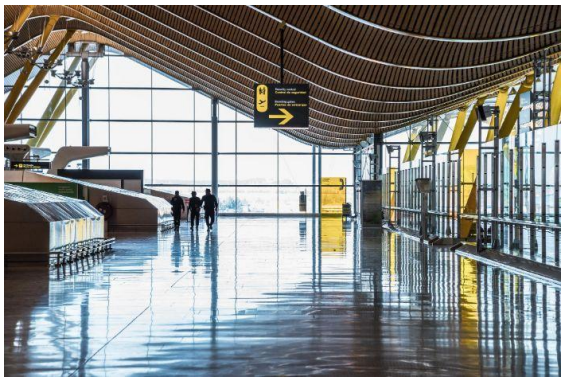
3. Financiación y arrendamiento de aeronaves
AerCap · Air Lease Corporation

Adquisición de aviones y alquiler a aerolíneas mediante contratos.



4. Tecnología y distribución de viajes
Amadeus · Sabre · Travelport

Sistemas de reservas, distribución de billetes y soluciones tecnológicas para el sector.



5. Infraestructura aeroportuaria
Aena · otros operadores aeroportuarios

Gestión de aeropuertos, terminales, pistas y servicios asociados.



6. Transporte aéreo de pasajeros y carga
IAG · Lufthansa · American Airlines

Operación de vuelos, venta de billetes y transporte de viajeros y mercancías.

Esquema simplificado para orientarnos, no una secuencia estrictamente lineal. La tecnología, los componentes, la financiación y los servicios de mantenimiento intervienen en varias etapas, y algunas actividades se desarrollan simultáneamente.

Este mapa nos ofrece una primera visión del conjunto, pero hay un detalle importante: la cadena de valor no funciona como una fila de empresas en la que cada una termina su trabajo y se lo entrega a la siguiente.

Las relaciones son más complejas. Airbus, por ejemplo, necesita una extensa red de proveedores de motores, sistemas y componentes. Las aerolíneas pueden comprar aviones directamente a los fabricantes o incorporarlos a sus flotas mediante arrendadores como AerCap. Amadeus puede prestar servicios tecnológicos tanto a aerolíneas como a agencias de viajes y otros participantes del sector. Y los proveedores de componentes pueden obtener una parte significativa de sus ingresos del mantenimiento y de los repuestos de aeronaves que llevan años operando.

Por tanto, la cadena de valor debe entenderse como un mapa de relaciones económicas, no como una clasificación rígida ni como una secuencia por la que todos los ingresos pasan necesariamente de una empresa a otra.

2.2. Cada eslabón tiene un modelo de negocio diferente

Una vez que hemos dibujado el mapa, el siguiente paso consiste en entender por qué las empresas de cada actividad necesitan un análisis particular.

Pensemos en Airbus. Su negocio requiere desarrollar aeronaves, gestionar una compleja cadena de suministro, realizar inversiones industriales y entregar aviones que pueden haber sido encargados años antes. Sus resultados dependen, entre otros factores, de los pedidos, el ritmo de producción, las entregas, los costes industriales y su capacidad para cumplir los compromisos adquiridos.

Ahora comparemos esa actividad con AerCap. Esta compañía no fabrica aviones ni transporta directamente a los pasajeros. Su negocio consiste principalmente en adquirir aeronaves y arrendarlas a operadores aéreos. Para analizarla, debemos prestar especial atención al coste de financiación, la deuda, los contratos de arrendamiento, la utilización de su flota y el valor de sus activos.

Actividad	**Qué debemos comprender especialmente**
Fabricación de aeronaves	Pedidos, entregas, producción, costes industriales y cartera de pedidos.
Motores y componentes	Cuota de mercado por producto, contratos, repuestos, mantenimiento, márgenes y certificaciones.
Arrendamiento de aeronaves	Coste de financiación, deuda, contratos, valor residual y utilización de la flota.

Tecnología y distribución	Ingresos recurrentes y transaccionales, clientes, contratos, competencia tecnológica y costes de desarrollo.
Infraestructura aeroportuaria	Tráfico de pasajeros, capacidad, tarifas, regulación, inversiones y concesiones.
Aerolíneas	Ingresos por pasajero, ocupación, precios, costes operativos, combustible y rentabilidad de las rutas.

Amadeus, por su parte, proporciona tecnología y servicios a distintos participantes del sector turístico. Aquí cobran importancia factores como los ingresos por transacción, los contratos con clientes, la evolución de las reservas, los costes tecnológicos y la capacidad para mantener y ampliar sus relaciones comerciales.

Y si nos fijamos en IAG, el enfoque vuelve a cambiar. Las aerolíneas dependen de los ingresos por billetes y otros servicios, la ocupación de sus aviones, los precios, las rutas, el combustible, el personal y la capacidad para ajustar su oferta a la demanda.

Aunque todas estas empresas están relacionadas con la aviación, los factores que determinan sus beneficios y riesgos son diferentes.

Esta diferencia también afecta a la forma en que interpretamos los indicadores financieros. Un margen operativo elevado en una compañía tecnológica no puede compararse automáticamente con el de una aerolínea, del mismo modo que el endeudamiento de un arrendador de aeronaves requiere una lectura distinta al de un fabricante de componentes.

No basta con observar qué empresa presenta el margen más alto o cuál tiene menos deuda. Primero debemos comprender cómo funciona su negocio y qué necesidades económicas tiene para generar sus ingresos.

2.3. Un mismo sector puede tener ciclos, márgenes y riesgos diferentes

Además de los modelos de negocio, cada eslabón de la cadena de valor responde de manera distinta al ciclo económico.

Imaginemos que aumenta con fuerza la demanda mundial de transporte aéreo. Las aerolíneas pueden incrementar sus vuelos, abrir nuevas rutas o ampliar sus flotas. Esa situación puede impulsar los pedidos de aeronaves, la demanda de motores y repuestos, el negocio de los arrendadores y el tráfico de los aeropuertos.

Sin embargo, los efectos no tienen por qué producirse al mismo tiempo ni con la misma intensidad.

Una aerolínea puede experimentar cambios en sus ingresos y costes en cuestión de meses. Un fabricante de aviones, en cambio, trabaja con carteras de pedidos y plazos de producción que se extienden durante años. Un arrendador puede tener contratos vigentes que amortigüen temporalmente los cambios de la demanda, aunque siga expuesto al coste de financiación y al

valor futuro de sus aeronaves. Un proveedor de repuestos puede beneficiarse de una gran flota instalada que continúa necesitando mantenimiento incluso cuando se ralentizan las nuevas entregas.

Esto nos ayuda a comprender por qué no debemos interpretar todas las empresas del sector de la misma manera.

También explica por qué un crecimiento generalizado del tráfico aéreo no convierte automáticamente a todas las compañías relacionadas con la aviación en inversiones igualmente atractivas. Cada una tiene una estructura de costes, unos riesgos y una capacidad de generar beneficios diferentes.

2.4. Las fronteras entre actividades no siempre están claras

Hasta ahora hemos utilizado categorías para facilitar la comprensión, pero debemos evitar convertirlas en compartimentos estancos.

En la realidad, algunas empresas desarrollan varias actividades o participan en diferentes etapas de la cadena de valor. Por eso, antes de identificar a sus competidores, necesitaremos conocer qué parte de su negocio estamos estudiando.

Safran, por ejemplo, participa en motores, equipos y sistemas aeronáuticos, además de actividades de servicios y mantenimiento. No debemos reducirla a un único producto ni asumir que todas sus divisiones compiten con las mismas empresas.

LOAR y TransDigm cuentan con carteras de componentes especializados, pero el solapamiento competitivo debe analizarse producto por producto y mercado por mercado. FTAI, por su parte, tiene una exposición importante a motores comerciales, mantenimiento, reparación y soluciones relacionadas; no sería correcto clasificarla sin más como un fabricante de componentes idéntico a LOAR o TransDigm.

Algo parecido ocurre con las aerolíneas y los arrendadores. Una aerolínea puede operar aviones propios y alquilados, mientras que una empresa de leasing puede comprar aeronaves a Airbus o Boeing y arrendarlas a numerosos operadores. Sus actividades están conectadas, pero sus fuentes de ingresos y sus riesgos no son equivalentes.

Este matiz tiene una consecuencia práctica: no siempre debemos comparar empresas enteras; a veces necesitamos comparar una división, una línea de productos o una actividad concreta de cada compañía.

Cuanto más diversificada sea una empresa, más importante resulta entender de dónde procede su beneficio y en qué mercados compite realmente.

2.5. El mapa es el punto de partida, no la conclusión

Con todo lo anterior, ya podemos entender por qué el primer paso de un análisis sectorial consiste en ampliar nuestra perspectiva.

Si comenzamos directamente por los competidores de una empresa, corremos el riesgo de elegir comparables demasiado estrechos o de pasar por alto relaciones importantes. Pero si nos quedamos únicamente en una visión general del sector, tampoco conseguiremos información suficientemente precisa para valorar un negocio.

Necesitamos ambas perspectivas: primero comprender el ecosistema y después identificar el mercado concreto en el que participa nuestra empresa.

En nuestro caso, conocer el conjunto de la aviación comercial nos permite entender cómo se relacionan Airbus, Safran, LOAR, TransDigm, FTAI, AerCap, Amadeus, Aena e IAG. Pero cuando queramos analizar a fondo una de ellas, tendremos que reducir el foco y preguntarnos quién ofrece productos o servicios similares, quién compite por sus clientes y qué empresas podrían sustituir su oferta.

Ese será el siguiente paso de nuestro método: pasar de conocer las actividades que componen un sector a identificar quién se disputa realmente el mismo trozo del pastel. Porque es ahí donde comienza la comparación competitiva que puede ayudarnos a comprender mejor una empresa y a descubrir oportunidades de inversión que quizá no habíamos considerado al iniciar el análisis.

3. Mapeando nuestras empresas dentro de la cadena de valor

Ahora que hemos comprendido que la aviación comercial está formada por actividades muy diferentes, podemos dar el siguiente paso: situar las empresas que hemos analizado en Vita Soluta dentro de ese ecosistema.

Este ejercicio puede parecer sencillo, pero tiene bastante más importancia de lo que parece. Nos permite identificar qué hace cada compañía, de dónde proceden sus ingresos, qué papel desempeña dentro de la industria y, sobre todo, qué tipo de empresas debemos buscar cuando queramos estudiar su competencia.

Hasta ahora hemos analizado compañías como Airbus, Safran, LOAR Holdings, FTAI Aviation, AerCap, Amadeus, Aena e IAG. Todas están relacionadas con la aviación comercial, pero sus negocios son distintos. Algunas fabrican productos físicos, otras gestionan activos, otras proporcionan tecnología y otras prestan servicios directamente a los pasajeros.

Vamos a situarlas en el mapa y a comprender qué debemos tener en cuenta al analizar cada una.

