



Universidad de Navarra

CIIF

Documento de Investigación

DI nº 643

Julio, 2006

## CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DE REPSOL

Pablo Fernández

José María Carabias

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 © 2006 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/>

# CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DE REPSOL

Pablo Fernández\*

José María Carabias\*\*

## Resumen

En este documento se cuantifica la creación de valor para los accionistas de Repsol entre diciembre de 1991 y diciembre de 2005. En ese período el aumento de la capitalización de Repsol fue de 25.611 millones de euros; el aumento del valor para los accionistas fue de 22.790 millones de euros, y la creación de valor para los accionistas fue de 6.736 millones de euros (expresado en euros de 2005).

La rentabilidad media anual para los accionistas de Repsol fue del 14,5%, sensiblemente superior a la del IBEX 35 (14,0%): cada euro invertido en acciones de Repsol en diciembre de 1991 se convirtió en 6,69 euros en diciembre de 2005, mientras que 1 euro invertido en el IBEX 35 se convirtió en 6,26 euros. La inflación media fue del 3,4%. La rentabilidad para los accionistas de Repsol fue positiva todos los años, excepto en 1994 y en 2000-2002.

La capitalización de Repsol durante estos años osciló entre el 6% y el 10,8% de la capitalización del IBEX 35. En diciembre de 1991, Repsol fue la tercera empresa por capitalización (tras Telefónica y Endesa). En junio de 2006, Repsol fue la quinta empresa por capitalización del IBEX 35 (tras BSCH, Telefónica, BBVA y Endesa).

\* Profesor de Dirección Financiera, Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas Corporativas, IESE

\*\* Asistente de investigación, IESE

Clasificación JEL: G12, G31, M21

**Palabras clave:** Repsol, creación de valor para los accionistas, aumento del valor para los accionistas, rentabilidad para los accionistas.

## CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DE REPSOL

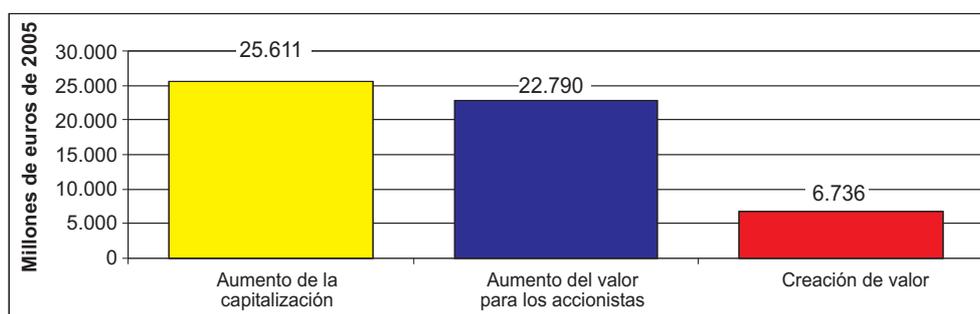
En este documento se analiza la creación de valor para los accionistas de Repsol (REP) entre diciembre de 1991 y diciembre de 2005.

El 31 de diciembre de 1991, Repsol tenía en circulación 300 millones de acciones, y el precio de cada acción en la bolsa fue de 15,3 euros. El 31 de diciembre de 2005, Repsol tenía en circulación 1.220,9 millones de acciones, y el precio de cada acción en la bolsa fue de 24,67 euros<sup>1</sup>. Por consiguiente, la capitalización<sup>2</sup> aumentó desde 4.508 millones de euros en diciembre de 1991 hasta 30.119 millones de euros en diciembre de 2005<sup>3</sup>. El aumento de la capitalización en ese período fue de 25.611 millones de euros.

La Figura 1 muestra que entre diciembre de 1991 y diciembre de 2005, el aumento de la capitalización de Repsol fue de 25.611 millones de euros; el aumento del valor para los accionistas fue de 22.790 millones de euros, y la creación de valor para los accionistas fue de 6.736 millones de euros (expresado en euros de 2005).

### Figura 1

Repsol. Diciembre de 1991-diciembre de 2005. Aumento de la capitalización, aumento del valor de los accionistas y creación de valor para los accionistas (millones de euros de 2005)

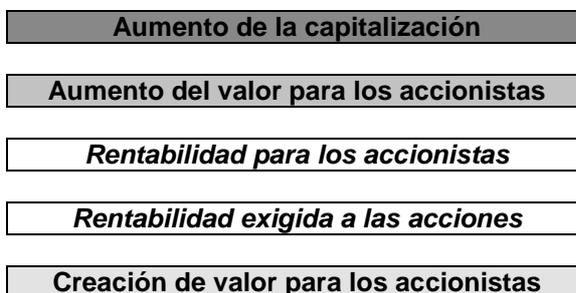


<sup>1</sup> Los datos proceden de Sociedad de Bolsas ([www.sboisas.es](http://www.sboisas.es)), de Datastream, de ThomsonFinancial y de la web de la empresa.

<sup>2</sup> La capitalización es el valor de todas las acciones de la empresa.

<sup>3</sup> Diciembre de 2005: 1.220,9 millones de acciones x 24,67 euros/acción = 30.119 millones de euros.

Para llegar a la creación de valor para los accionistas, es preciso definir antes el aumento de la capitalización bursátil, el aumento del valor para los accionistas, la rentabilidad para los accionistas y la rentabilidad exigida a las acciones.



## 1. Aumento de la capitalización de las acciones

La capitalización es el valor de mercado de las acciones de la empresa, esto es, la cotización de cada acción multiplicada por el número de acciones. El aumento de la capitalización en un año es la capitalización al final de dicho año menos la capitalización al final del año anterior.

La Tabla 1 muestra la evolución de la capitalización de Repsol y el aumento de capitalización en cada año. La Figura 2 presenta la evolución de la capitalización entre diciembre de 1991 y abril de 2006.

La Figura 3 muestra la evolución de la cotización de Repsol (comparada con el IBEX 35) entre diciembre de 1991 y abril de 2006. La Figura 4 es idéntica a la Figura 3, pero incluye los dividendos: compara la evolución de la cotización ajustada por dividendos de Repsol con la del IBEX 35 ajustado por dividendos. La Figura 5 compara la evolución de la cotización ajustada por dividendos de Repsol con la de dos grandes eléctricas españolas.

**Tabla 1**

Repsol. Capitalización y aumento de capitalización en cada año (millones de euros)

(Millones de euros)	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Suma
Millones de acciones	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	1.188,0	1.220,5	1.220,9	1.220,9	1.220,9	1.220,9	1.220,9	
Precio/acción (euros)	15,03	16,62	26,75	21,46	23,89	29,93	39,07	45,50	23,02	17,02	16,38	12,60	15,46	19,16	24,67	
Capitalización	4.508	4.985	8.024	6.437	7.167	8.979	11.720	13.649	27.348	20.773	19.998	15.383	18.875	23.392	30.119	
<b>Δ capitalización</b>		478	3.038	-1.587	730	1.812	2.741	1.929	13.699	-6.575	-775	-4.615	3.492	4.517	6.727	25.611

(Memoria de la empresa)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Cotización ajustada por los "splits" (euros/acción)</i>																
Máximo	6,01	5,73	6,14	8,92	9,82	8,28	10,24	13,52	17,77	24,25	24,01	21,89	16,18	15,88	19,2	27,96
Mínimo	3,97	4,03	4,16	5,22	6,93	6,96	7,95	9,83	11,42	14,33	16,2	14,26	10,75	11,79	15,49	18,55
31 de diciembre	4,2	5,01	5,54	8,92	7,15	7,96	9,98	13,02	15,17	23,02	17,02	16,38	12,6	15,46	19,16	24,67
<i>Volumen de contratación (miles títulos, media diaria)</i>																
Mercado continuo	252	177	436	539	632	713	936	1.402	1.397	4.297	5.877	6.937	7.079	8.020	7.963	7.513
NYSE	162	121	135	303	286	484	357	246	160	250	327	288	343	191	219	221
Buenos Aires	—	—	—	—	—	—	—	—	—	9	35	435	14	6	3	4
Dividendo por acción. Euros (1)	0,19	0,2	0,21	0,23	0,28	0,34	0,36	0,4	0,44	0,42	0,5	0,21	0,31	0,4	0,5	0,6
Dólares	0,31	0,33	0,28	0,28	0,37	0,46	0,43	0,44	0,51	0,42	0,47	0,19	0,33	0,5	0,65	0,72
Pay-out	42,0%	42,3%	43,3%	43,1%	43,3%	43,6%	45,6%	47,6%	45,3%	49,4%	25,1%	10,1%	7,9%	9,4%	9,7%	9,6%
Rentabilidad por dividendo (31-12)	4,5%	4,0%	3,8%	2,6%	3,9%	4,3%	3,6%	3,1%	2,9%	1,8%	2,9%	1,3%	2,5%	2,6%	2,6%	2,4%
Ponderación en el IBEX 35	—	—	10,83	10,23	9,02	8,5	7,92	6,91	5,88	9,41	6,94	6,59	7,3	6,85	6,71	7,32
Ponderación en el Eurostoxx 50	—	—	—	—	—	—	—	—	0,88	0,78	0,92	0,4	0,93	1,08	1,19	1,33
Valor nominal (euros por acción)	3	3	3	3	3	3	3	3	1	1	1	1	1	1	1	1

(1) 2005 incluye dividendo a cuenta (0,30 euros) pagado el 12-01-2006 y el dividendo complementario (0,30 euros) pendiente de aprobación en la Junta General.

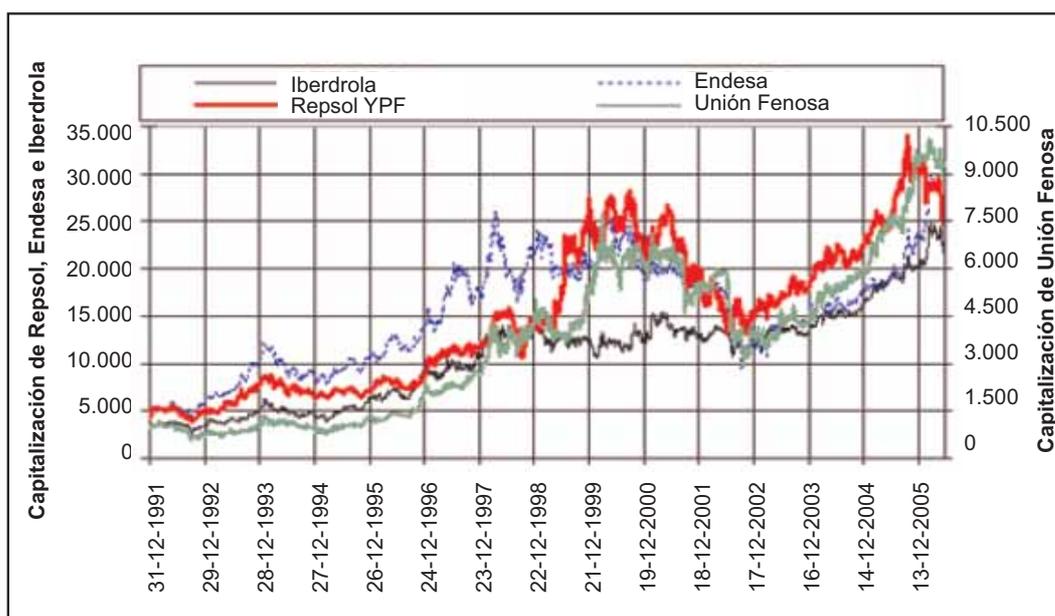
Millones de euros	2003	2004	2005
Resultado de las operaciones	3.860	4.686	6.161
Beneficio neto	2.020	2.414	3.120
Ingresos operativos	37.206	40.292	51.045
Inversiones	3.837	3.747	3.713
Deuda neta	5.047	5.398	4.513
Número medio de empleados	30.644	32.376	35.239

Magnitudes operativas	2003	2004	2005
Producción de hidrocarburos (miles de bep/día)	1.132,5	1.165,8	1.139,4
Ventas de productos petrolíferos (miles de toneladas)	53.577	54.968	57.940
Ventas de GLP (miles de toneladas)	3.193	3.217	3.343
Ventas de productos petroquímicos (miles de toneladas)	4.038	4.104	4.649
Ventas de gas natural (miles de millones de m <sup>3</sup> )	30,34	32,85	36,11

Es importante no confundir el *aumento de la capitalización de las acciones* con el *aumento del valor para los accionistas*, ya que son dos conceptos distintos, como se verá en el siguiente Apartado.

