



Universidad de Navarra

CIIF

Documento de Investigación

DI-767

Septiembre, 2008

**RENTABILIDAD Y CREACION DE VALOR
DE 125 EMPRESAS ESPAÑOLAS EN 2008
(HASTA EL 17 DE SEPTIEMBRE)**

Pablo Fernández

Vicente J. Bermejo

IESE Business School – Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona, España. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) – 28023 Madrid, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 2008 IESE Business School.

El CIIF, Centro Internacional de Investigación Financiera, es un centro de carácter interdisciplinar con vocación internacional orientado a la investigación y docencia en finanzas. Nació a principios de 1992 como consecuencia de las inquietudes en investigación financiera de un grupo interdisciplinar de profesores del IESE, y se ha constituido como un núcleo de trabajo dentro de las actividades del IESE Business School.

Tras más de diez años de funcionamiento, nuestros principales objetivos siguen siendo los siguientes:

- Buscar respuestas a las cuestiones que se plantean los empresarios y directivos de empresas financieras y los responsables financieros de todo tipo de empresas en el desempeño de sus funciones.
- Desarrollar nuevas herramientas para la dirección financiera.
- Profundizar en el estudio de los cambios que se producen en el mercado y de sus efectos en la vertiente financiera de la actividad empresarial.

Todas estas actividades se proyectan y desarrollan gracias al apoyo de nuestras empresas patrono, que además de representar un soporte económico fundamental, contribuyen a la definición de los proyectos de investigación, lo que garantiza su enfoque práctico.

Dichas empresas, a las que volvemos a reiterar nuestro agradecimiento, son: Aena, A.T. Kearney, Caja Madrid, Fundación Ramón Areces, Grupo Endesa, Royal Bank of Scotland y Unión Fenosa.

<http://www.iese.edu/ciif/>

RENTABILIDAD Y CREACION DE VALOR DE 125 EMPRESAS ESPAÑOLAS EN 2008 (HASTA EL 17 DE SEPTIEMBRE)

Pablo Fernández¹

Vicente J. Bermejo²

Resumen

En 2008 (hasta el 17 de septiembre), la rentabilidad de la bolsa española fue -25,9% y hubo nueve empresas (entre 125) con rentabilidad positiva. Las 125 empresas destruyeron valor para sus accionistas por importe de 267 millardos de euros. Considerando conjuntamente 2007 y 2008 (hasta el 17 de septiembre), la rentabilidad del IBEX 35 fue -19,7%, y la rentabilidad promedio de todas las empresas del continuo fue -31,8%. El descenso del IBEX 35 en 2008 ha sido similar al de los otros índices internacionales.

A pesar de estos descensos, la inversión (diversificada) en acciones ha seguido siendo (a largo plazo) mejor opción que la inversión en renta fija. Sólo los accionistas que compraron al final de 1998 y 1999 (con la burbuja de Internet) y en 2006-2008 (con la reciente burbuja inmobiliaria-bancaria) han ganado menos que si hubieran invertido en bonos del Estado. La burbuja actual ya ha sufrido un fuerte pinchazo y es más sensato comprar tras un descenso que tras una subida de las cotizaciones.

Clasificación JEL: G12, G31, M21

Palabras clave: creación de valor, IBEX 35, rentabilidad para los accionistas y capitalización bursátil.

¹ Profesor de Dirección Financiera, Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas Corporativas, IESE

² Investigador, IESE

RENTABILIDAD Y CREACION DE VALOR DE 125 EMPRESAS ESPAÑOLAS EN 2008 (HASTA EL 17 DE SEPTIEMBRE)

En 2008 (hasta el 17 de septiembre), la rentabilidad de la bolsa española fue -25,9% y hubo nueve empresas (entre 125) con rentabilidad positiva. Considerando conjuntamente los años 2007 y 2008 (hasta el 17 de septiembre), la rentabilidad del IBEX 35 fue -19,7%, y la rentabilidad promedio de todas las empresas del continuo fue -31,8%. La Tabla 1 muestra que el descenso del IBEX 35 ha sido similar al de los otros índices internacionales.

Tabla 1

Rentabilidad de algunos índices mundiales en 2008

	IBEX 35	S&P500	EuroStoxx 50	FT100	DAX	CAC	Nikkei
2008 (hasta 17-9-2008)	-27,5%	-20,0%	-29,1%	-21,4%	-27,3%	-26,4%	-23,2%
8-11-2007* - 17-9-2008	-30,7%	-20,1%	-30,8%	-20,2%	-25,0%	-26,4%	-25,5%

* El IBEX 35 alcanzó el 8 de noviembre de 2007 su máximo histórico.

La destrucción de valor para los accionistas de las 125 empresas del continuo fue de 15 millardos de euros en 2007 y de 267 millardos en 2008. Este último dato se puede desglosar entre cinco empresas que crearon 1,7 millardos de euros para sus accionistas¹ y 120 empresas que destruyeron 269 millardos. Las empresas que más valor crearon en 2008 fueron: Unión Fenosa, Grifols y Befesa.

Creación de valor y rentabilidad para los accionistas

Los Anexos 1, 2 y 3 contienen toda la información relativa a las 125 empresas españolas del mercado continuo que cotizaban en diciembre de 2006 y en 2008. La Tabla 2 es un resumen de algunos resultados.

¹ La creación de valor en un período es la capitalización al principio del período multiplicada por la diferencia entre la rentabilidad para los accionistas y la rentabilidad exigida. Por consiguiente, existe creación de valor para los accionistas en un período cuando la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad exigida.