3.1. Fabricación de aeronaves: Airbus



Empresa analizada: Airbus

Airbus ocupa uno de los lugares más visibles de la cadena de valor: el diseño, desarrollo, fabricación y comercialización de aeronaves completas, tanto comerciales como de otras categorías.

Su actividad consiste en integrar miles de componentes, sistemas y tecnologías en un producto final complejo, que posteriormente se entrega a aerolíneas, arrendadores y otros clientes.

El Negocio

Para comprender el negocio de Airbus, debemos prestar atención a factores como su cartera de pedidos, las entregas de aeronaves, la capacidad de producción, los costes industriales, los problemas de suministro y la demanda de nuevos aviones.

También debemos estudiar su posición frente a Boeing, su principal rival en buena parte del mercado de grandes aviones comerciales. La comparación entre ambas compañías nos permite entender si Airbus está ganando terreno, qué ventajas competitivas posee y cómo influyen los problemas de producción o las decisiones comerciales de su competidor.

Sin embargo, el análisis no termina ahí. Airbus depende de una extensa red de proveedores, entre los que encontramos fabricantes de motores, sistemas y componentes. Por eso, estudiar a empresas como Safran o a determinados proveedores especializados puede ayudarnos a comprender mejor los riesgos de su cadena de suministro.

Aquí aparece una primera idea importante: para analizar una empresa no solo necesitamos conocer a quienes le venden productos similares, sino también a las compañías de las que depende para desarrollar su actividad.

3.2. Motores, componentes y posventa: Safran, LOAR Holdings y FTAI Aviation

Este es uno de los puntos más interesantes de nuestro ejemplo, porque reúne empresas relacionadas con los sistemas aeronáuticos, pero con modelos de negocio que no debemos confundir.



Safran: sistemas aeronáuticos y motores

Safran desarrolla una actividad diversificada que incluye motores aeronáuticos, equipos y sistemas para aeronaves, así como servicios relacionados con su mantenimiento y ciclo de vida.

En el ámbito de los motores comerciales, participa en CFM International, la empresa conjunta con GE Aerospace responsable de familias de motores como el CFM56 y el LEAP. También desarrolla otros negocios aeronáuticos.

Para analizar Safran debemos distinguir sus distintas divisiones y estudiar la competencia correspondiente a cada una, en lugar de tratar toda la compañía como si tuviera un único producto.



LOAR Holdings: componentes especializados

LOAR se centra en componentes y soluciones especializadas para la industria aeroespacial. Su negocio no consiste en fabricar un avión completo ni en desarrollar necesariamente un motor íntegro, sino en suministrar productos y sistemas concretos que cumplen funciones específicas dentro de una aeronave.

En este tipo de compañías resulta especialmente importante investigar las certificaciones, las relaciones con los fabricantes, la especialización de sus productos, las barreras de entrada y la exposición al mercado de repuestos.

Su competencia debe identificarse según las familias de productos y los mercados en los que opera, ya que no todos los fabricantes de componentes ofrecen soluciones intercambiables.



FTAI Aviation: motores, mantenimiento y soluciones de posventa

FTAI tiene una exposición importante a motores comerciales, especialmente mediante la adquisición, reparación, mantenimiento y comercialización de motores y módulos, con una estrategia centrada en determinadas familias de motores y soluciones de posventa.

Su modelo de negocio tiene características distintas a las de un fabricante de motores originales como Pratt & Whitney o a las de un proveedor de componentes como LOAR.

Para entenderla debemos analizar la disponibilidad de motores, la demanda de mantenimiento, los costes y tiempos de reparación, el acceso a piezas y la rentabilidad de sus soluciones. También debemos tener en cuenta que su actividad no se limita a una única operación industrial.

¿Por qué es importante distinguir entre fabricar motores y fabricar componentes o prestar servicios de posventa?
Porque el hecho de que estas empresas trabajen con motores, piezas o sistemas aeronáuticos no significa que compitan directamente en todos sus negocios.

Un fabricante de motores originales desarrolla y comercializa sistemas completos que deben superar complejos procesos de certificación y validación. Un proveedor de componentes fabrica productos específicos que pueden integrarse en esos motores o en otras partes de la aeronave. Una empresa especializada en posventa puede generar ingresos mediante la reparación, la sustitución de módulos o el suministro de piezas para motores que ya están en servicio.

Las tres actividades están relacionadas, pero sus fuentes de ingresos, necesidades de inversión y ventajas competitivas pueden ser muy diferentes.

Además, el mercado de posventa tiene una característica especialmente interesante: una aeronave puede seguir operando durante décadas y necesitar repuestos, reparaciones y mantenimiento mucho después de su fabricación. Por eso, parte del negocio de determinados proveedores no depende únicamente de que se vendan aviones nuevos, sino también del tamaño de la flota instalada y de su utilización.

Esto nos permite identificar varias preguntas que deberíamos investigar:

- ¿La empresa vende principalmente a fabricantes de aeronaves y motores o al mercado de mantenimiento y repuestos?
- ¿Sus productos son exclusivos, están protegidos por certificaciones o pueden sustituirse fácilmente?
- ¿Sus ingresos dependen de las nuevas entregas o de la actividad de las aeronaves que ya están en servicio?
- ¿Quiénes son sus competidores en cada familia de productos?

Responderlas nos ayudará a evitar una comparación superficial entre compañías que, aunque pertenecen a una misma parte del ecosistema, pueden tener perfiles económicos muy diferentes.

3.3. Arrendamiento de aeronaves: AerCap



Empresa analizada: AerCap

AerCap desarrolla su actividad principalmente mediante la adquisición y el arrendamiento de aeronaves y otros activos relacionados con la aviación. Su función consiste en proporcionar a las aerolíneas acceso a aviones sin que estas tengan que adquirir necesariamente toda su flota con recursos propios.

Así, conecta el mercado de fabricación de aeronaves con las necesidades financieras y operativas de las compañías aéreas.

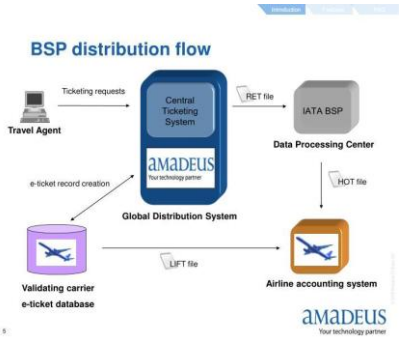
Para estudiar AerCap, debemos fijarnos en la composición y antigüedad de su flota, la demanda de arrendamiento, las condiciones de los contratos, la capacidad de recuperar el valor de sus activos y, especialmente, su estructura de financiación.

El endeudamiento tiene aquí un papel fundamental. A diferencia de un proveedor de componentes que puede desarrollar un negocio relativamente poco intensivo en activos físicos, un arrendador necesita financiar una cartera de aeronaves de elevado valor.

Por eso, sus competidores más relevantes incluyen otros grandes arrendadores, como Air Lease Corporation, aunque debemos comparar el tamaño de sus flotas, su financiación, la calidad de sus activos y sus estrategias comerciales.

También es importante comprender su relación con Airbus y Boeing. AerCap puede realizar pedidos a los fabricantes para ampliar o renovar su flota, pero no compite con ellos en la fabricación de aviones. Opera en una actividad diferente dentro de la misma cadena de valor.

3.4. Tecnología y distribución de viajes: Amadeus



Empresa analizada: Amadeus IT Group

Amadeus es una compañía tecnológica especializada en soluciones para el sector de los viajes. Entre sus actividades se encuentran los sistemas de distribución y reservas, las soluciones tecnológicas para aerolíneas y otros servicios destinados a distintos participantes del sector turístico.

Su función no es transportar pasajeros ni fabricar aeronaves, sino proporcionar herramientas tecnológicas que permiten gestionar y distribuir servicios de viaje.

Este es un ejemplo excelente para entender por qué la cadena de valor va más allá de las empresas que fabrican y operan aviones.

El transporte aéreo necesita sistemas que conecten la oferta de las aerolíneas con agencias de viajes, intermediarios y consumidores. Amadeus participa en ese entorno tecnológico, donde

la competencia incluye a empresas como Sabre y Travelport en determinadas actividades de distribución, así como a otros proveedores tecnológicos en segmentos diferentes.

Al analizar Amadeus, debemos estudiar los ingresos vinculados a las reservas y al volumen de actividad, sus contratos con clientes, la evolución de los viajes, los costes tecnológicos y las barreras que dificultan sustituir sus sistemas.

También debemos evitar un error: no todos los negocios de Amadeus tienen los mismos competidores. Su actividad de distribución no es idéntica a sus soluciones tecnológicas para aerolíneas y aeropuertos. Por eso, las comparaciones deben ajustarse al segmento concreto que estamos estudiando.

3.5. Gestión de infraestructura aeroportuaria: Aena



Empresa analizada: Aena

Aena gestiona una red de aeropuertos y desarrolla actividades relacionadas con la explotación de infraestructuras aeroportuarias y servicios comerciales asociados.

Su posición dentro del ecosistema consiste en proporcionar parte de la infraestructura necesaria para que las aerolíneas puedan operar y los pasajeros accedan a los servicios de transporte aéreo.

Su modelo de negocio es muy distinto al de una aerolínea. Aena no obtiene sus ingresos principalmente de vender billetes para transportar pasajeros, sino de la explotación aeroportuaria y de otras actividades vinculadas a sus instalaciones.

Para estudiarla debemos observar el tráfico de pasajeros, la capacidad de los aeropuertos, las tarifas y el marco regulatorio, las inversiones necesarias, los ingresos comerciales y las condiciones de explotación de sus activos.

¿Quiénes son sus competidores? La respuesta exige matices. En determinados mercados puede existir competencia entre aeropuertos por atraer rutas, aerolíneas o pasajeros, pero los aeropuertos están condicionados por su localización geográfica y sus características. Por ello, la comparación financiera suele realizarse con otros operadores aeroportuarios, teniendo en cuenta las diferencias entre países, concesiones, regulación y composición de los ingresos.

Este ejemplo demuestra que pertenecer al mismo ecosistema no implica competir por el mismo cliente de la misma manera. Una aerolínea y un operador aeroportuario mantienen una relación económica, pero sus intereses, fuentes de ingresos y riesgos no son equivalentes.

3.6. Transporte aéreo: IAG



Empresa analizada: International Airlines Group (IAG)

IAG es un grupo de aerolíneas que incluye marcas como British Airways, Iberia, Vueling y Aer Lingus. Su negocio consiste en transportar pasajeros y carga mediante distintas redes, mercados y modelos operativos.

A diferencia de las empresas anteriores, su relación con el cliente final es directa: debe atraer pasajeros, vender billetes y operar los vuelos de forma rentable.

El análisis de IAG exige comprender la demanda de viajes, los precios de los billetes, la ocupación de los aviones, los costes laborales, el combustible, las rutas, la eficiencia de la flota y la competencia en cada mercado.