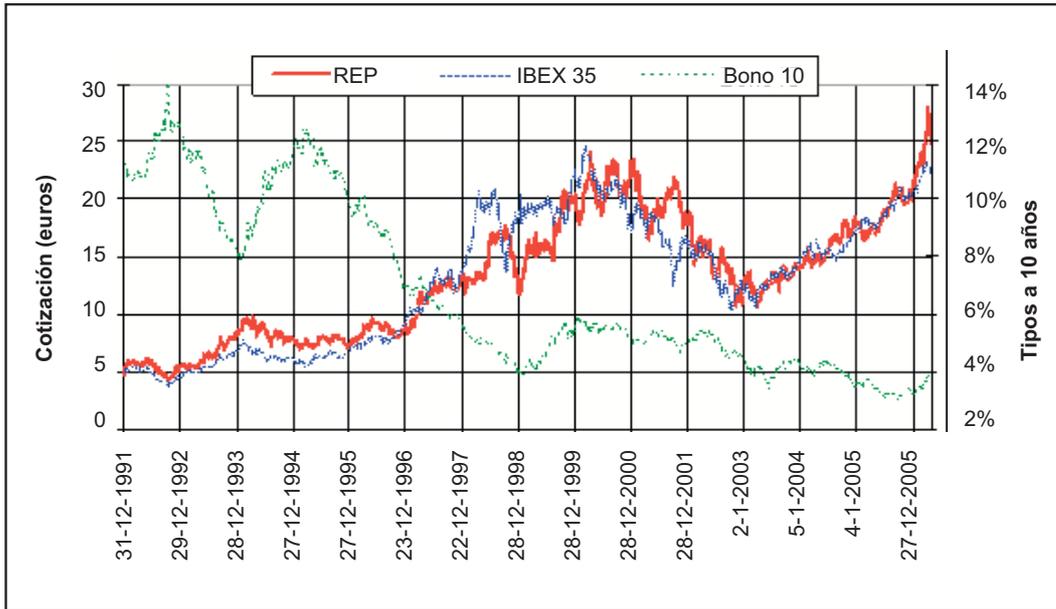
## Figura 2

Repsol. Evolución de la capitalización (millones de euros)



### Figura 3

Evolución de la cotización de Repsol, del IBEX 35\* y del tipo de interés a 10 años

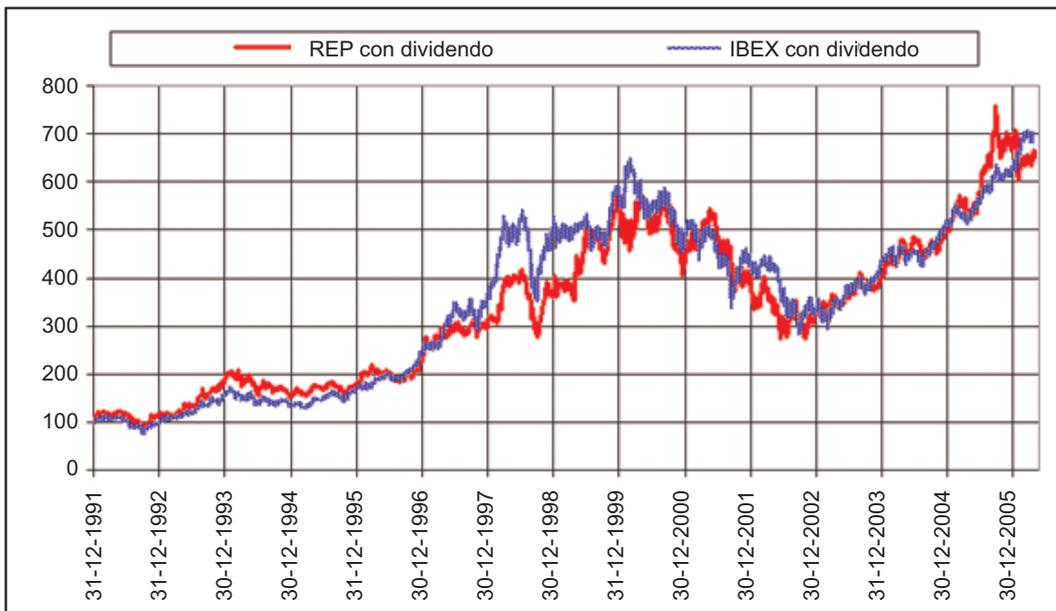


\* La evolución del IBEX 35 supone que el 31 de diciembre de 1991 tiene el mismo valor que Repsol. La cotización de Repsol está ajustada por el *split* 3 x 1 de 1999.

Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

### Figura 4

Evolución de la cotización ajustada (incluye dividendos) de Repsol y del IBEX 35 31 de diciembre de 1991 = 100



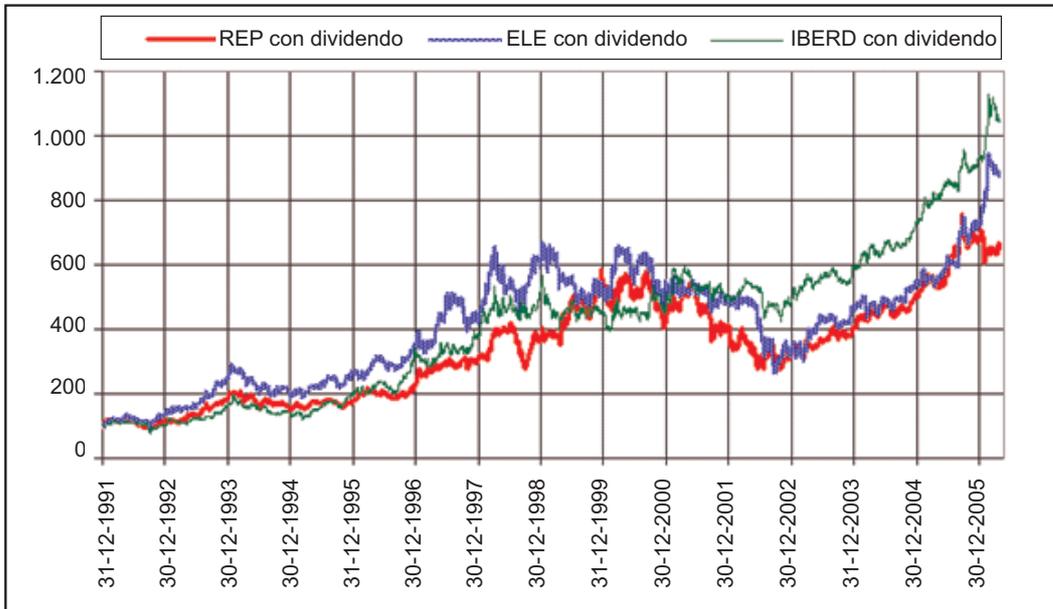
Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

## Figura 5

Evolución de la cotización ajustada (incluyendo dividendos) de Repsol (REP), Endesa (ELE) e Iberdrola (IBERD)

31 de diciembre de 1991 = 100

Las cotizaciones están ajustadas por los *splits*



Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

## 2. Aumento del valor para los accionistas

El aumento del valor para los accionistas en un año es la diferencia entre la riqueza que poseen a final de un año y la que poseían al final del año anterior. El *aumento de la capitalización de las acciones* no es el *aumento del valor para los accionistas*.

Se produce un aumento de la capitalización, pero no un aumento del valor para los accionistas, cuando:

- Los accionistas de una empresa suscriben acciones nuevas de la empresa pagando dinero.
- Se produce una conversión de obligaciones convertibles.
- La empresa emite acciones nuevas para pagar la compra de otras empresas.

Se produce una disminución de la capitalización, pero no una disminución del valor para los accionistas<sup>4</sup>, cuando:

<sup>4</sup> Cuando la empresa paga dividendos a los accionistas, éstos reciben dinero, pero también disminuye la capitalización de la empresa (y el precio por acción) en una cantidad similar.

- La empresa paga dinero a todos los accionistas: dividendos, reducciones de nominal.
- La empresa compra acciones en el mercado (amortización de acciones).

El aumento del valor para los accionistas se calcula del siguiente modo:

<p>Aumento del valor para los accionistas =  Aumento de la capitalización de las acciones  + Dividendos pagados en el año  + Otros pagos a los accionistas (reducciones de nominal, amortización de acciones...)  - Desembolsos por ampliaciones de capital  - Conversión de obligaciones convertibles</p>
--

La Tabla 2 muestra el cálculo del aumento del valor para los accionistas en el período 1991-2005. El aumento del valor para los accionistas ha sido superior al aumento de la capitalización todos los años, excepto en 1999 (año en el que Repsol emitió 288 millones de acciones) y 2000 (Repsol emitió 32,5 millones de acciones). Repsol repartió como dividendos 0,4 euros/acción en 2004 y 0,5 euros/acción en 2005. En diciembre de 2005, Repsol no tenía acciones en autocartera.

**Tabla 2**

Repsol. Aumento de la capitalización y aumento del valor para los accionistas en cada año (millones de euros)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Suma
Aumento de la capitalización	478	3.038	-1.587	730	1.812	2.741	1.929	13.699	-6.575	-775	-4.615	3.492	4.517	6.727	25.611
+ Dividendos	188	92	220	279	319	344	373	414	499	610	256	378	488	610	5.073
+ Otros pagos a accionistas															0
+ Recompra de acciones															0
- desembolsos de los accionistas								-6.630	-650	-6					-7.286
- convertibles convertidas															0
Ajustes temporales y otros	-45	121	-88	-72	-45	-75	-99	-24	-67	-156	-73	-5	-7	28	-608
<b>Aumento de valor para los accionistas</b>	<b>621</b>	<b>3.251</b>	<b>-1.455</b>	<b>938</b>	<b>2.086</b>	<b>3.010</b>	<b>2.204</b>	<b>7.459</b>	<b>-6.793</b>	<b>-327</b>	<b>-4.432</b>	<b>3.865</b>	<b>4.998</b>	<b>7.365</b>	<b>22.790</b>
Aumento de valor, euros de 2005	2.251	10.039	-4.021	2.225	4.350	5.682	3.824	12.128	-10.115	-446	-5.507	4.453	5.351	7.365	37.578

La Tabla 3 muestra las operaciones que afectaron al número de acciones en circulación.

**Tabla 3**

Repsol. Ampliaciones y reducciones de capital

Fecha	Acciones nuevas	Acciones después	Observaciones
en./2001	354.885	1.220.863.463	Ampliación
sept./2000	8.166.114	1.220.508.578	Ampliación
sept./2000	24.342.464	1.212.342.464	Ampliación
19/jul./ 1999	48.000.000	1.188.000.000	Ampliación
7/jul./1999	240.000.000	1.140.000.000	Ampliación
mayo/1999	600.000.000	900.000.000	Split 3 x 1
		300.000.000	

Pero el *aumento del valor* para los accionistas tampoco es la *creación de valor* para ellos. Para que se produzca creación de valor en un período es preciso que la rentabilidad para los accionistas sea superior a la rentabilidad exigida a las acciones.

### 3. Rentabilidad para los accionistas

La *rentabilidad para los accionistas* es el aumento del valor para los accionistas en un año dividido entre la capitalización al inicio del año.

Rentabilidad para los accionistas = Aumento del valor para los accionistas/Capitalización
---

Como muestra la Tabla 4, la rentabilidad para los accionistas de Repsol en el año 2005 fue del 31,5%: el aumento del valor para los accionistas del año 2005 (7.365 millones de euros) dividido entre la capitalización al final de 2004 (23.392 millones de euros). La rentabilidad anual media del período fue del 14,5%<sup>5</sup>.

Otro modo de calcular la rentabilidad para los accionistas es: aumento de la cotización de la acción, más los dividendos, derechos y otros cobros (devoluciones de nominal, pagos especiales...) dividido entre la cotización de la acción al inicio del año.

**Tabla 4**

Rentabilidad para los accionistas de Repsol

(Millones de euros)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Media
Capitalización	4.985	8.024	6.437	7.167	8.979	11.720	13.649	27.348	20.773	19.998	15.383	18.875	23.392	30.119	
Δ capitalización	478	3.038	-1.587	730	1.812	2.741	1.929	13.699	-6.575	-775	-4.615	3.492	4.517	6.727	
Aumento valor accionistas	621	3.251	-1.455	938	2.086	3.010	2.204	7.459	-6.793	-327	-4.432	3.865	4.998	7.365	
<b>Rentabilidad accionistas</b>	<b>13,8%</b>	<b>65,2%</b>	<b>-18,1%</b>	<b>14,6%</b>	<b>29,1%</b>	<b>33,5%</b>	<b>18,8%</b>	<b>54,6%</b>	<b>-24,8%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-22,2%</b>	<b>25,1%</b>	<b>26,5%</b>	<b>31,5%</b>	<b>14,5%</b>
<i>Rentabilidad del precio</i>	10,6%	60,9%	-19,8%	11,3%	25,3%	30,5%	16,5%	51,8%	-26,1%	-3,8%	-23,1%	22,7%	23,9%	28,8%	<b>12,1%</b>
<i>Rentabilidad por dividendos</i>	4,2%	1,8%	2,7%	4,3%	4,5%	3,8%	3,2%	3,0%	1,8%	2,9%	1,3%	2,5%	2,6%	2,6%	<b>2,9%</b>
<i>Otros ajustes en la rentabilidad</i>	-1,2%	0,8%	-0,7%	-1,4%	-1,3%	-1,5%	-1,1%	-1,1%	-0,2%	-0,6%	-0,1%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	<b>-0,7%</b>

### 4. Rentabilidad exigida a las acciones

La *rentabilidad exigida a las acciones* (también llamada coste de las acciones) es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. La rentabilidad exigida a las acciones depende de los tipos de interés de los bonos del Estado a largo plazo y del riesgo de la empresa. Un ejemplo. En diciembre de 2004, los bonos del Estado a 10 años proporcionaban una rentabilidad del 3,3%. Un accionista exigiría entonces a su inversión una rentabilidad superior al 3,3% que podía obtener sin riesgo. ¿Cuánto más? Esto depende del

<sup>5</sup> La rentabilidad media es la media geométrica de las rentabilidades de los catorce años:

$$14,5\% = [(1+0,138) \times (1+0,652) \times \dots \times (1+0,265) \times (1+0,315)]^{(1/14)} - 1.$$

riesgo de la empresa. Lógicamente exigiría más rentabilidad a una inversión en acciones de una empresa con mucho riesgo que a una inversión en acciones de otra empresa de menor riesgo.