Tabla 2

Algunos resultados de este trabajo

(cifras en millones de euros)	2008 sept.	2007	2006	2005	2004	2003
Número de empresas analizadas	125	125	123	119	123	125
Empresas que crearon valor	5	29	102	99	97	108
Mayor creación de valor	Unión Fenosa 1.204	Telefónica 26.828	Santander 16.234	Santander 10.404	Telefónica 8.077	Telefónica 15.382
Mayor destrucción de valor	Santander -34.220	BBVA -8.820	EADS -7.284	Telefónica -5.842	Santander -3.777	Inditex -5.270
Creación de valor total	-267.074	-15.173	156.496	78.125	49.778	68.838
Rentabilidad media	-29,4%	-6,4%	50,0%	42,2%	26,7%	35,1%
Rentabilidad media ponderada por cap.	-25,9%	+6,4%	45,9%	23,4%	20,9%	31,9%
Mayor rentabilidad	Testa 32,9%	CAF 105,5%	Inmocaral 390%	Sniace 389%	Mecalux 101%	Sogecable 223%
Menor rentabilidad	Colonial -86,4%	Astroc -87,4%	Jazztel 22%	Miquel y Costas -31%	Avanzit -25%	Jazztel -37%
Empresas con rentabilidad > 0	9	51	111	108	110	116

*Hasta el 17 de septiembre de 2008.

El Anexo 1 muestra que sólo cinco de las 125 empresas crearon valor para sus accionistas en el primer semestre de 2008. En 2007, Telefónica fue la empresa que más valor creó para sus accionistas, seguida de Arcelor, Iberdrola, Acciona y Gas Natural. En dicho año, 94 empresas destruyeron valor (proporcionaron a sus accionistas una rentabilidad inferior a la rentabilidad exigida). La destrucción de valor de las 125 empresas fue de 15 millardos de euros en 2007 y de 267 millardos en 2008 (hasta el 17 de septiembre).

El Anexo 2 muestra que en 2008, la empresa más rentable para sus accionistas fue Grifols (en 2007 fue CAF; en 2006 fue Inmocaral, y en 2005, Sniace). En 2007, 74 empresas tuvieron una rentabilidad negativa para sus accionistas, y 116 en el primer semestre de 2008 (sólo 12 en 2006). La rentabilidad media del primer semestre fue -29,4% (la media ponderada por capitalización fue -25,9%). La rentabilidad media de 2007 fue negativa (-6,4%), pero la media ponderada por capitalización fue positiva (6,4%), debido a la mayor rentabilidad de las empresas grandes, especialmente Telefónica.

El Anexo 3 muestra la rentabilidad del período de 21 meses que comprende el año 2007 y el 2008 hasta el 17 de septiembre. La rentabilidad del IBEX en este período fue -19,7%, y hubo 19 empresas con rentabilidad positiva. También hubo 36 empresas con rentabilidad inferior al -50%.

El Anexo 4 muestra la capitalización y la rentabilidad de las 125 empresas. La capitalización de las 125 empresas pasó de 742 millardos de euros en 2006 a 821 en 2007 y a 588 en septiembre de 2008. En septiembre de 2008, las diez mayores empresas supusieron el 65% de la capitalización total, mientras que las 42 empresas más pequeñas sólo representaron el 1% de la capitalización total.

El Anexo 5 muestra la evolución de la cotización de algunas de las empresas con mayores caídas.

A pesar de los recientes descensos de la bolsa, la inversión (diversificada) en acciones ha seguido siendo (a largo plazo) mejor opción que la inversión en renta fija (véase Tabla 3). Sólo los accionistas que compraron al final de 1998 y 1999 (con la burbuja de Internet), y al final de 2006 (con la reciente burbuja inmobiliaria-bancaria), han ganado menos que si hubieran invertido en bonos del Estado. La burbuja actual ya ha sufrido un fuerte pinchazo. Y suele ser mejor comprar tras un descenso que tras una subida de las cotizaciones.

Tabla 3

Comparación de la rentabilidad del IBEX con la de la inversión en bonos del Estado a 10 años

	Rentabilidad anualizada		
	Bono 10	IBEX 35	Diferencia
1991-2008	8,2%	12,2%	3,9%
1992-2008	8,4%	13,4%	4,9%
1993-2008	6,7%	10,7%	4,0%
1994-2008	8,1%	12,5%	4,4%
1995-2008	7,0%	11,8%	4,8%
1996-2008	5,7%	9,2%	3,5%
1997-2008	5,1%	6,4%	1,3%
1998-2008	4,1%	3,5%	-0,6%
1999-2008	5,4%	1,8%	-3,6%
2000-2008	5,1%	5,1%	0,0%
2001-2008	5,0%	6,9%	1,8%
2002-2008	3,9%	14,1%	10,1%
2003-2008	3,8%	10,6%	6,8%
2004-2008	1,9%	7,9%	6,0%
2005-2008	0,2%	3,3%	3,0%
2006-2008	1,1%	-11,8%	-12,9%

Nadie alertó una semana antes de que Lehman Brothers pudiera quebrar, pero a lo largo del último año ha habido muchas noticias que sí permitían sospechar que podían quebrar algunos bancos activos en el mercado inmobiliario. El problema es que casi todas las instituciones financieras estadounidenses y españolas han sido muy activas en el mercado inmobiliario y, con la información al alcance del público, resulta casi imposible clasificar el riesgo de los distintos bancos.

También en España tenemos problemas, y con la información disponible, no sabemos su magnitud. La “componente española” de la crisis inmobiliaria no es pequeña: no es sostenible construir en España más viviendas que en Francia y Reino Unido, y tampoco es sostenible conceder hipotecas por importe superior al valor de la vivienda y con tipos de interés mínimos. Bancos y cajas de ahorros han financiado la construcción de muchísimas viviendas y su venta posterior (de las que no están todavía esperando comprador).