Aquí encontramos otra diferencia fundamental: aunque Lufthansa y American Airlines también sean grandes grupos aéreos, no siempre compiten directamente con IAG en las mismas rutas o segmentos. La competencia real depende del origen y destino de los vuelos, las conexiones disponibles, los horarios, los precios y el tipo de pasajero.

> *Una aerolínea puede competir intensamente con otra en una ruta y apenas hacerlo en otra. Por tanto, incluso dentro de una misma actividad, la delimitación del mercado relevante es importante.*

Además, IAG se relaciona con muchos de los otros participantes que hemos estudiado. Puede adquirir aeronaves a fabricantes, alquilarlas a arrendadores, utilizar motores y componentes de diferentes proveedores, operar en aeropuertos gestionados por empresas como Aena y emplear soluciones tecnológicas de compañías como Amadeus.

Estas relaciones nos ayudan a comprender su negocio, pero no convierten automáticamente a todos esos proveedores en competidores suyos.

3.7. El matiz importante: ninguna clasificación sustituye al análisis real del negocio

Después de situar nuestras empresas, podemos tener la tentación de pensar que basta con asignar cada una a una categoría para saber quiénes son sus competidores. Sin embargo, el mapa solo nos ofrece una primera aproximación.

Las empresas pueden desarrollar varias actividades, vender productos diferentes a distintos tipos de clientes o competir únicamente en una parte de sus operaciones. Además, pueden aparecer competidores nuevos que no encajen en las clasificaciones tradicionales, especialmente cuando la tecnología transforma la forma de prestar un servicio.

Por eso, debemos evitar tres errores habituales.

Primer error:
Considerar competidor a cualquier empresa que pertenezca al mismo sector. Airbus e IAG están vinculadas a la aviación comercial, pero una fabrica aviones y la otra los opera para transportar pasajeros. Sus resultados dependen de factores diferentes y no compiten por el mismo producto final.

Segundo error:
Asumir que dos empresas con actividades parecidas son comparables en todos sus negocios. Safran, LOAR, TransDigm y FTAI tienen exposición a distintas partes de la industria aeronáutica, pero no ofrecen exactamente los mismos productos ni generan ingresos de la misma manera. La comparación debe centrarse en los mercados donde realmente existe solapamiento.

Tercer error:
Ignorar a las empresas que no son competidoras directas. Un proveedor puede ayudarnos a comprender los riesgos de una empresa, un cliente puede revelar información sobre la evolución de la demanda y una compañía complementaria puede aportar indicadores útiles sobre el estado del sector.

En definitiva, la clasificación de empresas no es el objetivo final. Es una herramienta para organizar la investigación, formular mejores preguntas y decidir qué compañías merece la pena estudiar con mayor profundidad.

Con este mapa ya tenemos una visión general del ecosistema y sabemos qué papel desempeña cada una de las empresas que hemos analizado. El siguiente paso será reducir el foco: identificar, actividad por actividad, quiénes son los competidores reales, dónde se solapan sus negocios y qué debemos comparar para entender cuál ocupa una mejor posición competitiva.

Porque no se trata de estudiar todas las empresas de un sector por igual, sino de descubrir cuáles pueden enseñarnos más sobre el negocio que queremos analizar.

4. La competencia real, eslabón por eslabón

Una vez que hemos situado nuestras empresas dentro de la cadena de valor de la aviación comercial, llega el momento de responder a una de las preguntas más importantes del análisis fundamental: ¿contra quién compite realmente cada empresa?

La respuesta parece sencilla, pero no siempre lo es. Dos compañías pueden pertenecer al mismo sector y no disputarse los mismos clientes. Otras pueden competir directamente en un producto, colaborar en otro y depender mutuamente para desarrollar un tercero.

Por eso, no basta con elaborar una lista de empresas del mismo sector. Necesitamos entender qué venden, a quién se lo venden, qué necesidades resuelven y en qué mercados se enfrentan.

Vamos a aplicar este criterio a las empresas que hemos analizado en Vita Soluta.

4.1. Fabricación de aeronaves: Airbus frente a Boeing



Airbus
Fabricante europeo de aeronaves comerciales y otros sistemas aeroespaciales.



Boeing
Fabricante estadounidense de aeronaves comerciales y otros sistemas aeroespaciales.

La rivalidad entre Airbus y Boeing es uno de los ejemplos más conocidos de competencia dentro de la industria. Ambas compañías diseñan, fabrican y venden aviones comerciales a aerolíneas, empresas de leasing y otros clientes.

En buena parte del mercado de grandes aviones comerciales, ambas concentran gran parte de la oferta. Esto genera una estructura competitiva cercana a un duopolio, aunque no significa que sean los únicos fabricantes de aeronaves en todas las categorías ni que no existan otros participantes, como COMAC en China.

¿Por qué es importante conocer esta relación?
Imaginemos que una aerolínea necesita renovar su flota. Puede comparar modelos de Airbus y Boeing atendiendo a factores como el consumo de combustible, la capacidad, la autonomía, los costes de mantenimiento, los plazos de entrega y la disponibilidad de financiación. Una ventaja significativa en alguno de estos aspectos puede inclinar una decisión de compra hacia uno de los fabricantes.

Por tanto, si analizamos Airbus, no deberíamos limitarnos a estudiar su facturación, sus márgenes y su cartera de pedidos. También debemos observar qué sucede con Boeing: sus entregas, sus problemas de producción, sus retrasos, la evolución de sus modelos y la capacidad de ambos fabricantes para atender la demanda.

Sin embargo, hay un matiz esencial: que Boeing atraviese dificultades no garantiza automáticamente que Airbus vaya a beneficiarse. Airbus también puede tener problemas de producción, sufrir limitaciones de proveedores o carecer de capacidad para absorber los pedidos que su rival no consigue atender.

El análisis competitivo nos ayuda a identificar una posible oportunidad, pero necesitamos comprobar si la empresa dispone de los medios para aprovecharla.

4.2. Motores y componentes: un mercado con varios niveles de competencia

Este eslabón requiere especial cuidado porque agrupa negocios que pueden parecer similares desde fuera, pero que ocupan posiciones diferentes dentro de la industria.

No es lo mismo desarrollar y fabricar un motor completo que producir un componente especializado o reparar motores que ya están en servicio.

Safran: competencia en motores, equipos y servicios



Safran

Safran desarrolla motores y numerosos sistemas y equipos aeronáuticos, además de prestar servicios de mantenimiento. Por eso, no tiene un único grupo de competidores: estos cambian según la división, el producto y el programa aeronáutico que estemos estudiando.

En motores de aviación comercial, encontramos nombres como GE Aerospace, Pratt & Whitney y Rolls-Royce. Pero sería incorrecto afirmar que todos compiten entre sí en todos los modelos de avión.

Los fabricantes participan en programas concretos, con diferentes arquitecturas de motor, certificaciones y acuerdos comerciales. Por ejemplo, Safran y GE Aerospace son socios en CFM International, la empresa conjunta responsable de familias de motores muy relevantes para la aviación comercial. En otros productos o programas pueden mantener posiciones distintas.

Esto nos enseña algo importante: una relación empresarial no siempre es exclusivamente competitiva. Dos compañías pueden colaborar en un programa y competir en otros mercados.

Al analizar Safran, conviene separar sus distintas actividades y comparar cada una con sus rivales correspondientes. De lo contrario, podríamos sacar conclusiones equivocadas a partir de una comparación demasiado general.

LOAR Holdings y TransDigm: la especialización como ventaja competitiva



LOAR Holdings y TransDigm

Estas empresas permiten estudiar otro modelo de negocio: el de los componentes especializados que se incorporan a aeronaves y pueden generar ventas tanto en la fabricación inicial como durante la vida útil del avión.

En este mercado, la competencia no se limita a quién fabrica más piezas o quién vende a menor precio. También importan las certificaciones, la fiabilidad, la especialización técnica, la relación con los fabricantes y la dificultad de sustituir un componente una vez integrado en un sistema aeronáutico.

TransDigm es un buen ejemplo de un grupo que ha construido su negocio alrededor de componentes especializados, muchos de ellos destinados a aplicaciones en las que la certificación y los requisitos técnicos dificultan la entrada de nuevos proveedores.

LOAR también opera en el ámbito de los componentes y sistemas aeroespaciales especializados. Sin embargo, no debemos asumir que LOAR y TransDigm compiten directamente en todos sus productos. La comparación debe hacerse identificando las categorías concretas en las que sus ofertas coinciden.

Esta distinción es especialmente importante al analizar empresas que fabrican piezas de nicho. Dos compañías pueden compartir un modelo de negocio parecido sin disputarse los mismos contratos.

FTAI Aviation: el negocio de los motores que ya están en servicio



FTAI Aviation

FTAI centra una parte importante de su actividad en motores comerciales, su mantenimiento y reparación, y soluciones relacionadas con su vida útil y disponibilidad.

Su posición nos lleva a un mercado diferente del de la fabricación de aeronaves nuevas: el aftermarket, es decir, el mercado de productos y servicios posventa.

Una vez que un motor entra en servicio, necesita mantenimiento, reparaciones y, con el tiempo, sustitución de piezas o intervenciones de mayor alcance. Esta demanda puede continuar durante muchos años, incluso cuando el modelo de avión ya no se fabrica.

En este terreno, FTAI puede compararse con empresas que ofrecen servicios o soluciones para motores similares, pero la selección de competidores exige estudiar las familias de motores, los servicios ofrecidos y el modelo operativo de cada empresa.

También hay que distinguir entre una empresa que vende componentes, otra que realiza mantenimiento y otra que adquiere, repara o comercializa motores y módulos. Sus actividades pueden coincidir parcialmente sin ser equivalentes.

¿Qué debemos aprender de este eslabón? Que la etiqueta «aeroespacial» es demasiado amplia para construir una comparación financiera rigurosa. Antes de comparar márgenes, crecimiento o valoración entre Safran, LOAR, TransDigm y FTAI, necesitamos comprobar qué parte de sus negocios es realmente comparable.

4.3. Leasing de aeronaves: AerCap frente a Air Lease Corporation



AerCap

AerCap adquiere y alquila aeronaves y otros activos de aviación a clientes como las aerolíneas. Su negocio depende de la gestión de la flota, la financiación, los contratos de arrendamiento y el valor de los activos a lo largo del tiempo.

En este eslabón, uno de sus comparables más relevantes es Air Lease Corporation. Ambas compañías se dedican al arrendamiento de aeronaves, aunque su escala, composición de flota, estrategia de adquisición y estructura financiera pueden ser diferentes.

También existen otros grandes arrendadores, por lo que no debemos limitar el análisis a dos empresas. El objetivo es seleccionar compañías cuyo modelo de negocio permita una comparación útil.

¿Qué deberíamos observar?