La rentabilidad exigida es la suma del tipo de interés de los bonos del Estado a largo plazo más una cantidad que se suele denominar *prima de riesgo* de la empresa y que depende del riesgo de la misma.

$$\boxed{\text{Rentabilidad exigida (Ke)}} = \boxed{\text{Rentabilidad de los bonos del Estado a largo plazo}} + \boxed{\text{Prima de riesgo}}$$

Ke es la rentabilidad exigida por los accionistas (también se denomina coste de las acciones o de los recursos propios).

$$\boxed{\text{Ke (coste de las acciones) = Rentabilidad exigida a las acciones}}$$

Poniendo esta idea en forma de ecuación, diremos que la rentabilidad exigida a las acciones de la empresa, (Ke), es igual a la tasa sin riesgo más la prima de riesgo de la empresa. La prima de riesgo de la empresa es función del riesgo que se percibe de la empresa<sup>6</sup>:

$$\text{Ke} = \text{rentabilidad de los bonos del Estado} + \text{prima de riesgo de la empresa}$$

La Tabla 5 muestra la evolución de los tipos de interés de los bonos del Estado a 10 años y de la rentabilidad exigida a las acciones de Repsol.

## Tabla 5

Evolución de la rentabilidad de los bonos del Estado a 10 años y rentabilidad exigida a las acciones de Repsol (datos de diciembre)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Media
Tipos de interés 10 años*	12,5%	8,1%	11,9%	9,7%	6,9%	5,6%	4,0%	5,6%	5,2%	5,1%	4,3%	4,3%	3,6%	3,3%	7,0%
Rentabilidad exigida acciones	15,8%	17,4%	11,7%	16,5%	13,8%	10,5%	9,1%	6,8%	9,2%	9,0%	9,5%	8,1%	7,8%	7,1%	<b>10,8%</b>
Prima de riesgo	<b>4,5%</b>	<b>5,0%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,8%</b>

\* Tipos de interés al final del año anterior.

## 5. Creación de valor para los accionistas

Una empresa crea valor para los accionistas cuando la rentabilidad para éstos supera a la rentabilidad exigida a las acciones (el coste de las acciones). Dicho de otro modo, una empresa crea valor en un año cuando proporciona a sus accionistas una rentabilidad superior a la que exigen dado el riesgo que soportan.

<sup>6</sup> Si en lugar de invertir en acciones de una sola empresa invertimos en acciones de todas las empresas (en una cartera diversificada), entonces exigiremos una rentabilidad que es la siguiente:

$$\text{Ke} = \text{rentabilidad de los bonos del Estado} + \text{prima de riesgo del mercado}$$

Como referencia, en el año 2005, los analistas de bolsa utilizaban en su mayoría una prima de riesgo del mercado comprendida entre 3,5% y 4,5%.

La cuantificación de la creación de valor para los accionistas se realiza del siguiente modo:

$$\text{Creación de valor para los accionistas} = \text{Capitalización} \times (\text{Rentabilidad accionistas} - K_e)$$

Como la rentabilidad para los accionistas es igual al aumento de valor dividido entre la capitalización, la creación de valor también puede calcularse del siguiente modo:

$$\text{Creación de valor para los accionistas} = \text{Aumento del valor para los accionistas} - (\text{Capitalización} \times K_e)$$

Por consiguiente, la creación de valor es el aumento del valor para los accionistas por encima de la rentabilidad exigida por los accionistas.

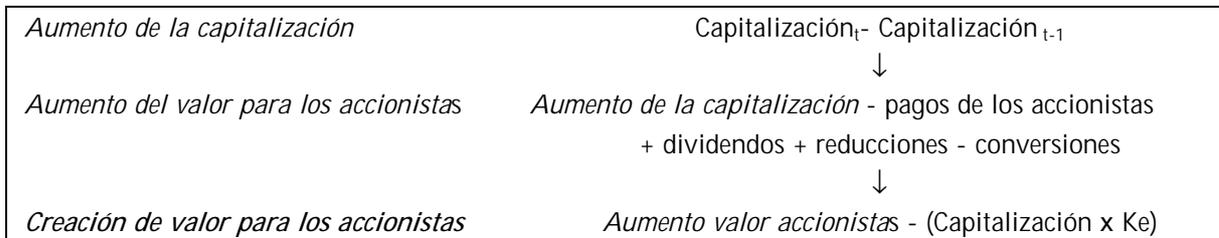
La Tabla 6 muestra que Repsol creó valor para sus accionistas todos los años excepto en 1992, 1994-1995 y 2000-2002.

**Tabla 6**

Repsol. Evolución del aumento de la capitalización, del aumento del valor para los accionistas y de la creación de valor para los accionistas (millones de euros)

(Millones de euros)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Suma
Capitalización	4.985	8.024	6.437	7.167	8.979	11.720	13.649	27.348	20.773	19.998	15.383	18.875	23.392	30.119	
□ capitalización	478	3.038	-1.587	730	1.812	2.741	1.929	13.699	-6.575	-775	-4.615	3.492	4.517	6.727	25.611
Aumento valor accionistas	621	3.251	-1.455	938	2.086	3.010	2.204	7.459	-6.793	-327	-4.432	3.865	4.998	7.365	22.790
Rentabilidad accionistas	13,8%	65,2%	-18,1%	14,6%	29,1%	33,5%	18,8%	54,6%	-24,8%	-1,6%	-22,2%	25,1%	26,5%	31,5%	569,1%
Rentabilidad exigida acciones	15,8%	17,4%	11,7%	16,5%	13,8%	10,5%	8,8%	6,7%	9,2%	9,0%	10,0%	7,8%	7,6%	7,1%	319,8%
<b>Creación de valor</b>	<b>-90</b>	<b>2.382</b>	<b>-2.395</b>	<b>-127</b>	<b>1.101</b>	<b>2.071</b>	<b>1.175</b>	<b>6.540</b>	<b>-9.306</b>	<b>-2.189</b>	<b>-6.428</b>	<b>2.660</b>	<b>3.559</b>	<b>5.713</b>	<b>4.665</b>
<b>Creación valor (euros de 2005)</b>	<b>-325</b>	<b>7.356</b>	<b>-6.621</b>	<b>-301</b>	<b>2.295</b>	<b>3.910</b>	<b>2.038</b>	<b>10.634</b>	<b>-13.857</b>	<b>-2.991</b>	<b>-7.987</b>	<b>3.065</b>	<b>3.810</b>	<b>5.713</b>	<b>6.738</b>

A continuación se muestra de forma simplificada la relación entre tres variables que a veces se confunden: aumento de la capitalización, aumento del valor para los accionistas y creación de valor para los accionistas.



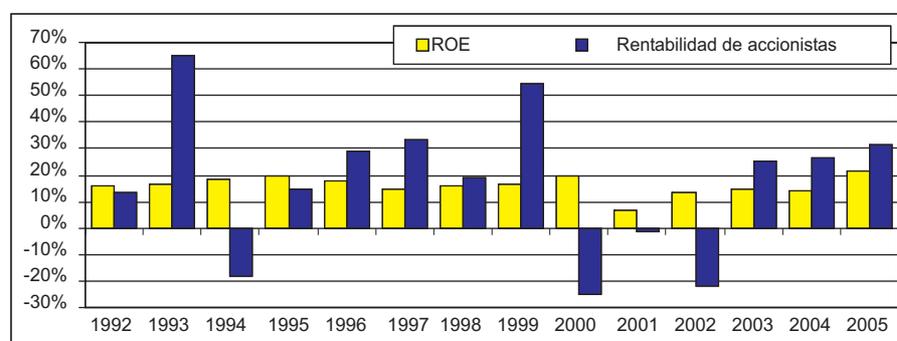
## 6. El ROE no es la rentabilidad para los accionistas

La traducción directa de ROE (*return on equity*) es rentabilidad de las acciones. Sin embargo, no es cierto que el ROE, que se calcula dividiendo el beneficio del año entre el valor contable de las acciones, sea la rentabilidad para los accionistas. Ya hemos definido en el Apartado 3 la rentabilidad para los accionistas como el aumento de valor para los accionistas dividido entre la capitalización, y eso no es el ROE.

Una prueba de ello es la Figura 6, que muestra el ROE y la rentabilidad para los accionistas de Repsol en cada uno de los años. Puede observarse que el ROE guarda poca relación (por no decir ninguna) con la rentabilidad para los accionistas. Nótese que la rentabilidad para los accionistas de Repsol fue negativa sólo cuatro años.

**Figura 6**

ROE y la rentabilidad para los accionistas de Repsol



	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	NIC
Fondos propios	2.891	3.173	3.538	3.955	5.096	5.557	6.043	12.526	15.143	14.538	13.586	13.632	14.545	16.263	
Benef. neto	432	481	582	707	717	758	875	1.011	2.429	1.025	1.952	2.020	1.950	3.120	
Benef. a. de impuestos	706	735	938	1.135	1.131	1.266	1.411	1.742	4.325	2.503	2.850	3.278	3.489	5.555	
ROE	16%	17%	18%	20%	18%	15%	16%	17%	19%	7%	13%	15%	14%	21%	
Rentabilidad accionistas	14%	65%	-18%	15%	29%	34%	19%	55%	-25%	-2%	-22%	25%	26%	31%	

Nótese la variación de los estados contables en 2005 por la introducción de las NIC. Según las NIC, los fondos propios de 2004 fueron 12.806, el beneficio neto, 2.414, y el beneficio antes de impuestos, 4.193.

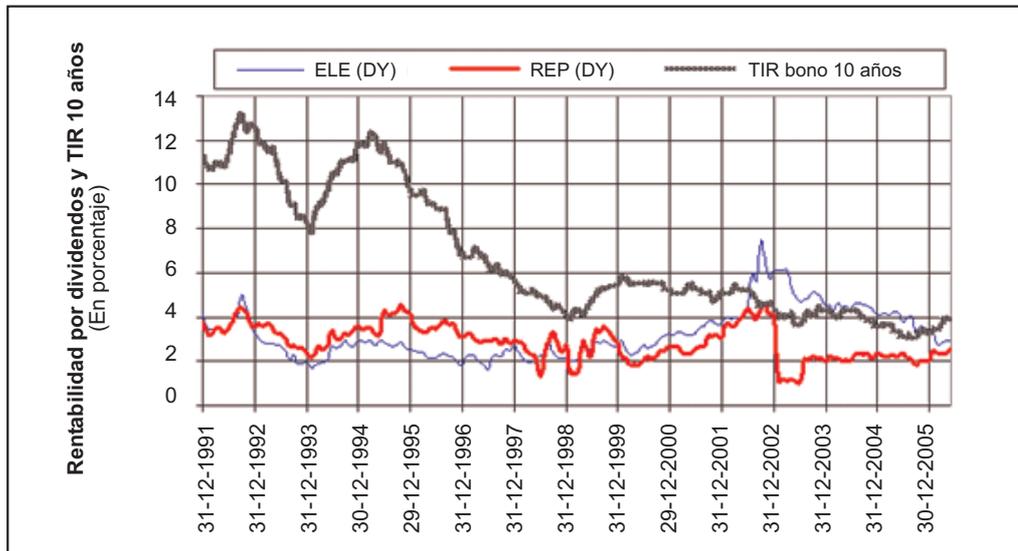
Fuente: Datastream.

La Figura 7 muestra la rentabilidad por dividendos de Repsol comparada con la TIR de los bonos del Estado a 10 años y la rentabilidad por dividendos de Endesa. Puede comprobarse que la rentabilidad por dividendos de Endesa fue superior a la TIR de los bonos del Estado a 10 años desde mediados de 2002 hasta final de 2005. El que la rentabilidad por dividendos sea superior a la rentabilidad de los bonos del Estado es, en empresas con perspectivas de dividendos estables, síntoma habitual de infravaloración. Esta infravaloración propició la OPA de Gas Natural del 5 de septiembre de 2005 (7,34 euros en efectivo más 0,569 acciones de Gas Natural

por cada acción de Endesa, aproximadamente 21 euros/acción) y la posterior de E.ON del 21 de febrero de 2006 a 27,5 euros/acción<sup>7</sup>.

## Figura 7

Rentabilidad por dividendos de Repsol y Endesa, y TIR del bono del Estado a 10 años



## 7. Comparación de Repsol con otras empresas de energía internacionales

La Tabla 7 muestra la rentabilidad de las mayores empresas de energía cotizadas en bolsa. Puede observarse que Repsol fue la decimotercera más rentable (en dólares) en el período 1998-2005.

La Tabla 8 muestra la capitalización de las empresas.

<sup>7</sup> El 6 de enero de 2006, cuando la cotización de Endesa era de 21,95 euros, mi colega José Manuel Campa y yo publicamos en *Expansión* un artículo titulado "Endesa y sus accionistas", en el que sosteníamos que una valoración conservadora de la acción de Endesa era de 28 euros. En el artículo titulado "Una valoración de Endesa", publicado por *Gaceta de los Negocios* el 18 de enero de 2006, detallamos cómo llegamos a la cifra de 28 euros.