¿Cómo es posible conceder hipotecas por importe superior al valor de la vivienda? Algo tienen que ver con esto los sistemas de incentivos de los directivos de las instituciones financieras. Algunas instituciones premiaron a sus directivos con un *bonus* que dependió del volumen de préstamos hipotecarios concedidos. ¿Cómo aumenta un directivo ese volumen? Concediendo muchas hipotecas y cada una de ellas por el mayor importe “justificable”: primero se pidió al tasador una tasación de la vivienda por un valor superior a su precio y, a continuación, para justificar que el cliente podría devolver la sobredimensionada hipoteca, no se contempló un posible aumento de tipos de interés (a pesar de que se concedieron en períodos de tipos de interés en mínimos históricos) ni la posible pérdida de trabajo de alguno de los cónyuges. ¿No debió decir algo el Banco de España cuando se concedían hipotecas basadas en tasaciones superiores al valor de las viviendas? ¿Y las auditorías, las agencias de rating...?

Otro comentario sobre incentivos merecen los *success fees* (comisiones de éxito) de bancos de inversión, abogados, consultores, bancos comerciales... que asesoran a bancos y empresas en

compras de otras empresas, bancos, promociones... ¿Es lógico que la comisión de los asesores dependa de que se realice la operación? Y no sólo esto, ¿es lógico que la comisión de los asesores sea mayor cuanto mayor sea el importe pagado? Parece que estos incentivos empujarán a muchos asesores a aconsejar la compra aunque no sea muy sensata, y a algunos a justificar a su cliente el pago de cantidades injustificables.

La “componente española” generará un importante aumento del desempleo, que será mayor y más duradero cuanto más se tarde en llamar a las cosas por su nombre y en tomar medidas para resolverlas, transmitiendo así el mensaje de que “los que mandan saben lo que hacen” – distinto del actual “los que mandan no se enteran/piensan que no nos enteramos” – y contribuyendo a restablecer la confianza. Las medidas tienen poco que ver con legislar el momento idóneo para matar niños o abuelos. La primera medida es la claridad: reconocer la magnitud y severidad de los problemas de cada cual y no mentir. Otras medidas deberían aclarar y moderar la financiación y el coste de los ayuntamientos, de las comunidades, de los partidos políticos, de las subvenciones curiosas (algunas renovables, “cultura”...), de los “asesores” de ayuntamientos, comunidades y ministerios... En definitiva, medidas que muestren que “los que mandan merecen nuestra confianza (nos cuentan lo que pasa) y hacen algo sensato para salir de ésta”. ¿Y si no lo hacen y rápido? El desempleo afectará a más personas y será más duradero, pero el IBEX 35 no se verá tan afectado, porque representa cada vez menos a la economía española² (la Tabla 1 muestra que la “componente española” no se ha reflejado significativamente en las bolsas).

² Las empresas del IBEX 35 tenían 1,1 millones de empleados en diciembre de 2006. Telefónica, Repsol, BBVA, Santander e Iberdrola tenían 360.000 de ellos fuera de España. La capitalización de las cinco mayores empresas supuso el 67% de la del IBEX en 2000 y el 65% en 2008. El IBEX 35 refleja principalmente la evolución en bolsa de cinco empresas que tienen la mayor parte de su negocio fuera de España.

Anexo 1

Creación de valor en 2007 y en 2008 (hasta el 17 de septiembre) de las 125 empresas españolas del mercado continuo (millones de euros)