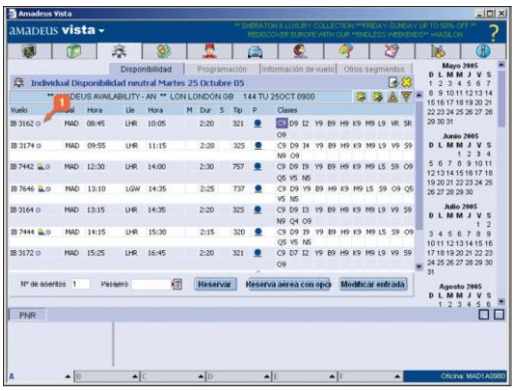
- Crecimiento de la flota: cuántos aviones incorpora la empresa y qué oportunidades de expansión tiene.
- Rentabilidad de los activos: qué ingresos y beneficios obtiene de los aviones que posee.
- Endeudamiento y coste de financiación: comprar aeronaves exige mucho capital, por lo que el acceso a financiación y su precio son determinantes.
- Calidad de los contratos: duración, condiciones, solvencia de los clientes y riesgos asociados a la devolución de los aviones.
- Valor residual: cuánto pueden valer las aeronaves cuando termina el arrendamiento y qué posibilidades existen de recolocarlas con otro cliente.

Aquí aparece una diferencia importante respecto a Airbus. Aunque ambas empresas están vinculadas a las aeronaves comerciales, Airbus fabrica y vende aviones, mientras que AerCap invierte en esos activos para obtener ingresos mediante su arrendamiento y gestión.

De hecho, ambos negocios pueden estar conectados comercialmente: una empresa de leasing puede comprar aeronaves a Airbus y posteriormente alquilárselas a una aerolínea. No son necesariamente rivales; pueden formar parte de una misma operación económica.

Por tanto, para analizar AerCap, la comparación con otros lessors suele ser más útil que compararla directamente con Airbus. Esta última puede ayudarnos a entender la oferta de aeronaves y los plazos de entrega, pero no constituye un comparable financiero directo.

4.4. Tecnología y distribución: Amadeus frente a Sabre y Travelport



Amadeus

Amadeus proporciona tecnología para el sector de los viajes, incluidos sistemas utilizados por aerolíneas, agencias y otros participantes del mercado turístico.

En el ámbito de la distribución global de viajes, sus competidores más conocidos incluyen Sabre y Travelport.

Estas empresas permiten conectar diferentes actores del sector: aerolíneas, agencias de viajes y otros proveedores. Pero sus carteras de productos no son idénticas, de modo que la competencia debe estudiarse por actividad y tipo de cliente.

Para un análisis fundamental de Amadeus, podemos investigar cuestiones como:

- La evolución de las reservas y las transacciones procesadas.
- La capacidad para captar y retener clientes.
- La expansión de sus soluciones tecnológicas para aerolíneas y otros proveedores.
- Los costes de desarrollo, mantenimiento e innovación.
- La presión competitiva de otras plataformas y las soluciones tecnológicas alternativas.

También debemos distinguir entre competir por distribuir contenido turístico y competir por proporcionar sistemas informáticos a una aerolínea. Son actividades relacionadas, pero sus clientes, contratos y fuentes de ingresos pueden ser diferentes.

Por ejemplo, si Amadeus crece, necesitamos averiguar si está captando negocio de sus rivales, si está aumentando la actividad del mercado o si está expandiendo otras líneas de productos. Las tres situaciones pueden impulsar sus ingresos, pero tienen implicaciones distintas para valorar la fortaleza competitiva de la empresa.

La lección es sencilla: incluso cuando identificamos competidores directos, debemos comprobar en qué parte del negocio se produce la competencia antes de comparar sus resultados.

4.5. Gestión aeroportuaria: por qué Aena juega un partido diferente



Aena

Aena gestiona aeropuertos y obtiene ingresos de la actividad aeroportuaria y de los servicios comerciales vinculados a sus instalaciones.

Aena plantea una particularidad interesante para nuestro método: su actividad está relacionada con el transporte aéreo, pero no compite por pasajeros de la misma manera que una aerolínea.

Una aerolínea puede intentar convencer a un pasajero para que vuele con ella en lugar de hacerlo con otra compañía. Un aeropuerto, en cambio, ofrece infraestructura y servicios para

que operen las aerolíneas y transiten los pasajeros. Su posición depende de factores como la ubicación, la conectividad, la capacidad, las rutas disponibles, la regulación y el atractivo de su área de influencia.

Por eso, comparar Aena directamente con IAG sería un error. Ambas pueden beneficiarse del crecimiento del tráfico aéreo, pero monetizan esa actividad de formas distintas y soportan estructuras de costes y riesgos diferentes.

¿Con quién deberíamos comparar Aena?

Con otros operadores aeroportuarios, teniendo en cuenta las diferencias entre sus redes y los mercados en los que operan. En Europa, podemos estudiar operadores como Aéroports de Paris o Fraport. También pueden ser relevantes otros grupos internacionales si su actividad y estructura permiten una comparación adecuada.

No obstante, tampoco aquí basta con seleccionar empresas que gestionan aeropuertos. Un operador con una gran red internacional no es necesariamente comparable con otro que concentra su actividad en un solo aeropuerto o en un mercado regulatorio distinto.

Para realizar una comparación útil, conviene analizar:

- Tráfico de pasajeros: evolución, composición y perspectivas de crecimiento.
- Ingresos por pasajero: tanto aeroportuarios como comerciales, según el modelo de cada operador.
- Rentabilidad y costes: incluyendo el peso de los costes fijos y la eficiencia operativa.
- Inversiones: ampliaciones de terminales, pistas y otras infraestructuras.
- Regulación y concesiones: qué capacidad tiene el operador para fijar tarifas, realizar inversiones y generar rentabilidad.

También es importante recordar que los aeropuertos no siempre compiten en un mercado abierto y homogéneo. Su ubicación geográfica, la disponibilidad de alternativas cercanas y las condiciones regulatorias pueden limitar la competencia.

En consecuencia, un aumento de pasajeros puede beneficiar a Aena, pero no debemos interpretar automáticamente ese crecimiento como una victoria frente a otro operador aeroportuario. Primero hay que estudiar cómo evoluciona el mercado en el que opera y qué capacidad tiene para convertir ese tráfico en beneficios y flujo de caja.

4.6. Aerolíneas: IAG frente a los grandes grupos europeos y las compañías de bajo coste



IAG

International Airlines Group agrupa aerolíneas como British Airways, Iberia, Vueling y Aer Lingus. Su competencia depende de las rutas, los clientes y los segmentos de mercado en los que participa cada compañía del grupo.

El mercado de las aerolíneas parece, a primera vista, más sencillo: unas compañías transportan pasajeros y compiten con otras por vender billetes. Sin embargo, la competencia real depende mucho de la ruta, el tipo de viajero y el modelo operativo.

Para IAG, podemos distinguir dos grandes grupos de competidores.

1. Grandes grupos tradicionales europeos

Entre ellos se encuentran Lufthansa Group y Air France-KLM. Estos grupos permiten comparar aspectos como la red de rutas, el tráfico de conexión, la presencia en aeropuertos principales, la flota, los costes laborales y la rentabilidad de sus operaciones.

2. Aerolíneas de bajo coste

Compañías como Ryanair y easyJet pueden competir con algunas aerolíneas de IAG, especialmente en rutas de corto y medio radio donde existe solapamiento.

Sin embargo, no todas las aerolíneas compiten en todos los mercados. British Airways tiene una presencia importante en vuelos de largo radio y conexiones internacionales; Vueling está más orientada a determinados mercados de corto y medio radio. Por tanto, los competidores relevantes cambian según la aerolínea del grupo que estemos analizando.

Esta distinción importa porque las compañías tradicionales y las de bajo coste pueden tener estructuras de costes, políticas comerciales, redes y fuentes de ingresos diferentes. Una comparación directa de márgenes o rentabilidad sin tener en cuenta esas diferencias puede conducir a conclusiones engañosas.

Por ejemplo, si IAG mejora sus resultados, necesitamos estudiar si se debe a una mayor demanda, mejores tarifas, una reducción de costes, una mejora en la ocupación de sus aviones o una ganancia de cuota frente a sus rivales. También debemos considerar factores externos, como el precio del combustible, las restricciones de capacidad aeroportuaria o los conflictos laborales.

Y existe otro matiz: dos aerolíneas pueden competir en una ruta y colaborar en otra mediante acuerdos comerciales o alianzas. La relación competitiva no siempre se limita a una oposición absoluta.

Por eso, en el caso de IAG, la unidad de análisis no debería ser únicamente el sector aéreo europeo, sino también las rutas, los segmentos de clientes y los modelos de negocio en los que se desarrolla la competencia.

4.7. Qué nos enseña este mapa de competidores

Después de recorrer los distintos eslabones, podemos extraer tres conclusiones que sirven para cualquier análisis fundamental.

Primera: los competidores se identifican por el mercado en el que operan, no por la etiqueta sectorial. Airbus y Boeing compiten en la fabricación de grandes aviones comerciales; Amadeus y Sabre coinciden en determinadas áreas de tecnología y distribución; AerCap y Air Lease son comparables por su negocio de leasing. Pero no tendría sentido tratarlos a todos como rivales directos.

Segunda: una misma empresa puede tener varios grupos de competidores. Safran, por ejemplo, opera en distintas actividades y necesita comparaciones diferentes según el producto o servicio. Lo mismo ocurre con los grupos de aerolíneas que abarcan varios segmentos.

Tercera: los competidores no son siempre empresas idénticas. Podemos comparar compañías con modelos similares para estudiar sus resultados, pero también empresas diferentes para entender amenazas concretas. Una nueva tecnología, un proveedor alternativo o un cambio en el comportamiento del cliente puede alterar la posición competitiva de una empresa sin que aparezca un rival idéntico.

En definitiva, conocer a los competidores nos permite interpretar mejor los resultados de una compañía, pero todavía podemos profundizar más. No basta con saber quién compite con quién: debemos entender qué información obtenemos al compararlos y cómo puede cambiar nuestra valoración de la empresa.

Ese será el siguiente paso: analizar qué nos enseñan realmente los competidores sobre el crecimiento, las ventajas competitivas, los riesgos y el valor de una compañía.

Nota de rigor para el artículo: he evitado presentar el mercado de grandes aviones comerciales como un duopolio absoluto, porque existen fabricantes como COMAC y Embraer en segmentos relevantes. También he distinguido la relación de Safran con GE Aerospace, ya que ambas colaboran en CFM International, y he separado el negocio de posventa de FTAI de la fabricación de componentes de LOAR. Estas diferencias están respaldadas por documentación corporativa de Airbus, Safran, LOAR y FTAI.

5. Por qué importa saber quién compite con quién: tres ejemplos prácticos

Hasta ahora hemos aprendido a distinguir los distintos eslabones de la cadena de valor de la aviación comercial y a identificar qué empresas compiten realmente entre sí. Pero podríamos preguntarnos: ¿para qué sirve todo este trabajo cuando queremos analizar una empresa e invertir en ella?

La respuesta es que conocer a los competidores nos permite interpretar mejor las noticias, evaluar la calidad del crecimiento de una compañía y entender hasta qué punto su posición en el mercado es difícil de replicar.