**Tabla 7**

Rentabilidad para los accionistas de empresas del sector de la energía (rentabilidad calculada en dólares)

	Rentabilidad para el accionista								Rentabilidad media	
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	1998-2005	2003-2005
Korea Electric Power Corp.	179%	28%	-39%	-7%	-3%	22%	51%	44%	23%	39%
Oil & Natural Gas Corp. Limited	-34%	3%	-42%	16%	171%	156%	14%	44%	23%	61%
<b>Unión Fenosa S.A.</b>	85%	2%	7%	-10%	-17%	47%	44%	44%	<b>21%</b>	<b>45%</b>
Petroleo Brasileiro SA	-50%	128%	-7%	1%	-37%	119%	47%	80%	18%	79%
Occidental Petroleum Corp.	-40%	35%	18%	13%	11%	53%	41%	39%	17%	44%
TXU Corp.	19%	-19%	34%	12%	-59%	30%	178%	60%	17%	79%
ENI	18%	-14%	20%	1%	33%	25%	38%	17%	16%	27%
Southern Company	18%	-15%	49%	33%	18%	12%	16%	8%	16%	12%
National Grid PLC	74%	-2%	23%	-29%	23%	2%	39%	8%	14%	15%
Electrabel SA	98%	-23%	-28%	-4%	22%	36%	48%	4%	13%	28%
<b>Iberdrola S.A.</b>	46%	-25%	-6%	7%	11%	46%	33%	11%	<b>13%</b>	<b>29%</b>
Siemens AG	10%	99%	4%	-22%	-35%	94%	7%	3%	12%	29%
<b>Repsol YPF S.A.</b>	<b>28%</b>	<b>32%</b>	<b>-30%</b>	<b>-7%</b>	<b>-8%</b>	<b>50%</b>	<b>36%</b>	<b>14%</b>	<b>11%</b>	<b>33%</b>
Marathon Oil Corp.	-8%	-16%	16%	12%	-26%	61%	17%	66%	11%	46%
BP PLC	17%	38%	-17%	-1%	-8%	23%	24%	13%	10%	20%
CLP Holdings Limited	-6%	-3%	15%	-3%	13%	25%	27%	6%	9%	19%
Suez	90%	-20%	17%	-15%	-41%	24%	41%	23%	9%	29%
E On AG	-11%	-18%	29%	-13%	-20%	69%	44%	17%	8%	42%
<b>Endesa S.A.</b>	52%	-24%	-12%	-6%	-22%	72%	27%	15%	<b>8%</b>	<b>36%</b>
YPF SA	-14%	34%	-18%	-18%	-43%	185%	19%	22%	8%	61%
RWE AG	4%	-27%	16%	-13%	-30%	62%	43%	38%	7%	47%
Tokyo Electric Power Company Inc	38%	10%	-5%	-13%	-8%	18%	15%	1%	6%	11%
Energias De Portugal	19%	-18%	-1%	-31%	-19%	66%	25%	6%	2%	30%
Baoshan Iron & Steel				-27%	9%	78%	-12%	-25%	-1%	6%
Petrochina Company Limited				16%	19%	211%	-2%	62%		70%
Fortum Corp.		-24%	-5%	9%	62%	65%	89%	40%		64%
Statoil ASA					28%	40%	44%	53%		46%
Enel			-4%	-23%	-2%	39%	60%	-14%		24%

Fuente: ThomsonFinancial.

**Tabla 8**

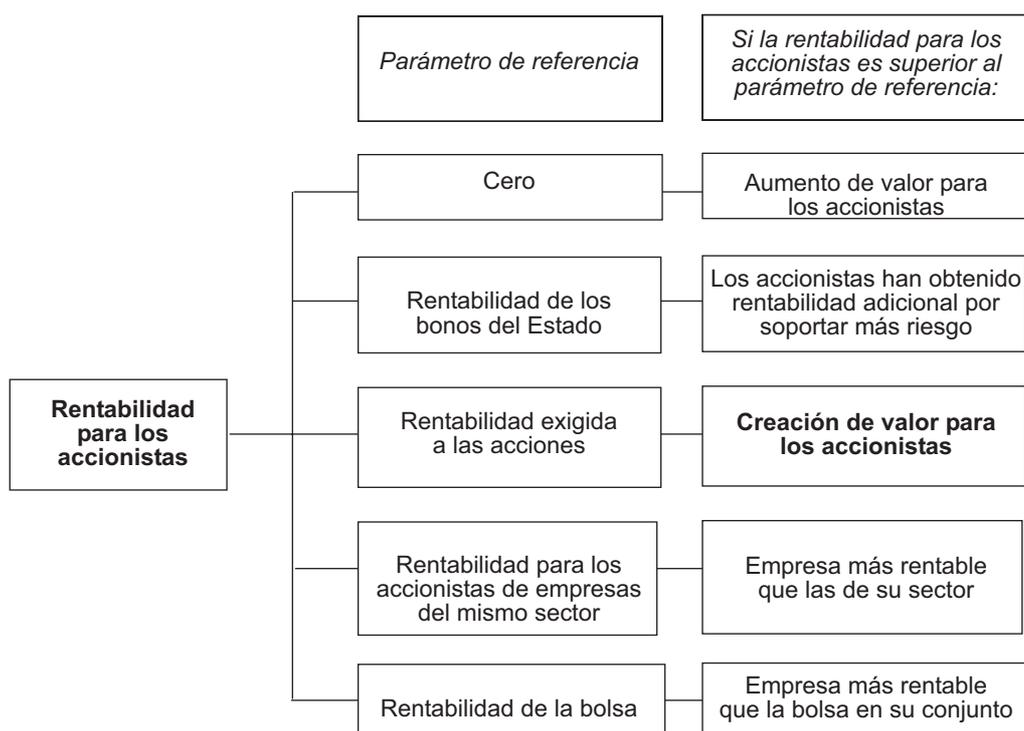
Capitalización entre diciembre de 1998 y diciembre de 2005 de empresas del sector de la energía (millones de dólares)

Empresas energéticas	Capitalización							
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
BP PLC	87.893	195.480	181.777	174.338	153.837	179.400	209.945	219.511
ENI	52.400	43.800	51.087	50.164	63.618	75.533	100.256	110.698
Siemens AG	37.799	75.307	77.767	59.468	37.839	71.691	75.527	76.068
E.On AG	29.894	24.320	46.437	39.692	27.884	45.327	63.187	71.391
EDF								68.738
Statoil ASA				15.013	18.489	24.602	34.344	50.122
Enel		50.570	47.133	34.173	31.556	41.221	59.979	48.188
Sinopec Corporation				29.146	25.428	41.818	36.834	40.375
Suez	30.244	31.517	36.409	30.881	17.984	20.179	27.209	39.382
RWE AG	25.915	18.446	23.452	19.982	13.456	20.862	28.883	38.513
Oil & Natural Gas Corp. Limited	6.755	6.778	3.673	3.974	10.402	24.987	26.883	37.223
<b>Repsol YPF S.A.</b>	<b>16.028</b>	<b>26.308</b>	<b>19.508</b>	<b>17.806</b>	<b>16.142</b>	<b>23.807</b>	<b>31.794</b>	<b>35.527</b>
BG Group PLC	24.971	22.754	13.813	14.383	15.228	18.120	24.032	34.931
Tokyo Electric Power Company Inc	33.463	36.216	33.585	28.800	25.708	29.665	33.204	32.839
Occidental Petroleum Corp.	5.837	7.949	8.957	9.911	10.708	16.268	23.036	32.112
Petroleo Brasileiro SA	5.125	11.591	10.610	10.005	5.924	12.244	16.912	29.467
<b>Endesa S.A.</b>	<b>25.337</b>	<b>20.920</b>	<b>18.041</b>	<b>16.564</b>	<b>12.387</b>	<b>20.366</b>	<b>24.881</b>	<b>27.750</b>
National Grid PLC	11.770	11.273	13.495	9.262	22.719	22.052	29.408	26.476
Southern Company	20.264	15.818	21.567	17.622	20.000	22.149	24.744	25.701
Electrabel S.A.	23.944	17.748	12.342	11.375	13.262	17.193	24.385	24.634
<b>Iberdrola S.A.</b>	<b>16.893</b>	<b>12.436</b>	<b>11.300</b>	<b>11.736</b>	<b>12.629</b>	<b>17.819</b>	<b>22.915</b>	<b>24.555</b>
TXU Corp.	13.181	9.830	11.439	12.500	5.364	7.683	18.800	24.098
Korea Electric Power Corp.	15.569	19.884	11.942	10.575	9.849	11.497	16.619	23.960
Marathon Oil Corp.	9.266	7.620	8.652	9.282	6.596	10.266	13.034	22.344
YPF SA	9.875	12.957	10.395	9.282	5.201	14.619	17.201	20.925
Ntpc Limited							16.569	20.536
Petrochina Company Limited			2.930	3.112	3.495	10.078	9.388	17.280
Fortum Corp.	4.793	3.540	3.453	3.576	5.546	8.725	16.052	16.354
CLP Holdings Limited	12.200	9.585	10.380	9.238	9.697	11.477	13.850	13.977
<b>Unión Fenosa S.A.</b>	<b>5.279</b>	<b>5.296</b>	<b>5.592</b>	<b>4.932</b>	<b>4.012</b>	<b>5.722</b>	<b>8.013</b>	<b>11.296</b>
Energias de Portugal	13.211	10.424	9.914	6.518	5.005	7.909	11.083	11.214

Fuente: ThomsonFinancial.

## 8. ¿Con qué se debe comparar la rentabilidad para los accionistas?

La empresa crea valor para los accionistas si la rentabilidad que obtienen es superior a la rentabilidad exigida (y destruye valor en caso contrario).



Sin embargo, muchas veces se compara la rentabilidad para los accionistas con otros parámetros de referencia<sup>8</sup>. Los parámetros de referencia más frecuentes son:

- a) Cero. Si la rentabilidad para los accionistas es positiva (superior a cero), los accionistas tienen más dinero nominal que al principio del año.
- b) La rentabilidad de los bonos del Estado. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la de invertir en bonos del Estado, los accionistas han obtenido rentabilidad adicional por soportar más riesgo.
- c) Rentabilidad exigida a las acciones. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad exigida, la empresa ha creado valor: los accionistas han obtenido una rentabilidad superior a la necesaria para compensar el riesgo adicional de invertir en la empresa en lugar de invertir en bonos del Estado.
- d) Rentabilidad para los accionistas de empresas del mismo sector. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad para los accionistas de empresas del mismo sector, la empresa ha creado más valor que las de su sector (para igual inversión y riesgo).
- e) Rentabilidad del índice de la bolsa. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad del índice de la bolsa, la empresa ha sido más rentable que la bolsa en su conjunto.

<sup>8</sup> La comparación con distintas referencias permite responder a distintas preguntas.

## 9. Repsol y el IBEX 35

La Tabla 9 compara la rentabilidad para los accionistas de Repsol con la rentabilidad del IBEX 35. La rentabilidad media anual de Repsol fue del 14,5%, sensiblemente superior a la del IBEX 35 (14,0%). La rentabilidad de Repsol fue siete años superior a la del IBEX 35 y siete años (1994-1998, 2000 y 2003) inferior.

La rentabilidad de Repsol en estos catorce años fue del 569,1% (cada euro invertido en acciones de Repsol en diciembre de 1991 se convirtió en 6,69 euros en diciembre de 2005), mientras que la rentabilidad del IBEX 35 en estos catorce años fue del 526,3%<sup>9</sup>. La inflación acumulada fue del 58,8% (lo que en media costaba 1 euro en diciembre de 1991, costó 1,588 euros en diciembre de 2005). La rentabilidad media de todas las empresas del IBEX, exceptuando Repsol, fue también del 14%<sup>10</sup>.

**Tabla 9**

Comparación de la rentabilidad para los accionistas de Repsol con la del IBEX 35

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Media
<b>Repsol</b>	13,8%	65,2%	-18,1%	14,6%	29,1%	33,5%	18,8%	54,6%	-24,8%	-1,6%	-22,2%	25,1%	26,5%	31,5%	14,5%
Indice IBEX 35	2.345	3.615	3.088	3.631	5.145	7.255	9.837	11.641	9.110	8.398	6.037	7.737	9.081	10.734	
Rentabilidad IBEX 35 (sin div.)	-9,9%	54,2%	-14,6%	17,6%	41,7%	41,0%	35,6%	18,3%	-21,7%	-7,8%	-28,1%	28,2%	17,4%	18,2%	10,6%
Rentabilidad IBEX 35 (con div.)	-5,0%	61,0%	-11,7%	22,4%	47,1%	44,5%	38,6%	20,1%	-20,5%	-6,1%	-26,5%	32,2%	21,1%	22,0%	14,0%
IGBM	214,3	322,8	285,0	320,1	444,8	632,6	867,8	1.008,6	880,7	824,4	634,0	808,0	959,1	1.156,2	
Rentabilidad IGBM (sin div.)	-13,0%	50,7%	-11,7%	12,3%	39,0%	42,2%	37,2%	16,2%	-12,7%	-6,4%	-23,1%	27,4%	18,7%	20,6%	11,7%
Rentabilidad ITBM (con div.)	-7,5%	56,0%	-9,2%	15,7%	42,9%	45,4%	39,5%	17,2%	-11,1%	-4,8%	-17,2%	30,0%	21,2%	23,3%	14,9%
Inflación	4,9%	4,3%	4,3%	4,3%	3,2%	2,0%	1,4%	2,9%	4,0%	2,7%	3,9%	2,8%	3,0%	3,4%	3,4%
IBEX 35 sin Repsol	-6,8%	60,5%	-10,9%	23,2%	48,7%	45,4%	40,1%	17,9%	-20,1%	-6,4%	-26,8%	32,7%	20,7%	21,3%	14,0%
Repsol - IBEX	18,8%	4,2%	-6,5%	-7,8%	-17,9%	-10,9%	-19,8%	34,6%	-4,3%	4,5%	4,3%	-7,1%	5,4%	9,5%	-0,4%
<b>(1+Repsol) / (1+IBEX) - 1</b>	<b>19,8%</b>	<b>2,6%</b>	<b>-7,3%</b>	<b>-6,4%</b>	<b>-12,2%</b>	<b>-7,6%</b>	<b>-14,3%</b>	<b>28,8%</b>	<b>-5,4%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,9%</b>	<b>-5,3%</b>	<b>4,5%</b>	<b>7,8%</b>	<b>0,5%</b>

La Tabla 10 muestra que la capitalización de Repsol durante estos años osciló entre el 6% y el 10,8% sobre el total de la capitalización del IBEX 35.