	2008	2007		2008	2007		2008	2007
1 Santander	-34.220	-544	43 Sol Meliá	-983	-1.063	85 Viscofán	-137	-40
2 Telefónica	-31.009	26.828	44 Técnicas Reunidas	-899	702	86 Pescanova	-136	151
3 BBVA	-23.802	-8.820	45 OHL	-884	-205	87 Service Point	-132	-16
4 Arcelormittal	-22.727	18.166	46 Catalana Occidente	-858	-785	88 Cleop	-132	10
5 Iberdrola	-19.510	6.179	47 Altadis	-797	1.936	89 Ercros	-114	-363
6 Inditex	-9.298	-929	48 B. Guipuzcoano	-755	-275	90 Reno de Médici	-106	5
7 Repsol YPF	-8.130	-4.566	49 Seda Barcelona	-687	-356	91 Urbas Guardahermosa	-102	-187
8 EADS	-7.752	-5.022	50 NH Hoteles	-685	-478	92 Sniace	-92	-120
9 Gas Natural	-7.025	3.823	51 Itinere infr.	-591	-130	93 Natra	-91	-114
10 Acciona	-6.999	4.184	52 Corp. Mapfre	-570	-733	94 Vueling	-81	-414
11 Banco Popular	-5.870	-3.334	53 Astroc	-564	-4.757	95 CAF	-80	451
12 Abertis	-5.408	-359	54 Elecnor	-528	488	96 Dinamia	-74	-42
13 ACS	-4.841	-1.771	55 Grupo Emp. Ence	-518	-304	97 Logista	-73	-56
14 Metrovacesa	-4.738	-5.269	56 Faes Farma	-516	-508	98 Tudor	-69	20
15 Endesa	-4.650	-806	57 B. de Andalucía	-495	-729	99 Campofrío	-68	-302
16 Sacyr Vallehermoso	-4.498	-6.337	58 Avanzit	-491	-530	100 Barón de Ley	-64	-4
17 Banesto	-3.415	-3.096	59 Testa Inmuebles	-430	-1.752	101 Miquel y Costas	-62	-102
18 B. de Sabadell	-3.011	-1.925	60 Tubos Reunidos	-429	-2	102 Unipapel	-60	-58
19 Grupo Inmocaral	-2.902	-5.066	61 Gral. Alquiler Maquinaria	-417	185	103 Inbesós	-57	-9
20 FCC	-2.877	-4.091	62 Zeltia	-393	-5	104 Iberpapel	-56	-22
21 Ferrovial	-2.657	-4.488	63 Duro Felguera	-374	75	105 Tavex Algodonera	-54	-141
22 Indra	-2.576	-170	64 Tubacex	-342	176	106 Inypsa	-53	-42
23 Bolsas y Mercados Esp.	-2.539	1.166	65 Sotogrande	-292	-29	107 Natraceutical	-52	-390
24 Telecinco	-2.532	-1.271	66 Renta Corp.Real Estate	-285	-541	108 Azkoyen	-48	-35
25 Aguas de Barcelona	-2.187	-285	67 Inmobiliaria del Sur	-285	-24	109 Dogi	-47	-101
26 Gamesa	-2.041	2.337	68 Mecalux	-265	-142	110 Puleva Biotech	-45	-26
27 Bankinter	-1.911	-26	69 Ebro Puleva	-261	-1.269	111 Indo Int.	-43	-35
28 PRISA	-1.814	-321	70 Cie Automotive	-260	-59	112 CVNE	-40	24
29 Cintra	-1.710	-1.466	71 Jazztel	-249	-500	113 Tecnocom	-28	-88
30 Acerinox	-1.631	-2.050	72 Sos Cuétara	-246	66	114 Montebalito	-21	-45
31 Cepsa	-1.602	2.037	73 Vidrala	-220	62	115 Prosegur	-12	-109
32 B. de Valencia	-1.468	59	74 Sogecable	-197	-299	116 Federico Paternina	-11	-3
33 B. Pastor	-1.345	-1.338	75 Papeles y Cartones de Europa	-193	-33	117 PRIM	-11	-39
34 Enagás	-1.330	325	76 B. de Castilla	-187	-309	118 Cía General de Invers.	-7	-2
35 Zardoya Otis	-1.231	-844	77 Amper	-178	-23	119 Lingotes Especiales	-4	-38
36 Corp. Fin. Alba	-1.226	-982	78 Parquesol Inmb.	-175	-203	120 Bodegas Riojanas	-4	-5
37 Antena 3	-1.198	-1.847	79 B. de Vasconia	-170	-186	121 Funespaña	2	-44
38 Red Eléctrica	-1.178	1.278	80 Uralita	-159	147	122 Nicolás Correa	8	-1
39 Cementos Portland	-1.170	-861	81 Corp. Dermoestética	-157	-82	123 Befesa	37	-331
40 Vocento	-1.078	-265	82 B. de Crédito Balear	-148	-175	124 Grífols	443	945
41 Abengoa	-991	-539	83 B. de Galicia	-148	-285	125 Unión Fenosa	1.204	2.067
42 Iberia	-985	0	84 Adolfo Domínguez	-140	-239			

	2007	2008*
Suma de las 125 empresas	-15.173	-267.074
IBEX 35	12.525	-178.704

Anexo 2

Rentabilidad para los accionistas en 2008 (hasta el 17 de septiembre) y en 2007 de las 125 empresas españolas del mercado continuo