Vamos a verlo con tres ejemplos prácticos.

5.1. Cómo una noticia sobre Boeing puede mover la cotización de Airbus

Imaginemos que Boeing anuncia un problema de producción que obliga a retrasar las entregas de varios aviones comerciales. La noticia afecta directamente a Boeing, pero también puede provocar movimientos en la cotización de Airbus, aunque esta última no haya anunciado ninguna novedad.

¿Por qué sucede?

Porque los inversores no valoran una empresa únicamente por lo que hace hoy. También intentan anticipar cómo cambiarán sus resultados futuros y qué acontecimientos pueden beneficiar o perjudicar a sus competidores.

En este caso, el razonamiento podría ser el siguiente:

1. Boeing anuncia problemas de producción

Se retrasan entregas o disminuye la capacidad de atender pedidos.

2. Algunas aerolíneas buscan alternativas

Pueden intentar reasignar pedidos o recurrir a otros fabricantes, cuando sea viable.

3. El mercado revisa las perspectivas de Airbus

Los inversores valoran si podría ganar pedidos, cuota de mercado o poder de negociación.

4. La cotización de Airbus puede reaccionar

Incluso antes de que se produzca una mejora real en sus resultados.

Anticipación del mercado

Este ejemplo muestra cómo funciona la anticipación del mercado. Los inversores pueden empezar a descontar una posible mejora de los resultados de Airbus mucho antes de que esa mejora aparezca en sus cuentas.

Pero hay una advertencia importante: una noticia negativa para un competidor no es necesariamente positiva para la empresa que estamos analizando.

Airbus podría tener sus propias limitaciones de producción, problemas de suministro o una cartera de pedidos que ya exceda su capacidad disponible. Además, los aviones no siempre son intercambiables: una aerolínea no puede sustituir inmediatamente cualquier modelo de Boeing por otro de Airbus sin considerar certificaciones, motores, formación de pilotos, mantenimiento y calendarios de entrega.

También puede suceder que el mercado interprete que los problemas de Boeing revelan dificultades generales en la cadena de suministro o en la industria, y que eso perjudique a otros fabricantes.

Por tanto, el método correcto no consiste en concluir que «Boeing cae, Airbus sube», sino en formular una hipótesis y comprobarla:

- ¿Qué productos o clientes podrían verse afectados?
- ¿Puede Airbus atender la demanda adicional?

- ¿Existe evidencia de que está ganando pedidos o cuota de mercado?
- ¿El mercado está reaccionando a una mejora probable del negocio o simplemente a expectativas de corto plazo?

Esta forma de razonar nos ayuda a diferenciar una reacción bursátil de una mejora real en los fundamentos de la empresa.

5.2. La cuota de mercado: cómo distinguir el crecimiento ganado del crecimiento impulsado por el sector

El segundo ejemplo es especialmente útil para interpretar los resultados financieros.

Imaginemos dos empresas que fabrican componentes aeronáuticos. Ambas aumentan sus ventas un 10 % durante el año. A primera vista, podríamos pensar que han tenido un rendimiento equivalente.

Sin embargo, al estudiar el mercado descubrimos que el sector ha crecido un 15 %.

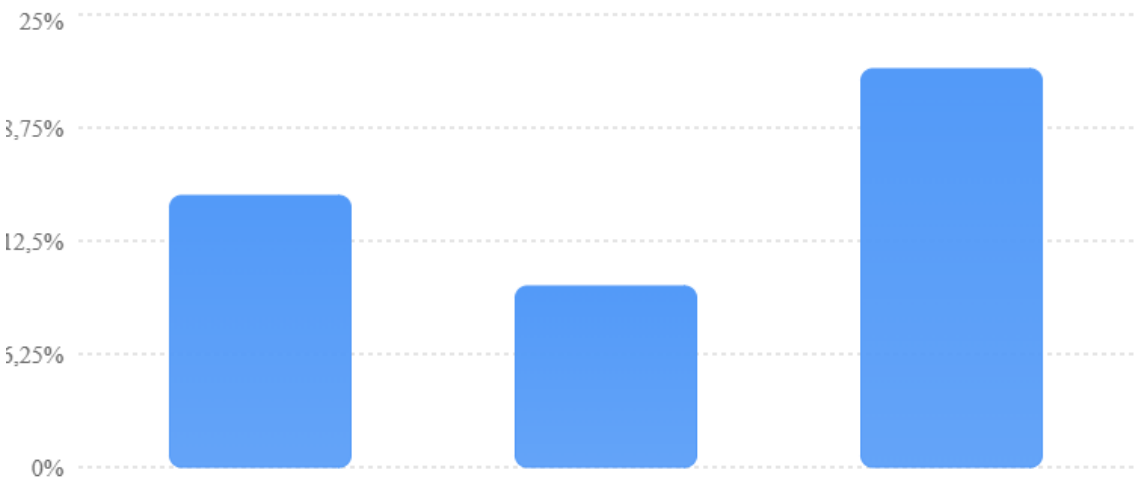
La interpretación cambia: las dos empresas han aumentado sus ventas, pero lo han hecho a un ritmo inferior al del mercado. Si las cifras son comparables, podrían estar perdiendo cuota de mercado.

Ahora imaginemos que una tercera empresa aumenta sus ventas un 22 %. En principio, su crecimiento supera al del sector, lo que podría indicar que está captando clientes, vendiendo más productos por cliente o beneficiándose de una combinación más favorable de productos.

Veamos el ejemplo con cifras sencillas.

Crecimiento anual de ventas

Ejemplo hipotético para comparar tres empresas con un mercado que crece un 15 %.



En este escenario, la empresa A crece menos que el mercado, mientras que la empresa B crece más. Pero debemos interpretar estas diferencias con cuidado: el crecimiento superior al mercado es una señal que merece investigación, no una prueba definitiva de que la empresa sea mejor.

Cuota de mercado

Para utilizar la cuota de mercado correctamente, primero necesitamos definir el mercado relevante. No basta con comparar los ingresos de una empresa con los de todo el sector aeroespacial. Debemos utilizar una categoría de producto, una región o un grupo de clientes que tenga sentido para su actividad.

Por ejemplo:

- Para Airbus, podemos estudiar su cuota de entregas o pedidos dentro de determinadas categorías de aeronaves comerciales.
- Para Amadeus, podemos analizar métricas de actividad o participación en los segmentos de distribución en los que compite.
- Para Aena, resulta más útil estudiar el tráfico de sus aeropuertos y su evolución frente a aeropuertos comparables que intentar calcular una cuota genérica de toda la aviación europea.
- Para IAG, podemos estudiar su posición en rutas concretas, capacidad ofertada y otros indicadores pertinentes para cada mercado.

La métrica adecuada depende del negocio. En algunos mercados serán las unidades vendidas; en otros, los ingresos, las reservas procesadas, los pasajeros transportados o la capacidad disponible.

¿Crecer por encima del mercado siempre es bueno?

No necesariamente.

Una empresa puede ganar cuota de mercado reduciendo precios, aceptando contratos menos rentables o aumentando sus gastos comerciales. En ese caso, el crecimiento podría ir acompañado de una caída de márgenes o de una menor generación de caja.

Del mismo modo, una compañía puede crecer por debajo del mercado y estar tomando decisiones razonables: abandonar clientes poco rentables, reducir su exposición a productos en declive o concentrarse en actividades con mejores retornos.

Por eso, la cuota de mercado debe combinarse con otras preguntas:

- ¿Crece la empresa más que el mercado al que realmente se dirige?
- ¿Ese crecimiento procede de más unidades, mayores precios, adquisiciones o cambios en la combinación de productos?
- ¿Mantiene o mejora sus márgenes?
- ¿Genera más flujo de caja y obtiene una rentabilidad adecuada sobre el capital invertido?
- ¿La evolución parece sostenible o depende de circunstancias temporales?

Hay otra dificultad: el ciclo puede distorsionar las comparaciones. Si aumenta con fuerza la demanda de viajes, pueden mejorar los resultados de aerolíneas, aeropuertos, arrendadores y fabricantes, aunque sus posiciones competitivas no hayan cambiado demasiado.

La clave es separar dos preguntas: cuánto está creciendo el mercado y qué está haciendo la empresa para crecer por encima, al mismo ritmo o por debajo de él.

Esta distinción nos permite comprender mejor la calidad del crecimiento y evitar atribuir automáticamente a la dirección de una compañía los beneficios de un entorno favorable.

5.3. Las barreras de entrada: ¿cuántos competidores pueden desafiar realmente a una empresa?

El tercer ejemplo nos lleva a una de las cuestiones centrales del análisis competitivo: las barreras de entrada.

Una empresa puede disfrutar de buenos resultados durante varios años, pero si cualquier competidor puede replicar su producto rápidamente y venderlo a un precio inferior, su rentabilidad podría deteriorarse con facilidad.

En cambio, si entrar en su mercado exige enormes inversiones, certificaciones complejas, conocimientos técnicos especializados o relaciones comerciales difíciles de construir, puede resultar mucho más complicado que aparezcan nuevos rivales capaces de desplazarla.

Por eso, al analizar una empresa no basta con contar cuántos competidores existen hoy. Necesitamos entender cuántos competidores pueden entrar, crecer y desafiar de forma viable su posición.

Tres ejemplos dentro de la aviación comercial



Fabricación de grandes aviones comerciales

Desarrollar una aeronave competitiva requiere enormes inversiones, ingeniería avanzada, certificación, una cadena de suministro global, asistencia técnica y capacidad para producir durante años. Además, las aerolíneas necesitan confiar en que el fabricante podrá mantener sus aviones en servicio durante décadas.

Estas exigencias dificultan la entrada de nuevos competidores a gran escala. Por eso, en este mercado encontramos una concentración mucho mayor que en otras actividades industriales.



Componentes aeronáuticos especializados

La barrera de entrada puede estar en una pieza concreta, una certificación, la experiencia acumulada o la integración en un sistema de un fabricante. Una empresa pequeña puede ocupar una posición valiosa en un nicho sin competir con los grandes fabricantes de motores.

Sin embargo, la protección no es idéntica para todos los componentes: depende de su importancia, de la existencia de alternativas y de lo difícil que resulte homologar un proveedor nuevo.



Tecnología y distribución de viajes

Una plataforma puede beneficiarse de integraciones con clientes, relaciones comerciales, sistemas complejos y costes de cambio. Sustituir una solución tecnológica puede requerir tiempo, recursos y una transición cuidadosa.

Aun así, la digitalización, las soluciones desarrolladas por los propios clientes y otros canales de distribución pueden alterar el equilibrio competitivo. Una barrera de entrada no significa que el negocio esté protegido frente a cualquier cambio.

Estos casos ilustran por qué no podemos aplicar la misma interpretación a todos los mercados.