**Tabla 10**

Comparación de la capitalización de Repsol con la del IBEX 35

Capitalización	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
IBEX 35	51.098	46.020	78.454	71.361	84.457	119.501	168.125	228.735	293.034	306.949	291.161	215.468	275.697	344.997	401.838
Repsol	4.508	4.985	8.024	6.437	7.167	8.979	11.720	13.649	27.348	20.773	19.998	15.383	18.875	23.392	30.119
Porcentaje	8,8%	<b>10,8%</b>	10,2%	9,0%	8,5%	7,5%	7,0%	<b>6,0%</b>	9,3%	6,8%	6,9%	7,1%	6,8%	6,8%	7,5%

<sup>9</sup>  $569,1\% = 1,145^{14} - 1$ .     $526,3\% = 1,14^{14} - 1$ .

<sup>10</sup> Esta rentabilidad ( $R_{IBEXnoREP}$ ) se calcula del siguiente modo:

$$R_{IBEXnoREP} = (CAP_{IBEX} \times R_{IBEX} - CAP_{REP} \times R_{REP}) / CAP_{IBEXnoREP}$$

Siendo  $R_{IBEX}$  y  $CAP_{IBEX}$  la rentabilidad del IBEX y su capitalización a principio del año;  $R_{REP}$  y  $CAP_{REP}$ , la rentabilidad de REP y su capitalización a principio del año; y  $CAP_{IBEXnoREP}$ , la capitalización del IBEX sin REP al principio del año.

En diciembre de 1991, Repsol fue la tercera empresa por capitalización (tras Telefónica y Endesa). En junio de 2006, Repsol fue la quinta empresa por capitalización del IBEX 35 (tras BSCH, Telefónica, BBVA y Endesa). En todos estos años, Telefónica fue la mayor empresa por capitalización del IBEX, exceptuando 1993 y 1995 (la mayor empresa fue Endesa) y 2005 (la mayor empresa fue BSCH).

## Tabla 11

Comparación de la capitalización de Repsol con la de las mayores empresas españolas

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
BS/BSCH	2.886	4.482	4.838	5.846	7.977	14.658	19.837	41.226	51.477	44.871	31.185	44.775	57.102	<b>69.735</b>
Telefónica	<b>6.351</b>	10.390	<b>8.780</b>	9.486	<b>17.024</b>	<b>24.562</b>	<b>39.645</b>	<b>80.918</b>	<b>76.396</b>	<b>70.219</b>	<b>41.461</b>	<b>57.687</b>	<b>68.689</b>	62.548
BBV/BBVA	3.249	4.394	4.533	5.902	9.468	20.040	27.316	29.878	50.654	44.422	29.146	34.995	44.251	51.134
<b>Repsol</b>	<b>4.985</b>	<b>8.024</b>	<b>6.437</b>	<b>7.167</b>	<b>8.979</b>	<b>11.720</b>	<b>13.649</b>	<b>26.243</b>	<b>20.779</b>	<b>19.998</b>	<b>15.383</b>	<b>18.875</b>	<b>23.392</b>	<b>30.119</b>
Endesa	5.790	<b>10.626</b>	8.376	<b>10.735</b>	14.439	16.908	21.577	20.868	19.216	18.602	11.805	16.146	18.306	23.525
Iberdrola	3.368	5.391	4.514	6.191	10.168	10.864	14.386	12.405	12.036	13.181	12.036	14.127	16.859	20.817
Popular	1.872	2.781	2.718	3.886	4.429	7.090	7.124	7.030	8.056	8.009	8.462	10.755	11.028	12.519
UNF	725	1.048	956	1.277	2.440	2.673	4.495	5.283	5.956	5.539	3.824	4.537	5.896	9.576

## 10. Riesgo para el accionista de Repsol

La Figura 8 muestra la evolución de la cotización de Repsol respecto a su máximo histórico. El descenso de Repsol hasta octubre de 2002 fue similar al de Endesa y Unión Fenosa, y superior al de Iberdrola.

La Figura 9 muestra la volatilidad del Repsol y de las principales eléctricas españolas. Puede observarse que Endesa y Repsol tuvieron una punta de volatilidad elevada en 2002. En 2004 y 2005, la volatilidad ha descendido notablemente para el IBEX y para todos los valores.

La Figura 10 muestra la rentabilidad diferencial del último año de Repsol respecto al IBEX, a Iberdrola y a Endesa.

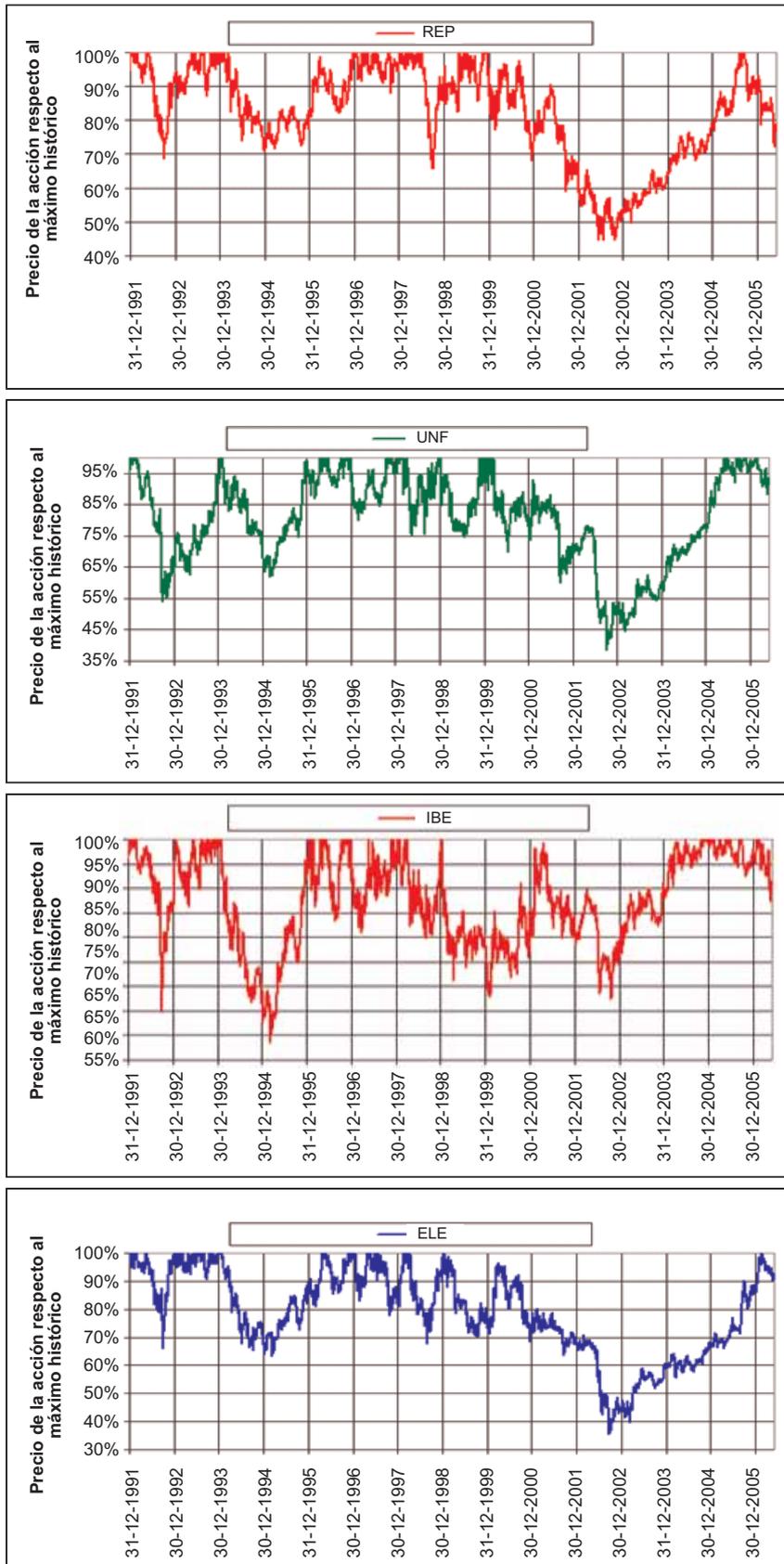
La Figura 11 muestra la correlación de la rentabilidad de Repsol con la del IBEX y con la de las principales acciones españolas.

La Figura 12 muestra las betas (calculadas con datos diarios y con datos mensuales de los últimos cinco años) de Repsol respecto al IBEX y al Euro Stoxx 50. Se puede corroborar que las betas calculadas sirven de poco, como ya afirmábamos en Fernández (2004a) y Fernández (2004b).

La Figura 13 muestra el valor en la fecha indicada de una posición inicial (31 de diciembre de 1991) consistente en 1 euro invertido (largo) en Repsol y 1 euro corto en el IBEX y otras empresas: Endesa, Iberduero, BBVA, Telefónica y SCH.

Figura 8

Evolución de la cotización como porcentaje del máximo histórico de Repsol, Unión Fenosa, Iberdrola y Endesa



## Figura 9

Evolución de la volatilidad de Repsol, Ibox, Iberdrola y Endesa  
(Volatilidad anualizada calculada con datos diarios de 6 meses)

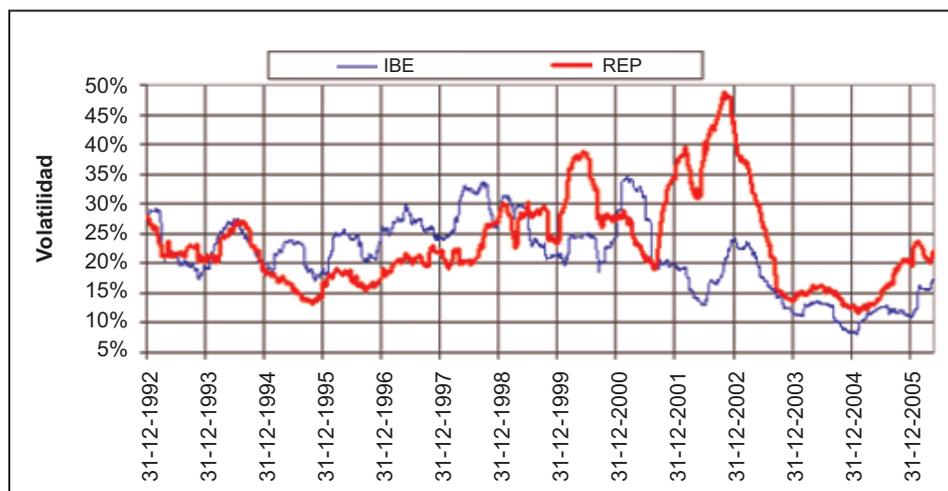
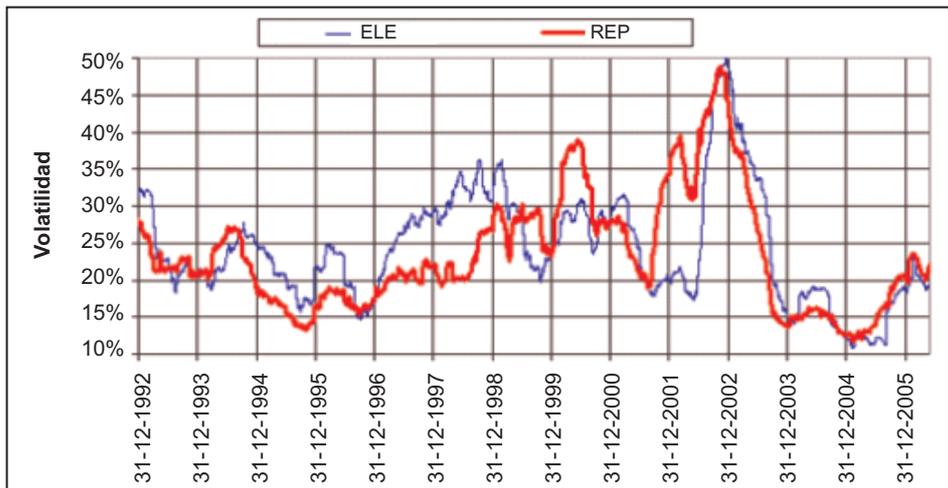
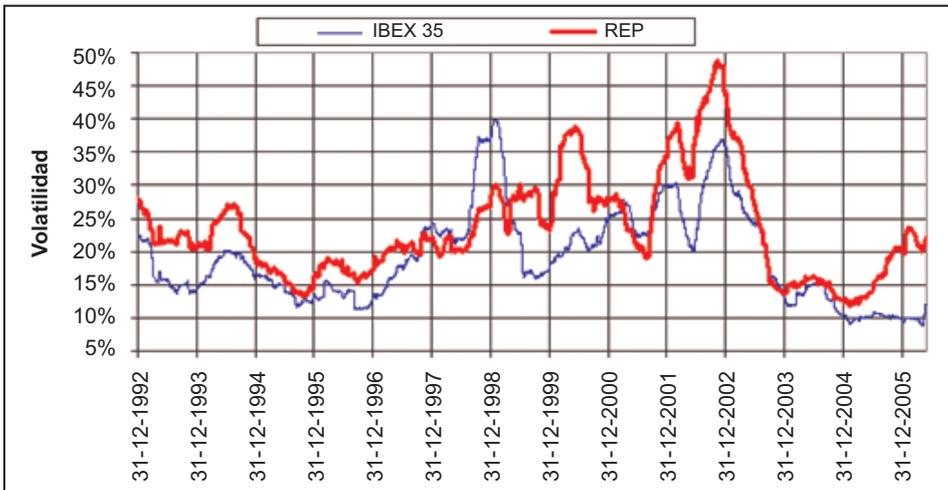
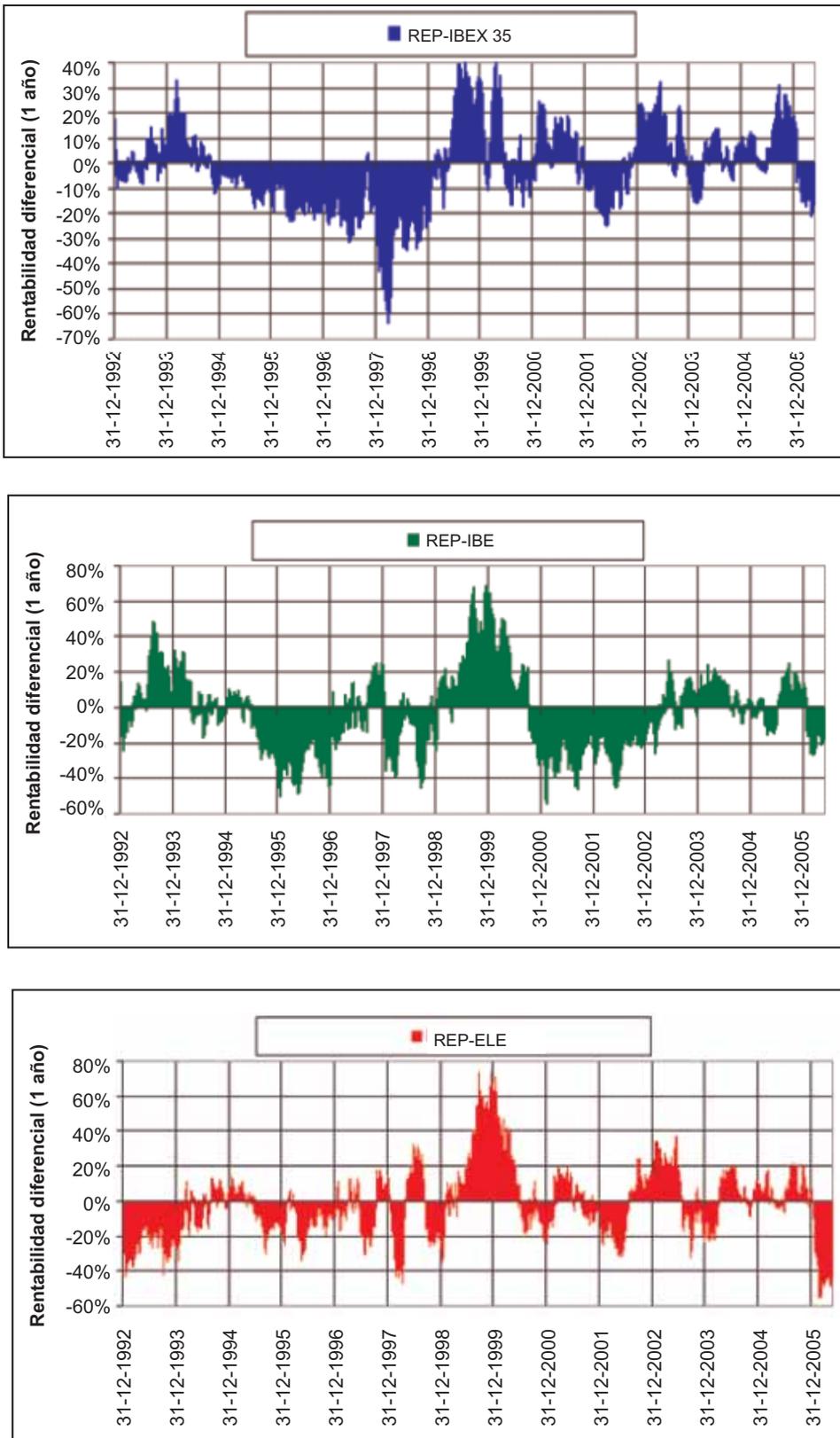