	2008	2007		2008	2007		2008	2007
1 Grifols	20,7%	53,0%	43 Dinamia	-22,7%	-6,7%	85 Miquel y Costas	-36,3%	-35,9%
2 Nicolás Correa	20,6%	8,1%	44 Elecnor	-22,7%	49,3%	86 Tubos Reunidos	-36,5%	8,1%
3 Unión Fenosa	14,8%	25,9%	45 Telefónica	-23,0%	41,7%	87 EADS	-36,9%	-15,4%
4 Befesa	13,4%	-32,4%	46 Arcelormittal	-23,0%	69,0%	88 Inypsa	-36,9%	-23,5%
5 Funespaña	10,8%	-42,9%	47 Cintra	-24,0%	-14,1%	89 Metrovacesa	-37,2%	-31,2%
6 Prosegur	5,4%	0,6%	48 Catalana Occidente	-24,6%	-15,6%	90 Sniace	-37,3%	-37,0%
7 Logista	3,4%	5,7%	49 Cie Automotive	-24,9%	1,1%	91 Sotogrande	-38,1%	4,0%
8 Sogecable	2,4%	1,5%	50 B. de Valencia	-25,7%	9,8%	92 Abengoa	-38,4%	-12,7%
9 Altadis	0,6%	27,8%	51 Azkoyen	-26,0%	-12,3%	93 B. Guipuzcoano	-38,5%	-7,3%
10 PRIM	-0,4%	-13,4%	52 Tavex Algodonera	-26,4%	-44,1%	94 B. Pastor	-41,9%	-26,8%
11 Bodegas Riojanas	-0,6%	-1,3%	53 ACS	-26,5%	-2,6%	95 B. de Crédito Balear	-42,0%	-30,6%
12 CAF	-1,5%	105,5%	54 B. de Sabadell	-26,6%	-10,3%	96 Service Point	-42,7%	1,0%
13 Cepsa	-1,7%	21,3%	55 Inmobiliaria del Sur	-26,6%	6,1%	97 Acciona	-43,5%	55,8%
14 Corp. Mapfre	-1,7%	-9,7%	56 Iberia	-26,9%	9,5%	98 Sol Meliá	-44,4%	-30,1%
15 Lingotes Especiales	-2,4%	-43,6%	57 Natra	-27,5%	-23,9%	99 Antena 3	-45,4%	-38,4%
16 Tecnomcom	-5,0%	-28,9%	58 B. de Andalucía	-28,8%	-28,1%	100 Corp. Dermoestética	-46,9%	-15,5%
17 Ebro Puleva	-5,9%	-33,4%	59 Puleva Biotech	-28,8%	-9,0%	101 Aguas de Barcelona	-47,0%	0,6%
18 Sos Cuétara	-6,2%	12,1%	60 Inditex	-28,9%	4,6%	102 Amper	-47,7%	1,5%
19 Endesa	-6,3%	5,1%	61 Técnicas Reunidas	-29,5%	52,3%	103 Jazztel	-48,5%	-50,1%
20 Campofrío	-6,4%	-32,2%	62 Banesto	-30,0%	-17,9%	104 Cementos Portland	-50,1%	-23,0%
21 Uralita	-6,4%	23,7%	63 Santander	-30,1%	8,1%	105 Vueling	-50,8%	-72,6%
22 Montebalito	-8,4%	-32,6%	64 B. de Vasconia	-30,1%	-22,3%	106 Telecinco	-51,4%	-14,8%
23 CVNE	-9,4%	19,4%	65 Acerinox	-30,4%	-25,6%	107 Itinere Infr.	-51,9%	-4,0%
24 Barón de Ley	-11,1%	7,1%	66 Tubacex	-30,6%	36,8%	108 Sacyr Vallehermoso	-52,0%	-40,1%
25 Natraceutical	-12,5%	-56,0%	67 Ercros	-31,0%	-58,3%	109 Gral. Alquiler Maquinaria	-53,4%	53,9%
26 Viscofán	-12,6%	3,1%	68 BBVA	-31,2%	-5,3%	110 Vocento	-55,8%	-4,9%
27 Cía General de Invers.	-13,7%	3,7%	69 Iberdrola	-31,3%	28,5%	111 Reno de Medici	-56,1%	11,7%
28 Red Eléctrica	-14,5%	36,1%	70 Vidrala	-31,4%	21,7%	112 Adolfo Domínguez	-56,2%	-47,4%
29 Parquesol Inmb.	-15,1%	-13,3%	71 NH Hoteles	-31,6%	-17,9%	113 Seda Barcelona	-56,4%	-26,2%
30 Zardoya Otis	-15,1%	-5,3%	72 Bankinter	-32,1%	7,3%	114 PRISA	-57,3%	-2,0%
31 Federico Paternina	-15,9%	2,7%	73 Ferrovial	-32,1%	-34,1%	115 Dogi	-57,9%	-60,2%
32 Tudor	-16,0%	18,1%	74 Gas Natural	-32,9%	36,3%	116 Bolsas y Mercados Esp.	-58,6%	52,8%
33 Testa Inmuebles	-16,6%	-44,3%	75 Faes Farma	-33,2%	-22,2%	117 Indo Int.	-59,2%	-29,0%
34 Pescanova	-19,3%	51,2%	76 Grupo Emp. Ence	-33,5%	-12,2%	118 Cleop	-60,7%	14,1%
35 Gamesa	-19,6%	54,3%	77 Mecalux	-33,5%	-10,7%	119 Inbesós	-64,3%	-1,2%
36 Repsol YPF	-19,9%	-4,9%	78 Corp. Fin. Alba	-33,6%	-18,0%	120 Renta Corp.Real Estate	-67,6%	-54,7%
37 B. de Galicia	-20,1%	-27,9%	79 Papeles y Cartones de Europa	-34,6%	-0,1%	121 Urbas Guardahermosa	-69,4%	-78,6%
38 Zeltia	-21,0%	9,6%	80 Abertis	-34,7%	4,8%	122 Avanzit	-71,4%	-41,9%
39 Enagás	-21,3%	16,0%	81 Duro Felguera	-34,9%	19,1%	123 Indra	-76,9%	3,3%
40 Iberpapel	-21,8%	-2,4%	82 Banco Popular	-35,3%	-12,6%	124 Astroc	-84,2%	-87,4%
41 B. de Castilla	-21,8%	-25,6%	83 OHL	-35,8%	-0,9%	125 Grupo Inmocaral	-86,4%	-62,3%
42 Unipapel	-22,0%	-13,8%	84 FCC	-35,9%	-31,9%			

	2008	2007
IBEX 35	-27,5%	10,7%
Promedio de las 125 empresas	-29,4%	-6,4%
Media ponderada por capitalización	-25,9%	6,4%
< 0	116	74

Fuente de los datos: Datastream.

Anexo 3

Rentabilidad para los accionistas de las 125 empresas españolas del mercado continuo en el período de 21 meses: diciembre de 2006 - 17 septiembre de 2008