En la fabricación de grandes aviones comerciales, crear un competidor a escala mundial exige recursos extraordinarios. En el mercado de componentes, puede haber nichos con pocos proveedores cualificados, pero también categorías con más alternativas. En tecnología, las barreras pueden derivar de las integraciones y los costes de cambio, aunque la innovación puede modificar la posición de los participantes.

El número de competidores es una pista, no una conclusión

Supongamos que una empresa opera en un mercado con solo tres proveedores relevantes. Eso podría reflejar barreras de entrada elevadas, pero también podría deberse a que el mercado es pequeño, poco rentable o difícil de atender.

Por el contrario, que existan veinte competidores no significa automáticamente que ninguno pueda obtener ventajas competitivas. Puede haber diferencias importantes de escala, costes, marca, distribución o especialización.

Para evaluar las barreras de entrada, debemos preguntarnos:

1. ¿Qué inversión necesita un nuevo participante? No solo para desarrollar el producto, sino también para producirlo, venderlo y mantenerlo.

2. ¿Qué certificaciones, conocimientos o relaciones necesita? En sectores regulados o técnicamente complejos, superar estas exigencias puede llevar años.
3. ¿Qué ventaja tienen las empresas instaladas? Puede ser su escala, sus costes, su tecnología, su reputación o su acceso a clientes.
4. ¿Qué alternativas tienen los compradores? Si pueden cambiar fácilmente de proveedor, será más difícil defender precios y márgenes.
5. ¿Está cambiando la tecnología? Una innovación puede reducir las barreras existentes o crear otras nuevas.

Estas preguntas son especialmente útiles al estudiar compañías con altos márgenes y retornos sobre el capital. Nos ayudan a distinguir entre una rentabilidad elevada que puede atraer nuevos competidores y otra que está respaldada por ventajas difíciles de reproducir.

También debemos recordar que las barreras de entrada no garantizan una buena inversión. Una empresa puede disfrutar de una posición competitiva excelente y, aun así, estar demasiado cara en bolsa. La calidad del negocio y el precio que pagamos por sus acciones son dos cuestiones diferentes.

5.4. Cómo aplicar estas tres ideas a nuestras inversiones

Los tres ejemplos anteriores muestran que el análisis de competidores sirve para algo más que elaborar una lista de empresas similares. Nos ayuda a construir hipótesis y a comprobarlas con información concreta.

Cuando analicemos una compañía, podemos seguir esta secuencia:

- Ante una noticia: identificar qué competidores pueden verse afectados y estudiar si el acontecimiento cambia realmente las perspectivas del negocio.
- Ante un crecimiento elevado: compararlo con el mercado relevante y comprobar si se traduce en una mejora de rentabilidad y generación de caja.
- Ante una empresa con márgenes elevados: estudiar las barreras de entrada y averiguar si su posición puede resistir la aparición de nuevos competidores.

El objetivo no es adivinar cada movimiento bursátil ni encontrar una explicación competitiva para todas las variaciones del precio. Es comprender mejor el negocio, sus riesgos y las condiciones que pueden sostener sus resultados en el futuro.

Y todavía falta una pieza fundamental. Incluso una empresa bien posicionada, con pocos competidores y barreras de entrada importantes, puede atravesar dificultades si cambia el entorno económico. A la inversa, un negocio mediocre puede presentar temporalmente resultados excelentes cuando todo su mercado crece con fuerza.

Por eso, el siguiente paso será estudiar el ciclo económico de la aviación comercial y comprender por qué un mismo cambio en la demanda puede afectar de manera muy diferente a fabricantes, arrendadores, aeropuertos y aerolíneas.

6. El ciclo económico del sector aeroespacial: una pieza que afecta a todos los eslabones por igual, pero no del mismo modo

Hasta ahora hemos visto cómo identificar a los competidores de una empresa, comparar su crecimiento y analizar las barreras que protegen su posición en el mercado. Sin embargo, hay un factor que puede alterar todos estos elementos: el ciclo económico.

Imaginemos que una empresa aumenta sus ingresos, mejora sus márgenes y genera más caja durante varios años. A primera vista, podríamos pensar que su dirección está ejecutando una estrategia excelente y que su ventaja competitiva se está fortaleciendo.

Pero ¿y si parte de esa mejora se debe a que el turismo crece con fuerza, las aerolíneas amplían sus flotas y aumenta la demanda de transporte aéreo en todo el mundo?

En ese caso, los resultados no dependerían únicamente de la calidad de la empresa. También estarían impulsados por un entorno favorable que podría cambiar en el futuro.

Esta es una de las razones por las que el análisis sectorial resulta tan importante: nos ayuda a distinguir entre lo que una compañía consigue gracias a sus propias fortalezas y lo que obtiene porque las condiciones del mercado juegan a su favor.

6.1. ¿Por qué la aviación es un sector cíclico?

La industria de la aviación comercial está estrechamente vinculada a la actividad económica, el turismo, el comercio internacional y la confianza de consumidores y empresas.

Cuando la economía crece, los hogares suelen disponer de más recursos para viajar y las empresas pueden aumentar sus desplazamientos por motivos profesionales. El turismo gana dinamismo, las aerolíneas pueden ampliar rutas y frecuencias, y aumenta la necesidad de aeronaves, servicios aeroportuarios y soluciones tecnológicas.

Cuando la economía se debilita, puede ocurrir lo contrario. Los consumidores reducen determinados gastos, las empresas recortan viajes, algunas aerolíneas ajustan su capacidad y las decisiones de inversión se vuelven más prudentes.

A este comportamiento se suman otros factores específicos de la industria:

- El precio del combustible: puede alterar significativamente los costes de las aerolíneas y modificar sus márgenes.
- Los tipos de interés y las condiciones de financiación: afectan especialmente a negocios intensivos en capital, como el leasing de aeronaves y la fabricación de aviones.
- Los acontecimientos geopolíticos: pueden cerrar espacios aéreos, alterar rutas, reducir la demanda en determinadas regiones o encarecer las operaciones.
- Las restricciones de oferta: la falta de aeronaves, motores o componentes puede limitar la capacidad de crecimiento incluso cuando existe una demanda elevada.
- Las crisis sanitarias o las restricciones a la movilidad: pueden provocar caídas extraordinarias del tráfico aéreo, como ocurrió durante la pandemia de COVID-19.

Por tanto, no debemos interpretar la aviación como un sector que se mueve exclusivamente al ritmo del PIB. La economía general es un factor importante, pero también influyen acontecimientos específicos que pueden amplificar o alterar el ciclo.

Además, el ciclo no afecta de la misma manera a todos los eslabones de la cadena de valor. Algunos negocios notan los cambios en la demanda casi inmediatamente; otros los experimentan con retraso, a través de los pedidos, las inversiones o la renovación de las flotas.

6.2. Una misma crisis, tres efectos diferentes: IAG, Airbus y AerCap

Para entenderlo, vamos a comparar tres modelos de negocio que ya conocemos: una aerolínea, un fabricante de aeronaves y una empresa de leasing.



1. IAG: el efecto puede llegar rápidamente a los ingresos

Una aerolínea obtiene una parte importante de sus ingresos del transporte de pasajeros y mercancías. Si los consumidores reducen sus viajes o las empresas recortan desplazamientos, la demanda puede debilitarse en poco tiempo.

La compañía puede responder ajustando tarifas, reduciendo frecuencias o modificando rutas. Sin embargo, no todos sus costes se reducen al mismo ritmo que los ingresos: mantener una flota, pagar personal y operar una red requiere recursos.

Por eso, una caída relativamente pequeña de los ingresos puede provocar una reducción proporcionalmente mayor del beneficio si los costes no se adaptan con rapidez.



2. Airbus: el impacto puede llegar a través de los pedidos y la producción

La compra de un avión comercial es una decisión de inversión de gran magnitud. Las aerolíneas y las empresas de leasing planifican sus necesidades de flota con años de antelación, de modo

que los pedidos pueden reflejar expectativas de demanda futura y no únicamente la situación económica actual.

Cuando la demanda se debilita, algunos clientes pueden aplazar entregas, renegociar sus planes o revisar sus pedidos. Pero el impacto en la producción y los ingresos del fabricante depende de la cartera de pedidos, los contratos, la disponibilidad de componentes y su capacidad de entrega.

Esto puede generar un desfase temporal: la economía puede empezar a deteriorarse antes de que la debilidad se refleje plenamente en los resultados del fabricante.



3. AerCap: los contratos pueden amortiguar el impacto inicial, pero no eliminarlo

Una empresa de leasing obtiene ingresos del alquiler de aeronaves durante períodos contractuales que pueden extenderse durante años. Por eso, una caída repentina de la demanda de viajes no implica necesariamente que todos sus ingresos desaparezcan de inmediato.

Sin embargo, si una aerolínea atraviesa dificultades financieras, puede solicitar renegociaciones, dejar de pagar o devolver aviones. Además, cuando un contrato termina, el arrendador puede encontrar más dificultades para colocar la aeronave o tener que aceptar condiciones menos favorables.

A esto se suman los costes de financiación y el valor de los activos. Una crisis prolongada puede afectar tanto a los ingresos futuros como al riesgo financiero y al valor económico de la flota.

Los tres negocios están vinculados a la misma industria, pero la transmisión del ciclo es distinta:

Empresa	Primer canal de impacto	Posible desfase
IAG	Demanda de pasajeros, tarifas y costes operativos	Puede ser rápido
Airbus	Pedidos, cancelaciones o aplazamientos, producción y entregas	Puede manifestarse a lo largo de varios años
AerCap	Solvencia de clientes, renovaciones de contratos, valor de aeronaves y financiación	Puede aparecer gradualmente y prolongarse

La tabla es una simplificación: el momento y la magnitud del impacto dependen de cada crisis, la situación financiera de la empresa y las condiciones de sus contratos.

La idea fundamental es que no podemos aplicar la misma lectura del ciclo a todas las compañías de un sector. Para comprender una empresa, debemos identificar por qué canal recibe el impacto y cuánto tarda en trasladarse a sus resultados.

6.3. El efecto dominó: cómo se transmite el ciclo a través de la cadena de valor

Los eslabones que hemos estudiado tampoco funcionan de forma aislada. Una variación en la demanda puede propagarse de un negocio a otro.

Imaginemos una desaceleración económica que reduce el crecimiento del turismo y de los viajes de negocios.

1. Menor crecimiento económico

Hogares y empresas moderan sus gastos en viajes.

2. Menor crecimiento del tráfico aéreo

Se debilita la demanda o disminuye el ritmo de expansión de las rutas.

3. Ajustes en aerolíneas y aeropuertos

Las compañías revisan tarifas, capacidad y planes de inversión.

4. Efectos en leasing, fabricantes y proveedores

Pueden cambiar las necesidades de flota, los pedidos, las entregas y la demanda de servicios.

Este esquema no representa una secuencia automática ni necesariamente lineal. Por ejemplo, el mantenimiento de los aviones que ya están en servicio puede seguir generando demanda, aunque las aerolíneas reduzcan sus pedidos de aeronaves nuevas. Del mismo modo, un fabricante puede continuar entregando aviones solicitados años antes.