Figura 10

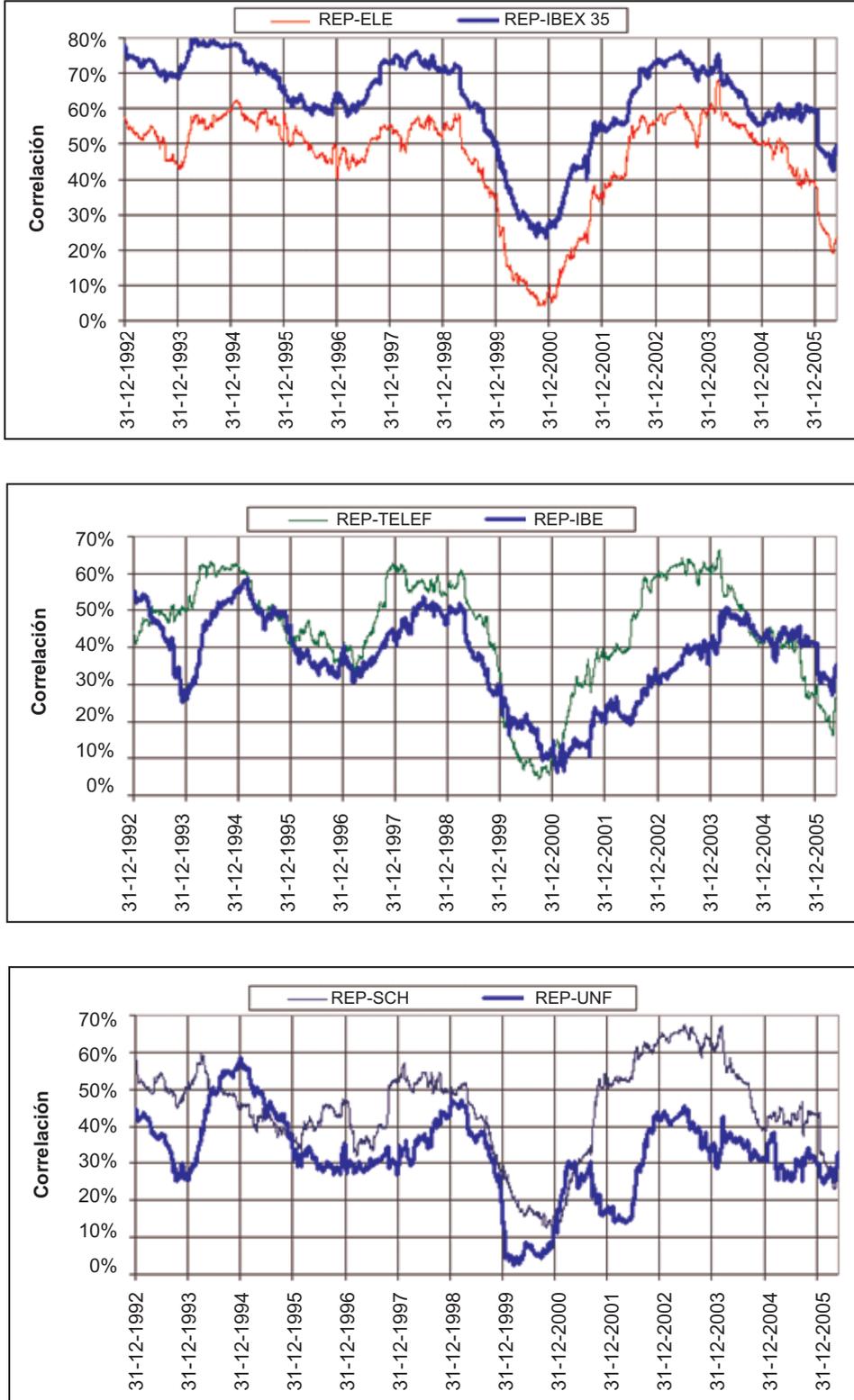
Rentabilidad diferencial del último año de REP respecto al IBEX 35, a IBE y a ELE



## Figura 11

Evolución de la correlación de Repsol (REP) respecto al IBEX 35, Endesa (ELE), Iberdrola (IBE), Telefónica (TELEF), BSCH y Unión Fenosa

(Correlación calculada con datos diarios de un año)



## Figura 12

Evolución de las betas calculadas de Repsol  
Betas calculadas cada día con datos de los últimos 5 años anteriores

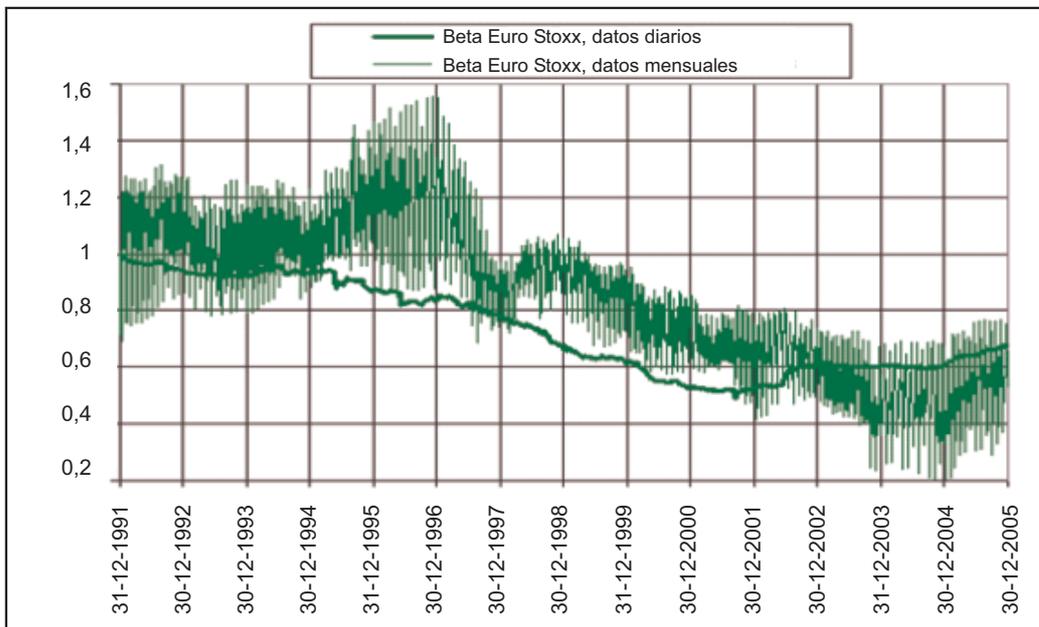
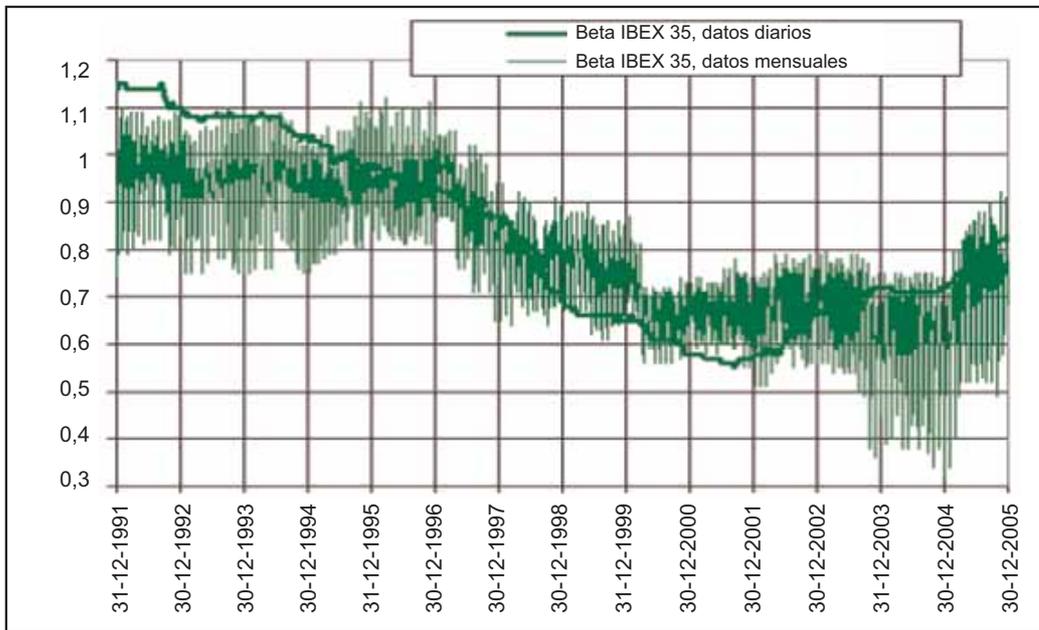


Figura 13

Valor de una posición larga en Repsol (REP), y corta en IBEX 35, IBE, ELE, BBVA, TELEF y SCH