	2007-2008		2007-2008		2007-2008			
1	CAF	102,3%	43	Repsol YPF	-23,8%	85	Aguas de Barcelona	-46,7%
2	Grifols	84,8%	44	Cie Automotive	-24,0%	86	Amper	-46,9%
3	Unión Fenosa	44,6%	45	Santander	-24,4%	87	Faes Farma	-48,0%
4	Nicolás Correa	30,4%	46	Inditex	-25,6%	88	Acerinox	-48,2%
5	Arcelormittal	30,1%	47	Parquesol Inmb.	-26,4%	89	B. de Andalucía	-48,8%
6	Altadis	28,5%	48	Bankinter	-27,1%	90	Reno de Médici	-51,0%
7	Gamesa	24,0%	49	Dinamia	-27,9%	91	Inypsa	-51,7%
8	Pescanova	22,0%	50	Gral. Alquiler Maquinaria	-28,3%	92	Testa Inmuebles	-53,5%
9	Cepsa	19,3%	51	ACS	-28,4%	93	Itinere infr.	-53,8%
10	Red Eléctrica	16,3%	52	Tubos Reunidos	-31,4%	94	Corp. Dermoestética	-55,1%
11	Uralita	15,7%	53	Abertis	-31,5%	95	Cleop	-55,2%
12	Elecnor	15,4%	54	Tecnocom	-32,5%	96	Ferrovial	-55,3%
13	Logista	9,4%	55	Unipapel	-32,8%	97	FCC	-56,4%
14	Telefónica	9,1%	56	B. de Sabadell	-34,1%	98	Metrovacesa	-56,7%
15	CVNE	8,2%	57	Cintra	-34,7%	99	B. Pastor	-57,5%
16	Técnicas Reunidas	7,4%	58	Papeles y Cartones de Europa	-34,7%	100	Vocento	-58,0%
17	Prosegur	6,0%	59	BBVA	-34,8%	101	PRISA	-58,1%
18	Sos Cuétara	5,2%	60	Azkoyen	-35,1%	102	Telecinco	-58,6%
19	Sogecable	3,9%	61	Puleva Biotech	-35,2%	103	Tavex Algodonera	-58,9%
20	Tudor	-0,8%	62	Sotogrande	-35,6%	104	Miquel y Costas	-59,2%
21	Endesa	-1,6%	63	Catalana Occidente	-36,3%	105	B. de Crédito Balear	-59,8%
22	Bodegas Riojanas	-1,9%	64	OHL	-36,4%	106	Sniace	-60,5%
23	Barón de Ley	-4,8%	65	Campofrío	-36,5%	107	Sol Meliá	-61,1%
24	Tubacex	-5,1%	66	Bolsas y Mercados Esp.	-36,7%	108	Natraceutical	-61,5%
25	Gas Natural	-8,6%	67	Funespaña	-36,7%	109	Cementos Portland	-61,6%
26	Enagás	-8,7%	68	Ebro Puleva	-37,3%	110	Inbesós	-64,7%
27	Viscofán	-9,8%	69	Montebalito	-38,2%	111	Antena 3	-66,4%
28	Cía General de Invers.	-10,5%	70	Mecalux	-40,6%	112	Seda Barcelona	-67,8%
29	Corp. Mapfre	-11,2%	71	Grupo Emp. Ence	-41,6%	113	Indo Int.	-71,0%
30	Iberdrola	-11,7%	72	B. de Castilla	-41,9%	114	Sacyr Vallehermoso	-71,3%
31	Acciona	-12,0%	73	Service Point	-42,1%	115	Ercros	-71,3%
32	Zeltia	-13,5%	74	B. de Galicia	-42,4%	116	Jazztel	-74,3%
33	Federico Paternina	-13,6%	75	Banesto	-42,5%	117	Indra	-76,1%
34	PRIM	-13,7%	76	B. Guipuzcoano	-43,0%	118	Adolfo Domínguez	-77,0%
35	Vidrala	-16,5%	77	Banco Popular	-43,5%	119	Dogi	-83,2%
36	B. de Valencia	-18,4%	78	NH Hoteles	-43,9%	120	Avanzit	-83,4%
37	Zardoya Otis	-19,6%	79	Natra	-44,9%	121	Renta Corp. Real Estate	-85,3%
38	Iberia	-19,9%	80	Lingotes Especiales	-45,0%	122	Vueling	-86,5%
39	Inmobiliaria del Sur	-22,2%	81	Corp. Fin. Alba	-45,5%	123	Urbas Guardahermosa	-93,4%
40	Duro Felguera	-22,5%	82	B. de Vasconia	-45,7%	124	Grupo Inmocaral	-94,9%
41	Befesa	-23,3%	83	Abengoa	-46,2%	125	Astroc	-98,0%
42	Iberpapel	-23,7%	84	EADS	-46,6%			

IBEX 35	-19,7%
Promedio de las 125 empresas	-31,8%

Fuente de los datos: Datastream.