Lo importante es comprender las conexiones.

Si analizamos IAG, el tráfico de pasajeros y las tarifas son variables fundamentales. Si estudiamos Aena, debemos observar cómo evoluciona el tráfico en sus aeropuertos y cómo se traduce en ingresos y rentabilidad. Si analizamos Safran, LOAR o FTAI, debemos distinguir entre la demanda de componentes para aviones nuevos y las necesidades de mantenimiento de la flota existente.

En otras palabras, el mismo entorno económico puede afectar a las distintas fuentes de ingresos de una empresa de forma diferente.

Esto también explica por qué una desaceleración no siempre perjudica por igual a todas las compañías del mismo eslabón. Una empresa puede estar más expuesta a aeronaves nuevas y otra a servicios posventa; una puede tener contratos a largo plazo y otra depender más de operaciones puntuales.

6.4. Cómo distinguir una mejora estructural de una mejora cíclica

Este es uno de los aprendizajes más útiles para el inversor fundamental.

Supongamos que una empresa mejora sus márgenes durante tres años consecutivos. Para valorar si esa mejora es sostenible, deberíamos investigar al menos dos explicaciones posibles.

Escenario A: mejora estructural. La compañía ha desarrollado una ventaja competitiva, ha reducido costes de forma permanente, ha mejorado sus productos o ha conseguido contratos que refuerzan su posición frente a los competidores.

Escenario B: mejora cíclica. La demanda del sector ha aumentado, existe escasez de capacidad o los precios han subido temporalmente, elevando la rentabilidad de muchas empresas a la vez.

Ambos escenarios pueden coexistir. Una empresa puede beneficiarse de un ciclo favorable y, al mismo tiempo, estar mejorando su eficiencia. Nuestro trabajo consiste en intentar separar ambos efectos.

Para hacerlo, podemos seguir cinco pasos:

1. Comparar con el sector. ¿La empresa mejora más que sus competidores o todos están experimentando una evolución similar?
2. Estudiar varios años. ¿Sus márgenes y retornos sobre el capital se mantienen en diferentes fases del ciclo?
3. Analizar la evolución de la demanda. ¿El crecimiento proviene de una expansión general del mercado o de una ganancia de cuota?
4. Examinar los factores operativos. ¿Han mejorado los costes, la productividad, los precios o la combinación de productos?
5. Evaluar la generación de caja. ¿Los mayores beneficios se convierten en flujo de caja o exigen un incremento desproporcionado del capital circulante y la inversión?

Este análisis es especialmente importante cuando una empresa presenta resultados excepcionalmente buenos. Unos beneficios elevados en un momento de demanda extraordinaria no deben proyectarse automáticamente hacia el futuro.

Del mismo modo, unos resultados débiles durante una crisis no demuestran por sí solos que el negocio haya perdido su ventaja competitiva. Puede tratarse de una dificultad temporal, aunque será necesario comprobar que la empresa dispone de la solidez financiera necesaria para atravesarla.

6.5. El ciclo también importa al valorar una empresa

Hasta ahora hemos hablado principalmente de los resultados operativos, pero el ciclo económico afecta también a la valoración bursátil.

Cuando una empresa obtiene beneficios excepcionalmente altos, su PER puede parecer bajo si el precio de sus acciones no ha subido en la misma proporción. Sin embargo, si esos beneficios están cerca de un máximo cíclico y después caen, la acción puede resultar menos barata de lo que parece.

A la inversa, una empresa puede presentar un PER elevado cuando sus beneficios están temporalmente deprimidos. Si estos se recuperan, el múltiplo puede normalizarse sin que el precio de la acción tenga que experimentar un movimiento equivalente.

Por eso, en sectores cíclicos, conviene evitar valoraciones basadas únicamente en el último ejercicio. Según el negocio, puede ser más útil analizar beneficios normalizados, flujos de caja a lo largo del ciclo, niveles de endeudamiento y escenarios alternativos.

Esto no significa que debamos ignorar los resultados actuales. Significa que necesitamos interpretarlos dentro de su contexto y preguntarnos qué parte de ellos podría mantenerse si las condiciones del mercado cambiasen.

En empresas como IAG, Airbus o AerCap, esta cautela adopta formas diferentes: debemos comprender la sensibilidad de las tarifas y los costes operativos, la evolución de la producción y las entregas, o la relación entre los contratos de leasing, la financiación y el valor de los activos.

Una buena valoración no consiste en extrapolar el presente, sino en estimar qué puede ganar la empresa en condiciones razonablemente sostenibles.

6.6. La conclusión: el sector nos ayuda a poner los resultados en perspectiva

El análisis del ciclo económico completa el trabajo que hemos realizado en los apartados anteriores.

Primero hemos identificado los distintos eslabones de la cadena de valor. Después hemos localizado a los competidores reales de cada empresa. Ahora entendemos que, incluso conociendo esas relaciones competitivas, necesitamos estudiar el entorno económico en el que operan.

Una empresa puede crecer porque está ganando cuota de mercado, porque tiene una ventaja competitiva duradera o porque todo su sector atraviesa una fase de expansión. Y también puede sufrir una caída de sus resultados por problemas propios, por un deterioro general de la demanda o por una combinación de ambos factores.

La tarea del analista consiste en distinguir estas posibilidades antes de sacar conclusiones sobre la calidad del negocio y su valoración.

Por eso, cuando estudiemos una empresa de la industria aeroespacial, no deberíamos preguntarnos únicamente si está creciendo, si tiene buenos márgenes o si cotiza a un múltiplo atractivo. También debemos preguntarnos en qué fase del ciclo se encuentra, cómo le afecta esa fase y qué podría ocurrir si las condiciones cambiasen.

Con esto ya tenemos las piezas principales de nuestro método: entender el sector, situar la empresa en su cadena de valor, identificar a sus competidores y estudiar el ciclo que condiciona sus resultados.

El siguiente paso será convertir todo este aprendizaje en un procedimiento sencillo y reutilizable para analizar empresas de cualquier sector, no solo de la aviación comercial.

7. Cómo aplicar este método a cualquier sector que quieras analizar a partir de ahora

Hasta aquí hemos utilizado la industria aeroespacial y de la aviación comercial para aprender a analizar empresas desde una perspectiva más amplia. Hemos visto que Airbus no compite con

Aena de la misma manera que lo hace con Boeing, que AerCap tiene un modelo de negocio distinto al de un fabricante de aviones y que, incluso dentro del mercado de componentes, debemos distinguir entre fabricantes, especialistas y empresas centradas en la posventa.

Pero el objetivo de este artículo no es que aprendas a analizar únicamente el sector aeroespacial. Lo verdaderamente útil es que puedas aplicar el mismo razonamiento a cualquier empresa cotizada, independientemente de su actividad.

Para conseguirlo, podemos convertir todo lo aprendido en un método de cinco pasos.

7.1. Paso 1. Entiende la cadena de valor del sector

Antes de estudiar a fondo una empresa, intenta comprender cómo funciona el mercado en el que desarrolla su actividad.

La cadena de valor representa, de forma simplificada, las distintas actividades necesarias para que un producto o servicio llegue al cliente final. Dependiendo del sector, puede incluir la extracción de materias primas, la fabricación, la distribución, la comercialización y los servicios posteriores a la venta.

Por ejemplo:

- Automoción: materias primas y componentes → fabricantes de vehículos → concesionarios y distribución → mantenimiento y posventa.
- Alimentación: productores agrícolas → procesadores y fabricantes → distribuidores → supermercados y consumidores.
- Tecnología: fabricantes de componentes → fabricantes de dispositivos o proveedores de infraestructura → desarrolladores de software y plataformas → usuarios y empresas.
- Banca: captación de depósitos y financiación → concesión de crédito y otros servicios financieros → clientes particulares y empresas. En este caso, la cadena no es estrictamente lineal, pero permite distinguir actividades y modelos de negocio.

Estos esquemas son puntos de partida, no representaciones completas. En la práctica, algunas empresas participan en varios eslabones, integran actividades o mantienen relaciones directas con el cliente final.

La pregunta que debemos hacernos es: ¿qué actividades hacen posible que este mercado funcione y dónde se genera el valor económico?

Entenderlo nos ayuda a identificar de dónde proceden los ingresos, qué costes soporta cada participante y qué factores pueden determinar su rentabilidad.

7.2. Paso 2. Sitúa la empresa dentro de esa cadena de valor

Una vez que conocemos el sector, debemos identificar qué lugar ocupa la empresa que queremos analizar.

Parece un paso sencillo, pero puede evitar errores importantes. Una compañía puede fabricar un producto, distribuirlo, financiar su adquisición o proporcionar un servicio necesario para

utilizarlo. Aunque todas esas actividades estén relacionadas, sus modelos de negocio son diferentes.

En esta fase conviene responder a cuatro preguntas:

1. ¿Qué vende exactamente la empresa?
2. ¿Quiénes son sus clientes y qué necesidad resuelve?
3. ¿Cómo genera ingresos y qué recursos necesita para operar?
4. ¿Participa en un único eslabón o desarrolla actividades en varios?

Imaginemos que analizamos una empresa que vende productos de alimentación. No basta con etiquetarla como «empresa de alimentación». Necesitamos saber si es propietaria de marcas, fabricante para terceros, distribuidora o minorista. Cada modelo tiene una estructura de costes, unas necesidades de capital y una dinámica competitiva distintas.

Este paso también nos ayuda a seleccionar las métricas financieras adecuadas. No deberíamos interpretar de la misma forma los márgenes de un supermercado y los de una empresa que comercializa marcas de consumo con un alto valor añadido.

La primera comparación útil comienza por comprender el negocio, no por buscar empresas con un nombre sectorial parecido.

7.3. Paso 3. Identifica la competencia real de cada actividad

Ahora llega una de las partes más importantes: averiguar quién disputa realmente el mismo mercado a nuestra empresa.

No debemos limitarnos a buscar una lista de compañías del mismo sector. Necesitamos identificar aquellas que ofrecen productos o servicios sustitutivos, se dirigen a clientes similares y compiten por una demanda comparable.

Para ello, podemos dividir la investigación en tres niveles:

Competidores directos

Ofrecen productos o servicios similares a clientes que tienen necesidades comparables. Son, normalmente, el primer grupo que debemos estudiar para comparar crecimiento, cuota de mercado, márgenes y posicionamiento.

Competidores parciales o alternativos

Compiten con la empresa en determinadas líneas de negocio, regiones o segmentos. También pueden ofrecer soluciones diferentes para resolver la misma necesidad del cliente.

Otros participantes relevantes

Proveedores, distribuidores, clientes con poder de negociación y posibles nuevos entrantes pueden condicionar el negocio aunque no sean competidores directos. Conviene analizarlos para entender riesgos y ventajas competitivas.