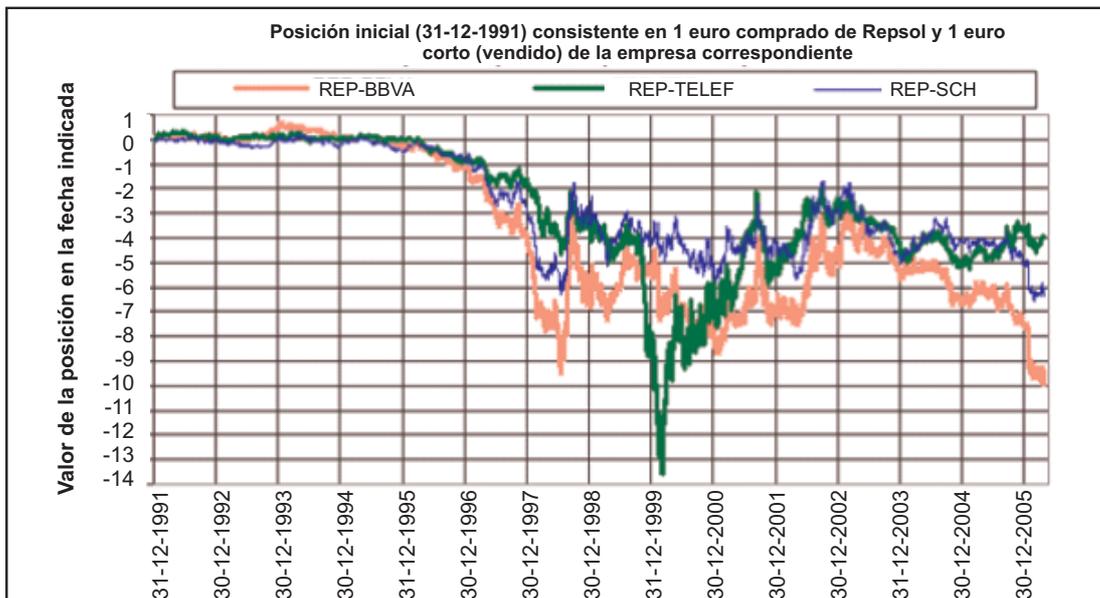
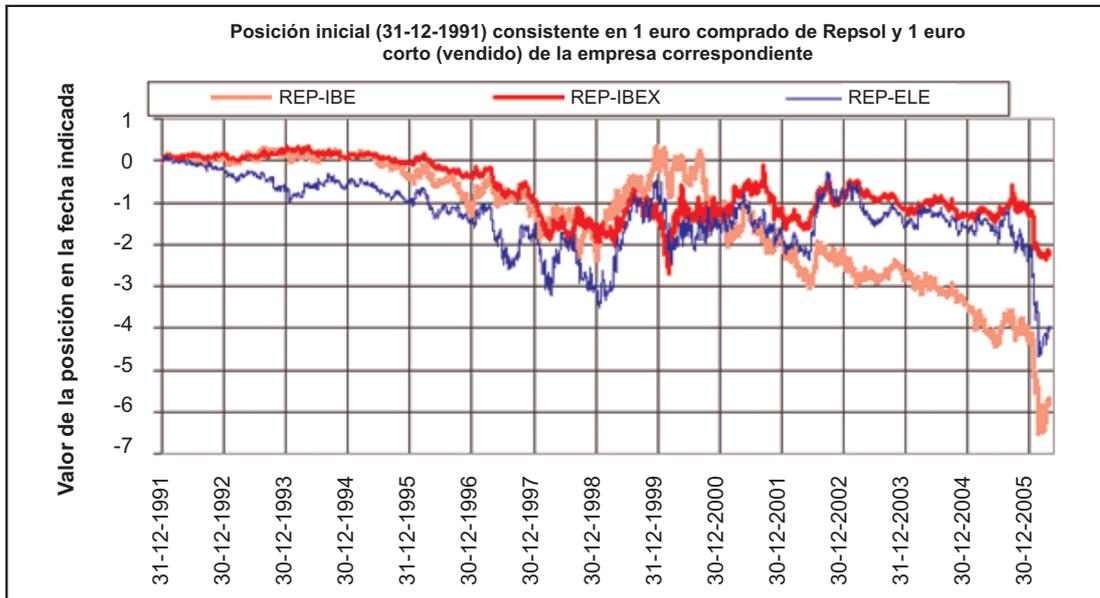


Figura 14

Evolución del PER de Repsol, Endesa e Iberdrola

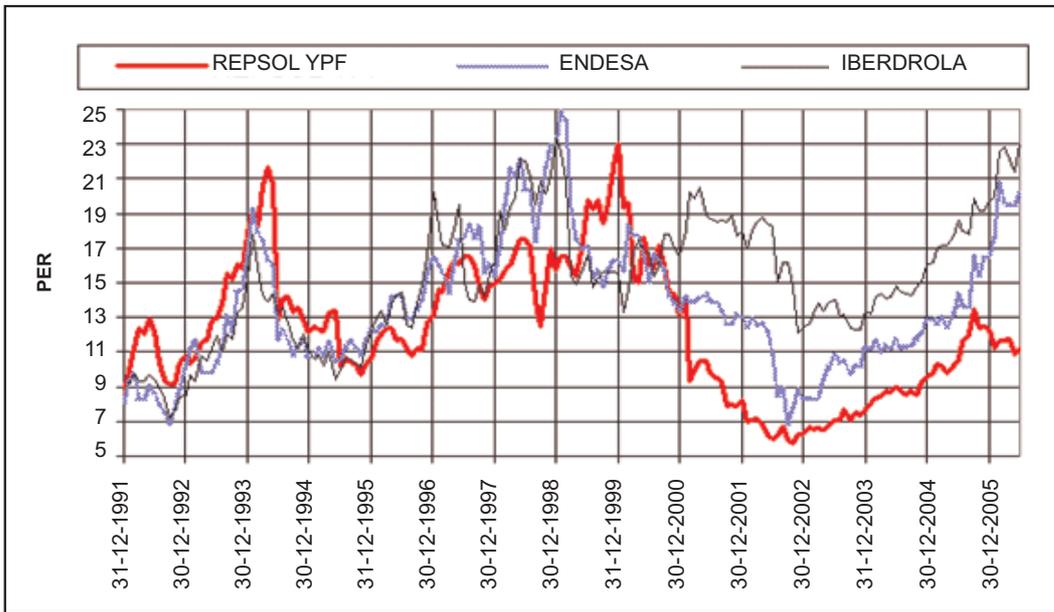
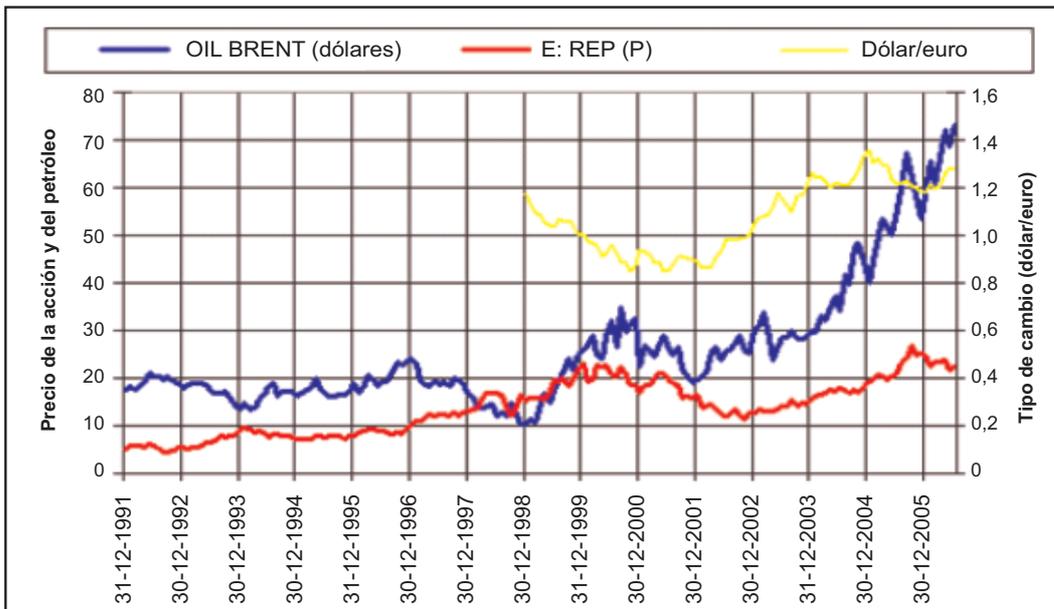


Figura 15

Evolución de la cotización de Repsol, del precio del barril Brent y del tipo de cambio dólar/euro



## Anexo 1

Balance de Repsol. Partidas principales (millones de euros)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2004-1993
<b>ACTIVO</b>													
II. Inmovilizaciones inmateriales	121	128	193	481	557	550	862	1.505	1.501	898	992	1.345	11,1
III. Inmovilizaciones materiales	4.710	5.411	5.709	7.779	9.544	10.305	25.925	31.190	30.436	20.562	19.471	19.677	4,2
IV. Inmovilizaciones financieras	210	220	228	540	593	793	1.939	2.755	2.182	1.834	2.385	2.238	10,6
B) INMOVILIZADO	5.041	5.759	6.130	8.801	10.694	11.648	28.726	35.587	34.219	23.355	22.871	23.261	4,6
C) FONDO DE COMERCIO DE CONSOLIDACION	194	54	18	60	427	420	4.150	4.733	4.497	2.934	2.496	2.677	13,8
D) GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS (2)	192	143	163	158	215	203	587	481	616	683	662	879	4,6
II. Existencias	844	955	1.011	1.227	1.201	1.061	1.935	2.660	2.106	2.119	2.109	2.652	3,1
III. Deudores	1.974	1.989	1.929	2.173	2.532	2.934	4.894	6.834	5.765	4.470	4.582	5.399	2,7
IV. Inversiones financieras temporales	809	680	691	494	895	935	1.373	1.697	3.909	4.270	5.031	3.696	4,6
VI. Tesorería	62	35	55	30	62	127	334	361	278	195	247	358	5,8
E) ACTIVO CIRCULANTE	3.722	3.700	3.717	3.954	4.716	5.081	8.587	11.618	12.107	11.092	12.004	12.126	3,3
TOTAL ACTIVO (B + C + D + E)	9.148	9.656	10.028	12.973	16.052	17.351	42.050	52.419	51.439	38.064	38.033	38.943	4,3
<b>PASIVO</b>													
A) FONDOS PROPIOS	3.173	3.538	3.955	5.096	5.557	6.043	12.526	15.143	14.538	13.586	13.632	14.545	4,6
B) SOCIOS EXTERNOS	347	385	392	836	1.648	1.513	1.870	3.522	6.591	4.223	4.054	4.036	11,6
D) INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	58	122	167	294	369	432	479	939	877	262	336	276	4,7
E) PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS	562	625	576	627	784	673	1.099	1.576	1.397	1.165	1.454	2.144	3,8
I. Emisión de obligaciones y otros valores negociables	0	0	244	343	623	623	5.991	9.874	9.134	6.119	4.992	3.815	
II. Deudas con entidades de crédito	944	1.307	1.085	1.575	2.203	1.652	4.232	5.011	4.354	2.154	1.462	2.197	2,3
IV. Otras deudas a largo	299	257	244	242	246	579	1.588	1.872	1.446	1.617	1.905	2.509	8,4
F) ACREEDORES A LARGO PLAZO	1.243	1.564	1.573	2.160	3.072	2.854	11.811	16.758	14.934	9.890	8.359	8.521	6,9
I. Emisión de obligaciones y otros valores negociables	860	324	0	423	395	1.184	5.981	3.491	4.186	2.321	2.457	1.735	2,0
II. Deudas con entidades de crédito	483	588	555	557	1.113	1.207	2.788	3.695	3.377	1.678	1.912	1.699	3,5
III. Acreedores comerciales	676	703	803	1.094	985	873	1.712	2.324	2.516	2.609	2.630	2.837	4,2
IV. Otras deudas a corto plazo	1.722	1.778	1.982	1.860	2.092	2.518	3.699	4.895	2.937	2.292	3.149	3.069	1,8
G) ACREEDORES A CORTO PLAZO	3.765	3.422	3.365	3.961	4.607	5.802	14.257	14.468	13.090	8.935	10.185	9.398	2,5
TOTAL PASIVO (A + B + C + E + F + G + H)	9.148	9.656	10.028	12.973	16.052	17.351	42.050	52.419	51.439	38.064	38.033	38.943	4,3

Fuente: Memoria anual de la empresa.