Anexo 4

Capitalización y rentabilidad de las 125 empresas del mercado continuo

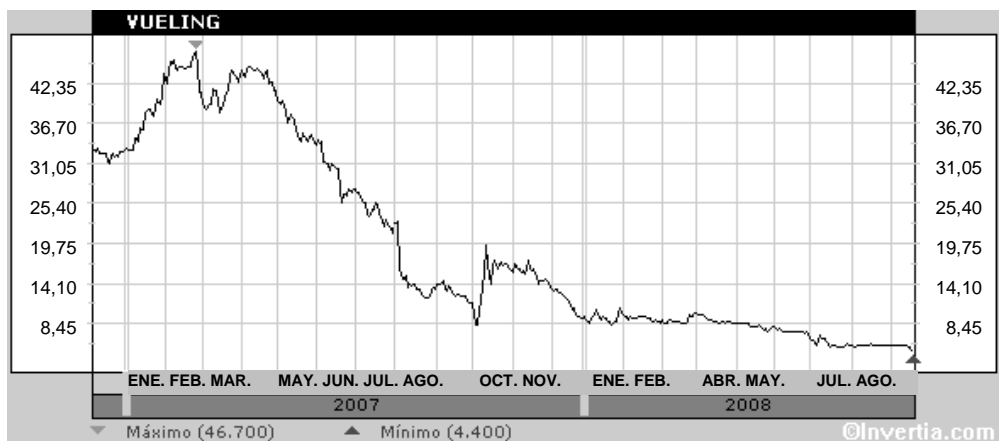
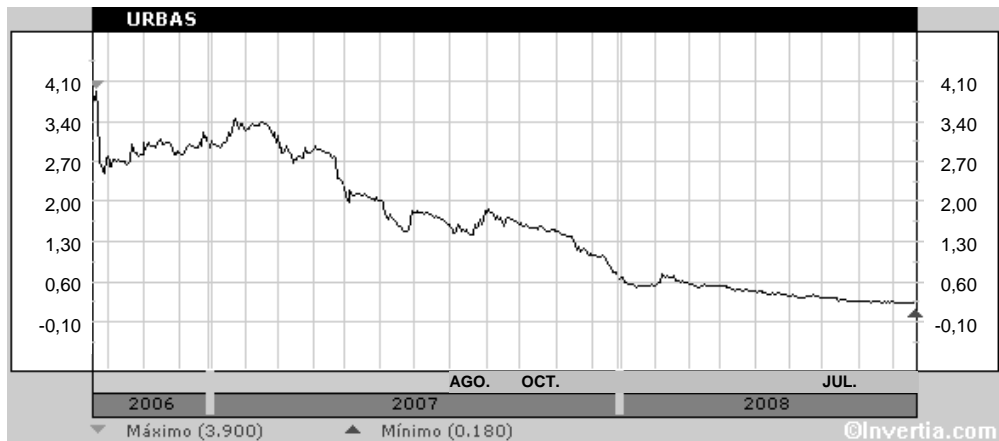
	Capitalización (millones de euros)			Rentabilidad	
	17/9/08	2007	2006	2008	2007
1 Telefónica	80.338	106.067	79.329	-23,0%	41,7%
2 Santander	62.480	92.501	88.436	-30,1%	8,1%
3 Arcelormittal	58.029	76.715	29.914	-23,0%	69,0%
4 BBVA	39.016	62.816	64.788	-31,2%	-5,3%
5 Iberdrola	34.806	51.935	29.859	-31,3%	28,5%
6 Enesa	30.365	38.486	37.935	-6,3%	5,1%
7 Repsol YPF	23.025	29.765	31.987	-19,9%	-4,9%
8 Cepsa	18.543	18.998	15.894	-1,7%	21,3%
9 Inditex	18.102	26.192	25.438	-28,9%	4,6%
10 Unión Fenosa	15.630	14.073	11.425	14,8%	25,9%
11 Altadis	12.622	12.549	10.155	0,6%	27,8%
12 Gas Natural	11.709	17.920	13.429	-32,9%	36,3%
13 EADS	11.187	17.824	21.208	-36,9%	-15,4%
14 ACS	9.589	14.344	15.071	-26,5%	-2,6%
15 Abertis	9.090	13.254	12.847	-34,7%	4,8%
16 Banco Popular	8.873	14.221	16.688	-35,3%	-12,6%
17 Corp. Mapfre	7.790	6.849	4.085	-1,7%	-9,7%
18 Acciona	7.639	13.781	8.967	-43,5%	55,8%
19 B. de Sabadell	6.463	9.070	10.377	-26,6%	-10,3%
20 Banesto	6.256	9.242	11.637	-30,0%	-17,9%
21 Gamesa	6.219	7.781	5.073	-19,6%	54,3%
22 Red Eléctrica	4.893	5.849	4.395	-14,5%	36,1%
23 Zardoya Otis	4.621	5.581	6.019	-15,1%	-5,3%
24 Ferrovial	4.528	6.750	10.373	-32,1%	-34,1%
25 Cintra	4.218	5.593	6.549	-24,0%	-14,1%
26 FCC	4.113	6.711	10.080	-35,9%	-31,9%
27 Grifols	3.937	3.283	2.152	20,7%	53,0%
28 Sogecable	3.867	3.770	3.704	2,4%	1,5%
29 Enagás	3.657	4.772	4.206	-21,3%	16,0%
30 Sacyr Vallehermoso	3.529	7.571	12.809	-52,0%	-40,1%
31 Metrovacesa	3.490	10.666	13.080	-37,2%	-31,2%
32 B. de Valencia	3.351	4.550	3.917	-25,7%	9,8%
33 Acerinox	2.987	4.367	5.981	-30,4%	-25,6%
34 Bankinter	2.825	4.981	4.644	-32,1%	7,3%
35 Indra	2.667	3.050	2.710	-76,9%	3,3%
36 Itinere Infr.	2.452	1.009	1.063	-51,9%	-4,0%
37 Logista	2.375	2.296	2.208	3,4%	5,7%
38 Aguas de Barcelona	2.100	4.129	4.162	-47,0%	0,6%
39 Catalana Occidente	2.040	2.749	3.294	-24,6%	-15,6%
40 Corp. Fin. Alba	2.020	3.037	3.710	-33,6%	-18,0%
41 Telecinco	1.931	4.319	5.323	-51,4%	-14,8%
42 Iberia	1.916	2.859	2.616	-26,9%	9,5%
43 Sos Cuétara	1.802	1.924	1.718	-6,2%	12,1%
44 Ebro Puleva	1.794	1.929	2.954	-5,9%	-33,4%
45 Técnicas Reunidas	1.695	2.447	1.628	-29,5%	52,3%
46 B. Pastor	1.607	2.790	3.860	-41,9%	-26,8%
47 Prosegur	1.561	1.506	1.524	5,4%	0,6%
48 Bolsas y Mercados Esp.	1.522	3.896	2.620	-58,6%	52,8%
49 Testa Inmuebles	1.507	1.816	3.291	-16,6%	-44,3%
50 Abengoa	1.338	2.188	2.516	-38,4%	-12,7%
51 OHL	1.307	2.062	2.095	-35,8%	-0,9%
52 NH Hoteles	1.204	1.805	1.858	-31,6%	-17,9%
53 PRISA	1.181	2.810	2.891	-57,3%	-2,0%
54 Elecnor	1.161	1.782	1.202	-22,7%	49,3%
55 Antena 3	1.131	2.261	3.849	-45,4%	-38,4%
56 Uralita	1.076	1.185	986	-6,4%	23,7%
57 Zellia	1.071	1.358	1.204	-21,0%	9,6%
58 Sol Meliá	1.046	1.925	2.774	-44,4%	-30,1%
59 B. Guipuzcoano	1.017	1.663	1.715	-38,5%	-7,3%
60 Cementos Portland	994	2.063	2.756	-50,1%	-23,0%
61 B. de Andalucía	978	1.399	2.002	-28,8%	-28,1%
62 CAF	911	948	466	-1,5%	105,5%
63 Faes Farma	856	1.286	1.644	-33,2%	-22,2%