Una vez identificados estos grupos, debemos estudiar qué diferencia a la empresa de sus rivales. ¿Tiene menores costes? ¿Una marca más fuerte? ¿Mejor tecnología? ¿Acceso privilegiado a determinados clientes? ¿Contratos de larga duración? ¿Una red de distribución difícil de replicar?

También necesitamos comprobar si esas ventajas se reflejan en los resultados financieros y si pueden mantenerse a lo largo del tiempo.

Aquí conviene recordar una distinción fundamental: una empresa puede tener una buena posición competitiva y, aun así, ser una mala inversión si pagamos un precio excesivo por sus acciones. El análisis del negocio y la valoración deben complementarse, no confundirse.

7.4. Paso 4. Estudia el ciclo y los factores que afectan a todo el sector

Ninguna empresa opera de forma aislada. Además de sus decisiones internas y de la presión competitiva, está expuesta a cambios en la demanda, la regulación, la tecnología, los tipos de interés, los precios de las materias primas o las preferencias de los consumidores.

Por eso, debemos identificar qué variables externas tienen más capacidad para alterar sus resultados.

No todos los sectores responden a los mismos factores:

- En una aerolínea, el tráfico de pasajeros, las tarifas, el combustible y los costes operativos son determinantes.
- En una empresa de semiconductores, la demanda de chips, la inversión de sus clientes, la capacidad de fabricación y los avances tecnológicos pueden ser fundamentales.
- En una empresa de alimentación, el precio de las materias primas, el poder de las marcas, la competencia de los distribuidores y los hábitos de consumo pueden tener gran importancia.
- En una entidad bancaria, los tipos de interés, la calidad del crédito, el coste de los depósitos y la regulación condicionan sus resultados.

El objetivo no es estudiar todas las variables imaginables. Es seleccionar las que realmente pueden cambiar la evolución del negocio.

También debemos distinguir entre los factores que afectan a todo el mercado y los que perjudican o benefician de forma particular a nuestra empresa. Si todas las compañías de un sector mejoran sus resultados, puede existir un componente cíclico. Si una de ellas mejora significativamente más que sus competidores, merece la pena investigar si está ganando cuota o desarrollando una ventaja propia.

7.5. Paso 5. Une toda la información con el análisis fundamental

Los cuatro pasos anteriores no sustituyen al análisis de las cuentas de la empresa. Lo que hacen es ayudarnos a interpretarlas mejor.

Una vez que conocemos la cadena de valor, la posición de la compañía, sus competidores y los factores que condicionan el sector, podemos volver a sus estados financieros con preguntas más precisas.

Por ejemplo:

- Ingresos: ¿crecen porque aumenta el mercado, porque suben los precios, porque la empresa gana cuota o porque ha adquirido otros negocios?
- Márgenes: ¿son superiores a los de sus competidores? ¿La diferencia se debe a una ventaja sostenible o a circunstancias temporales?
- Rentabilidad sobre el capital: ¿está utilizando mejor sus recursos que otras empresas comparables?
- Flujo de caja: ¿convierte los beneficios contables en efectivo de manera consistente?
- Deuda: ¿puede mantener sus compromisos si el sector atraviesa una etapa desfavorable?
- Valoración: ¿el precio de la acción ya descuenta una posición competitiva excelente y un crecimiento elevado?

De esta manera, el análisis sectorial deja de ser una sección introductoria que escribimos antes de revisar las cuentas. Se convierte en una herramienta que utilizamos durante todo el proceso de valoración.

La información sobre competidores puede ayudarnos a explicar una variación de los márgenes, el estudio del ciclo puede cambiar nuestras previsiones de ingresos y el análisis de las barreras de entrada puede influir en cuánto tiempo consideramos razonable que una empresa mantenga sus ventajas.

No se trata de acumular información por acumularla, sino de encontrar aquella que pueda modificar nuestras conclusiones sobre el negocio.

7.6. Un método que puedes reutilizar en tus próximos análisis

Para aplicar este enfoque de forma consistente, puedes utilizar una lista de comprobación como está cada vez que comiences a investigar una compañía.

Lista de comprobación del análisis sectorial
0 de 6

☐

1. Entender el sector

Identificar las actividades que componen la cadena de valor y cómo se relacionan.

☐

2. Ubicar la empresa

Definir qué vende, a quién, cómo genera ingresos y qué actividades desarrolla.

☐

3. Encontrar los competidores

Separar competidores directos, parciales y otros participantes que condicionan el negocio.

- [ ]

4. Comparar las ventajas

Investigar cuota de mercado, costes, márgenes, diferenciación y barreras de entrada.

- [ ]

5. Estudiar el contexto

Identificar el ciclo, la regulación, la tecnología y los factores externos más relevantes.

- [ ]

6. Volver a las cuentas y valorar

Contrastar las hipótesis con los estados financieros, la generación de caja, la deuda y el precio de la acción.

Esta lista no pretende convertir el análisis en un proceso mecánico. Habrá empresas para las que necesitemos profundizar más en la regulación, otras en la tecnología y otras en la estructura financiera. Lo importante es disponer de una base común para no olvidar las preguntas esenciales.

7.7. El objetivo final: conocer el tablero de juego completo

Volvamos al punto de partida. ¿Qué diferencia a alguien que analiza una empresa de alguien que comprende realmente el negocio en el que invierte?

El primero puede conocer sus ingresos, sus márgenes, su deuda, su flujo de caja y su valoración. Todo ello es imprescindible. Pero quizá no sepa si está creciendo más que sus competidores, si depende de un mercado en expansión, si sus clientes pueden sustituir fácilmente sus productos o si una nueva tecnología amenaza su posición.

El segundo intenta responder también a esas preguntas. No solo estudia lo que ocurre dentro de la compañía, sino las fuerzas externas que determinan sus oportunidades y sus riesgos.

Ese es el enfoque que queremos aplicar en Vita Soluta: que cada análisis individual sea más útil cuando se interpreta dentro de un contexto competitivo y sectorial.

Y también es un método que puedes utilizar por tu cuenta. Cuantas más empresas estudies de un mismo sector, más fácil te resultará reconocer sus relaciones, comprender sus modelos de negocio y detectar qué información necesitas para analizar la siguiente. El conocimiento que adquieres no desaparece al terminar un informe: se convierte en una base para el próximo.

El objetivo no es conocer únicamente una empresa. Es conocer el tablero de juego completo en el que compite, las reglas que lo condicionan y las ventajas que pueden permitirle ganar.

En el último apartado cerraremos el artículo recuperando esta idea: cómo pasar de analizar empresas de forma aislada a desarrollar una comprensión cada vez más profunda de los sectores en los que invertimos.

8. Cierre: de analista de empresas a experto de sector

Cuando empezamos a analizar empresas, es habitual centrarnos en sus cifras: cuánto ingresan, qué márgenes tienen, cuánta deuda acumulan, cuánto efectivo genera y si su cotización parece atractiva. Es un buen punto de partida, pero, como hemos visto a lo largo de este artículo, no es suficiente para comprender por completo un negocio.

Una empresa no existe de forma aislada. Forma parte de una cadena de valor, depende de proveedores y clientes, compite con otras compañías y está expuesta a factores económicos, tecnológicos y regulatorios que pueden cambiar sus perspectivas.

Por eso, en Vita Soluta hemos querido utilizar las empresas que ya hemos analizado dentro de la industria aeroespacial y de la aviación comercial para dar un paso más: dejar de estudiar cada compañía como una pieza independiente y empezar a entender cómo encaja dentro de un conjunto mucho más amplio.

Hemos visto que Airbus y Boeing compiten en la fabricación de grandes aviones comerciales, mientras que AerCap opera en el negocio del leasing, Amadeus desarrolla soluciones tecnológicas para el sector de los viajes, Aena gestiona infraestructuras aeroportuarias e IAG transporta pasajeros y mercancías. También hemos comprobado que, incluso dentro del mercado de motores y componentes, es necesario distinguir entre fabricantes, especialistas y empresas centradas en la posventa.

Cada negocio tiene sus propias características, pero todos mantienen relaciones que nos ayudan a entender mejor sus oportunidades y riesgos.

El conocimiento se acumula y se multiplica

Hay una ventaja adicional en trabajar de esta manera: cuantas más empresas analizas de un mismo sector, más fácil y más profundo se vuelve el análisis de la siguiente.

La primera vez que estudias una industria, debes invertir tiempo en comprender sus conceptos básicos, identificar a sus principales participantes y descubrir cómo funciona su cadena de valor. Es posible que necesites investigar cuestiones que, al principio, parecen desconectadas de la empresa que quieres analizar.

Pero, cuando ya has realizado ese trabajo, la siguiente compañía parte con ventaja.

Si ya conoces a Airbus, estudiar a otro fabricante de aeronaves te permitirá centrarte antes en las diferencias entre ambos. Si has investigado Safran, LOAR y TransDigm, tendrás una base para comprender mejor otros negocios de componentes aeroespaciales. Y si has analizado AerCap, te resultará más sencillo identificar las variables financieras y operativas que debes investigar en otro arrendador de aeronaves.

No significa que los análisis posteriores puedan hacerse sin investigar. Cada empresa tiene sus particularidades, y los datos, los competidores y las condiciones del mercado pueden cambiar.

Pero ya no partes de cero: dispones de un marco de referencia, conoces las preguntas importantes y sabes dónde buscar las respuestas.

Con el tiempo, puedes construir una visión cada vez más completa de una industria y reconocer con mayor facilidad qué empresas tienen ventajas competitivas, cuáles dependen más del ciclo económico y qué cambios podrían alterar el equilibrio del mercado.

Ese es el verdadero valor del análisis sectorial. No consiste simplemente en añadir más páginas a un informe, sino en aprovechar el conocimiento acumulado para tomar decisiones mejor fundamentadas.

¿Qué sector analizamos a continuación?

Este artículo forma parte de una forma de entender la inversión que queremos seguir desarrollando en Vita Soluta: estudiar empresas individuales, pero sin perder de vista el mercado en el que compiten.

La industria aeroespacial y de la aviación comercial nos ha servido como ejemplo porque reúne negocios muy diferentes, desde fabricantes de aeronaves y componentes hasta empresas de leasing, tecnología, aeropuertos y transporte de pasajeros.

Sin embargo, este mismo método puede aplicarse a muchos otros sectores: semiconductores, banca, alimentación, lujo, energía, software o cualquier otra industria en la que queramos comprender qué empresas compiten, dónde se genera el valor y qué factores determinan sus resultados.

Ahora nos gustaría conocer tu opinión. ¿Qué sector te gustaría que analizáramos a continuación con esta misma profundidad?

Puedes proponernos una industria que te interese, una empresa que quieras comprender mejor o un grupo de compañías cuya competencia te gustaría que estudiásemos. La idea es seguir construyendo ese conocimiento paso a paso, de manera que cada nuevo análisis aporte valor por sí mismo y, al mismo tiempo, nos ayude a comprender mejor el conjunto.

Porque invertir con criterio no consiste únicamente en encontrar una buena empresa. También consiste en entender el mundo en el que esa empresa tiene que competir.