	Capitalización (millones de euros)			Rentabilidad	
	17/9/08	2007	2006	2008	2007
64 Grupo Emp. Ence	827	1.272	1.426	-33,5%	-12,2%
65 Vocento	735	1.700	1.837	-55,8%	-4,9%
66 Parquesol Inmb.	674	804	941	-15,1%	-13,3%
67 Befesa	624	550	813	13,4%	-32,4%
68 Cie Automotive	616	827	827	-24,9%	1,1%
69 Inmobiliaria del Sur	614	841	797	-26,6%	6,1%
70 Tubacex	605	888	657	-30,6%	36,8%
71 Viscofán	590	694	685	-12,6%	3,1%
72 Duro Felguera	546	887	758	-34,9%	19,1%
73 Tubos Reunidos	529	994	940	-36,5%	8,1%
74 B. de Castilla	499	651	899	-21,8%	-25,6%
75 Seda Barcelona	464	1.078	1.008	-56,4%	-26,2%
76 Campofrío	454	496	731	-6,4%	-32,2%
77 B. de Galicia	429	548	779	-20,1%	-27,9%
78 Grupo Inmocaral	419	3.077	7.006	-86,4%	-62,3%
79 Sologrande	398	649	628	-38,1%	4,0%
80 Mecalex	395	661	751	-33,5%	-10,7%
81 Pescanova	392	526	352	-19,3%	51,2%
82 Vidrala	387	575	479	-31,4%	21,7%
83 Barón de Ley	323	364	339	-11,1%	7,1%
84 Gral. Alquiler Maquinaria	320	687	413	-53,4%	53,9%
85 B. de Vasconia	317	462	608	-30,1%	-22,3%
86 Papeles y Cartones de Europa	306	468	397	-34,6%	-0,1%
87 Tudor	242	288	244	-16,0%	18,1%
88 Astroc	238	606	4.820	-84,2%	-87,4%
89 Jazztel	231	439	825	-48,5%	-50,1%
90 Avanzit	231	619	1.023	-71,4%	-41,9%
91 Natraceutical	230	263	598	-12,5%	-56,0%
92 Tecnocon	229	214	226	-5,0%	-28,9%
93 CVNE	228	253	216	-9,4%	19,4%
94 Ercros	201	292	532	-31,0%	-58,3%
95 Natra	189	264	348	-27,5%	-23,9%
96 Dinamia	186	251	281	-22,7%	-6,7%
97 B. de Crédito Balear	173	305	451	-42,0%	-30,6%
98 Amper	168	324	304	-47,7%	1,5%
99 Corp. Dermoesética	155	292	346	-46,9%	-15,5%
100 Service Point	155	265	196	-42,7%	1,0%
101 Unipapel	154	206	252	-22,0%	-13,8%
102 Iberpapel	150	197	204	-21,8%	-2,4%
103 PRIM	149	151	176	-0,4%	-13,4%
104 Tavex Algodonera	149	159	263	-26,4%	-44,1%
105 Montebalillo	126	140	110	-8,4%	-32,6%
106 Sniace	123	197	244	-37,3%	-37,0%
107 Renta Corp. Real Estate	119	382	854	-67,6%	-54,7%
108 Azkoyen	109	148	168	-26,0%	-12,3%
109 Reno de Médici	94	170	152	-56,1%	11,7%
110 Adolfo Domínguez	93	222	429	-56,2%	-47,4%
111 Miquel y Costas	91	145	232	-36,3%	-35,9%
112 Puleva Biotech	87	122	134	-28,8%	-9,0%
113 Inypsa	77	122	133	-36,9%	-23,5%
114 Cleop	76	196	172	-60,7%	14,1%
115 Nicolás Correa	74	63	59	20,6%	8,1%
116 Vueling	66	134	489	-50,8%	-72,6%
117 Funespaña	54	49	87	10,8%	-42,9%
118 Bodegas Riojanas	48	49	50	-0,6%	-1,3%
119 Federico Paternina	43	51	50	-15,9%	2,7%
120 Urbas Guardahermosa	41	134	213	-69,4%	-78,6%
121 Indo Int.	41	65	92	-59,2%	-29,0%
122 Lingotes Especiales	37	40	72	-2,4%	-43,6%
123 Dogi	34	73	147	-57,9%	-60,2%
124 Inbesós	28	79	81	-64,3%	-1,2%
125 Cia General de Invers.	26	30	29	-13,7%	3,7%

Fuente de los datos: Datastream y elaboración propia.

Anexo 5

Evolución del IBEX 35 y de la cotización de algunas de las empresas con mayores caídas en los últimos años



Anexo 5 (continuación)