## Anexo 2

Cuentas de resultados de Repsol. Partidas principales (millones de euros)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2004-1993
+ Importe neto de la cifra de negocio (5)	13.026	14.000	14.851	16.236	18.800	18.573	25.633	44.043	42.851	35.555	36.069	40.585	3,1
+ Otros ingresos (6)	295	262	335	416	472	495	567	1.288	984	835	1.083	821	2,8
+/- Variación existencias	1	-7	68	7	16	-79	95	411	-182	100	54	283	194,6
<b>VALOR TOTAL DE LA PRODUCCION</b>	<b>13.322</b>	<b>14.255</b>	<b>15.294</b>	<b>16.659</b>	<b>19.287</b>	<b>18.989</b>	<b>26.295</b>	<b>45.742</b>	<b>43.653</b>	<b>36.490</b>	<b>37.206</b>	<b>41.689</b>	<b>3,1</b>
- Compras netas	-9.025	-9.862	-10.573	-11.830	-13.214	-12.649	-16.810	-27.989	-26.605	-24.433	-24.320	-27.302	3,0
+/- Variación existencias	8	96	32	118	-83	-101	366	94	-316	235	6	70	9,3
- Gastos externos y de explotación (7)	-2.032	-2.073	-2.039	-2.232	-2.616	-2.552	-4.143	-6.840	-6.803	-5.233	-5.336	-5.852	2,9
<b>VALOR ANADIDO AJUSTADO</b>	<b>2.273</b>	<b>2.417</b>	<b>2.714</b>	<b>2.716</b>	<b>3.375</b>	<b>3.687</b>	<b>5.708</b>	<b>11.006</b>	<b>9.929</b>	<b>7.059</b>	<b>7.556</b>	<b>8.605</b>	<b>3,8</b>
+/- Otros gastos e ingresos (8)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-261	-336	
- Gastos de personal	-767	-768	-782	-807	-898	-970	-1.267	-1.648	-1.732	-1.161	-1.111	-1.236	1,6
<b>RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACION</b>	<b>1.506</b>	<b>1.649</b>	<b>1.933</b>	<b>1.909</b>	<b>2.477</b>	<b>2.717</b>	<b>4.441</b>	<b>9.358</b>	<b>8.197</b>	<b>5.898</b>	<b>6.184</b>	<b>7.033</b>	<b>4,7</b>
- Dotación amortizaciones inmovilizado	-528	-575	-622	-719	-996	-1.054	-1.796	-2.864	-2.971	-2.626	-2.245	-2.396	4,5
- Variación provisiones de circulante (9)	-35	-11	-34	4	-77	-5	-16	-252	-302	56	-73	-84	2,4
<b>RESULTADO NETO DE EXPLOTACION</b>	<b>943</b>	<b>1.063</b>	<b>1.277</b>	<b>1.194</b>	<b>1.404</b>	<b>1.658</b>	<b>2.629</b>	<b>6.242</b>	<b>4.920</b>	<b>3.323</b>	<b>3.860</b>	<b>4.547</b>	<b>4,8</b>
+ Ingresos financieros	131	105	130	120	142	173	301	908	1.740	2.386	2.123	1.395	10,7
- Gastos financieros	-211	-193	-203	-169	-292	-344	-1.027	-2.209	-3.168	-3.117	-2.549	-1.699	8,0
+ Intereses y diferencias cambio capitalizados	0	0	0	0	0	0	0	0	76	31	26	17	
+/- Participación result. sociedades puestas en equivalencia	-4	2	5	2	13	1	59	72	35	-35	146	87	-20,7
- Amortización fondo comercio consolidación	-27	-17	-40	-5	-23	-24	-133	-270	-323	-300	-174	-176	6,4
<b>RESULTADO ACTIVIDADES ORDINARIAS</b>	<b>831</b>	<b>960</b>	<b>1.178</b>	<b>1.142</b>	<b>1.255</b>	<b>1.476</b>	<b>1.858</b>	<b>4.743</b>	<b>3.280</b>	<b>2.202</b>	<b>3.432</b>	<b>4.171</b>	<b>5,0</b>
+/- Resultados procedentes del inmovilizado	78	27	3	20	45	58	101	-7	302	1.587	83	34	0,4
- Variación provisiones inmovilizado	0	0	-11	-17	-13	-38	-15	-38	-714	-423	178	121	
+/- Resultados de ejercicios anteriores (14)	0	0	2	3	-3	-3	-2	-5	3	-82	-3	7	
+/- Otros resultados extraordinarios (15)	-174	-49	-36	-16	-19	-81	-200	-368	-368	-434	-412	-844	4,9
<b>Resultado consolidado antes de impuestos</b>	<b>735</b>	<b>938</b>	<b>1.135</b>	<b>1.131</b>	<b>1.266</b>	<b>1.411</b>	<b>1.742</b>	<b>4.325</b>	<b>2.503</b>	<b>2.850</b>	<b>3.278</b>	<b>3.489</b>	<b>4,7</b>
+/- Impuestos sobre beneficios	-189	-293	-364	-332	-366	-397	-557	-1.408	-988	-564	-1.048	-1.309	6,9
<b>RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO</b>	<b>546</b>	<b>645</b>	<b>771</b>	<b>800</b>	<b>900</b>	<b>1.013</b>	<b>1.186</b>	<b>2.916</b>	<b>1.515</b>	<b>2.286</b>	<b>2.230</b>	<b>2.180</b>	<b>4,0</b>
+/- Resultados atribuidos a socios externos	-65	-63	-64	-83	-142	-139	-175	-487	-490	-334	-210	-230	3,5
<b>Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante</b>	<b>481</b>	<b>582</b>	<b>707</b>	<b>717</b>	<b>758</b>	<b>875</b>	<b>1.011</b>	<b>2.429</b>	<b>1.025</b>	<b>1.952</b>	<b>2.020</b>	<b>1.950</b>	<b>4,0</b>



## Anexo 3

### Repsol. Otras informaciones y magnitudes

#### Consejo de administración

<b>Presidente ejecutivo</b>	Antonio Brufau Niubó. <i>Presidente de la Comisión Delegada</i>
<b>Vicepresidente</b>	Ricardo Fornesa Ribó. <i>Vocal de la Comisión Delegada</i>
<b>Consejeros</b>	
Enrique de Aldama y Miñón	<i>Vocal de la Comisión Delegada. Presidente de la Comisión de Estrategia, Inversiones y Competencia</i>
Gonzalo Anes Alvarez-Castrillón	<i>Presidente de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones</i>
Ignacio Bayón Maríné	<i>Presidente de la Comisión de Auditoría y Control</i>
Paulina Beato Blanco	<i>Vocal de la Comisión de Auditoría y Control</i>
Antonio Hernández-Gil Alvarez-Cienfuegos	<i>Vocal de la Comisión Delegada. Vocal de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones</i>
Jorge Mercader Miró	<i>Vocal de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones</i>
Juan Molins Amat	<i>Vocal de la Comisión Delegada. Vocal de la Comisión de Estrategia, Inversiones y Competencia</i>
Carmelo de las Morenas López	<i>Vocal de la Comisión de Auditoría y Control</i>
Marcelino Oreja Aguirre	<i>Vocal de la Comisión de Auditoría y Control</i>
Pemex Internacional España, S.A.	<i>Representada por Luis Ramírez-Corzo Hernández. Vocal de la Comisión Delegada. Vocal de la Comisión de Estrategia, Inversiones y Competencia</i>
Henri Philippe Reichstul	<i>Vocal de la Comisión Delegada</i>
Luis Suárez de Lezo Mantilla	<i>Vocal de la Comisión Delegada. Secretario y Letrado Asesor</i>

#### Comité de dirección

Antonio Brufau Niubó	<i>Presidente Ejecutivo</i>
Pedro Fernández Frial	<i>Director General de Downstream</i>
Nemesio Fernández-Cuesta Luca de Tena	<i>Director General de Upstream</i>
Jesús Fernández de la Vega Sanz	<i>Director General de Recursos Humanos</i>
Jaume Giró Ribas	<i>Director General de Comunicación y Gabinete de Presidencia</i>
Enrique Locutura Rupérez	<i>Director General de Argentina, Brasil y Bolivia</i>
Miguel Martínez San Martín	<i>Director General de Control de Gestión y Desarrollo Corporativo</i>
Fernando Ramírez Mazarredo	<i>Director General Económico Financiero</i>
Luis Suárez de Lezo Mantilla	<i>Consejero, Secretario General y del Consejo de Administración</i>
Cristina Sanz Mendiola	<i>Directora Corporativa de Medios</i>

#### Retribución por pertenencia a los órganos de administración

Euros	Consejo	Comisión delegada	Comisión auditoría	Comisión nombramiento	Comisión estrategia	Total
Antonio Brufau	154.650	154.650	—	—	—	309.300
Luis Suárez de Lezo	154.650	154.650	—	—	—	309.300
Juan Molins	154.650	154.650	—	—	38.662	347.962
Antonio Hernández-Gil	154.650	154.650	—	38.662	—	347.962
Enrique de Aldama	154.650	154.650	—	—	38.662	347.962
Gonzalo Anes	154.650	—	—	38.662	—	193.312
Manuel González (1)	64.437	64.437	—	—	—	128.874
Ricardo Fornesa	154.650	154.650	—	—	—	309.300
Gregorio Villalabeitia (1)	64.437	—	—	16.109	—	80.546
Marcelino Oreja	154.650	—	38.662	—	—	193.312
Ignacio Bayón	154.650	—	38.662	—	—	193.312
Carmelo de las Morenas	154.650	—	38.662	—	—	193.312
Jorge Mercader (2)	154.650	—	35.441	3.222	—	193.313
Pemex Intern. España	154.650	154.650	—	—	38.662	347.962

#### Por su pertenencia a consejos de administración de filiales

	YPF	Gas Natural	Enagás	CLH	Total	
Antonio Brufau	83.126	209.091	—	—	292.217	
Luis Suárez de Lezo (1)	—	—	—	26.078	26.078	
Ramón Blanco (1)	16.717	19.091	3.214	—	39.022	
Antonio Hernández-Gil	25.168	—	—	—	25.168	
Gregorio Villalabeitia (2)	—	40.000	—	—	40.000	

- (1) 2 de febrero de 2005: el consejo de administración aceptó la dimisión presentada por Ramón Blanco y el nombramiento de Luis Suárez de Lezo.  
 (2) Baja por dimisión el 2 de junio de 2005.

Fuente: Memoria anual de la empresa.

## Anexo 3 (continuación)

<b>Retribución del personal directivo</b>	
<b>Concepto</b>	<b>Euros</b>
Sueldo	4.864.097
Dietas (1)	282.399
Remuneración variable (2)	960.918
Remuneración en especie	402.387

### **PLANTILLA**

<b>Número de personas</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>
Directivos	302	292
Jefes técnicos	1.872	1.650
Técnicos	13.557	12.132
Administrativos	2.568	2.424
Operarios y subalternos	17.610	16.839
<b>Total</b>	<b>35.909</b>	<b>33.337</b>

### **HONORARIOS AUDITORIA**

En 2005, los honorarios del auditor y su organización por trabajos de auditoría en Repsol YPF, S.A. y en las sociedades de su Grupo han ascendido a 6,5 millones de euros. Los honorarios del auditor y su organización por servicios profesionales varios, diferentes de los específicamente de auditoría, prestados en Repsol YPF, S.A. y en las sociedades de su Grupo durante 2005, han ascendido a 1,5 millones de euros (que incluyen servicios relacionados con la auditoría y otros).

## Anexo 4

### Detalles del balance

#### Balances de situación consolidados. Al 31 de diciembre de 2005 y 2004 (millones de euros)

ACTIVO	2005	2004	PATRIMONIO NETO Y PASIVO	2005	2004
Propiedades, planta y equipo	23.304	20.303	Patrimonio accionistas de la sociedad dominante	16.262	12.806
Propiedades de inversión	54	52	Accionistas minoritarios	528	424
Fondo de comercio	3.773	3.204	<b>Patrimonio neto</b>	<b>16.790</b>	<b>13.230</b>
Otros activos intangibles	1.003	693	Acciones preferentes	3.485	3.386
Activos disponibles para la venta	1	83	Préstamos y deudas financieras no corrientes	6.236	7.333
Inversiones registradas por puesta en equivalencia	399	449	Pasivos por impuestos diferidos	3.380	2.960
Activos financieros	1.746	2.030	Provisiones para riesgos y gastos no corrientes	2.878	1.996
Activos por impuestos diferidos	1.197	1.099	Otros pasivos no corrientes	1.704	1.618
<b>Activo no corriente</b>	<b>31.477</b>	<b>27.913</b>	<b>Pasivo no corriente</b>	<b>17.683</b>	<b>17.293</b>
Existencias	3.730	2.638	Préstamos y deudas financieras corrientes	2.701	3.142
Clientes y otras cuentas a cobrar	6.841	5.277	Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	7.783	5.550
Hacienda pública deudora. Impuesto sobre sociedades	586	270	Hacienda pública acreedora/ impuesto sobre sociedades	635	445
Activos financieros líquidos			Provisiones para riesgos y gastos corrientes	190	33
Inversiones financieras temporales	501	267	<b>Pasivo corriente</b>	<b>11.309</b>	<b>9.170</b>
Efectivo y equivalentes al efectivo	2.647	3.328	<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	<b>45.782</b>	<b>39.693</b>
<b>Activo corriente</b>	<b>14.305</b>	<b>11.780</b>			
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>45.782</b>	<b>39.693</b>			

#### Estado de cambios en el patrimonio neto consolidado

Millones de euros	Capital social	Prima de emisión	Reserva legal	Reserva reval.	Diferencias de conversión a mercado	Reservas			Total	Patrimonio neto atribuible a accionistas	
						valoración	Beneficios retenidos	Dividendo a cuenta		minoritarios	Patrimonio neto total
<b>Saldo a 31 de diciembre de 2004</b>	1.221	6.428	244	3	-405	24	5.596	-305	12.806	424	13.230
<b>Resultado reconocido directamente en patrimonio neto:</b>	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Inversiones disponibles para la venta	—	—	—	—	—	104	—	—	104	—	104
Cobertura de flujos de caja	—	—	—	—	—	-32	—	—	-32	—	-32
Efecto fiscal	—	—	—	—	—	-22	—	—	-22	—	-22
En diferencias de conversión	—	—	—	—	1.012	—	—	—	1.012	47	1.059
<b>Resultado del ejercicio</b>	—	—	—	—	—	—	3.120	—	3.120	104	3.224
<b>Total ingresos y gastos reconocidos del ejercicio</b>	—	—	—	—	1.012	50	3.120	—	4.182	151	4.333
Distribución de resultados del ejercicio anterior	—	—	—	—	—	—	-610	305	-305	-69	-374
Dividendo a cuenta	—	—	—	—	—	—	—	-366	-366	—	-366
Variaciones del perímetro de consolidación	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2	2
Otros efectos	—	—	—	—	—	—	-55	—	-55	20	-35
<b>Saldo a 31 de diciembre de 2005</b>	1.221	6.428	244	3	607	74	8.051	-366	16.262	528	16.790

#### Fondo de comercio a 31 de diciembre

Millones de euros	2005	2004
YPF, S.A.	2.395	2.095
Gas Natural SDG, S.A.	321	321
Ref ap, S.A.	239	184
Repsol Portuguesa, S.A.	180	203
Repsol Butano Portugal R.B., S.A.	118	—
Empresas Lipigas, S.A.	100	80
EESS de Repsol Comercial P.P.	92	92
Buenergía Gas & Power, Ltd.	44	39
Limagás	44	39
Grupo Dersa	29	—
Falk SPA	28	—
Grupo Nettis	24	24
Otras compañías	159	127
<b>Saldo al cierre del ejercicio</b>	<b>3.773</b>	<b>3.204</b>

## Anexo 3 (continuación)

PROPIEDADES, PLANTA Y EQUIPO								
Millones de euros	Terrenos, edificios y otras construcciones	Maquinaria e instalaciones	Inversión zonas con reservas	Otros costes de exploración	Elementos de transporte	Otro inmovilizado material	Inmovilizado en curso	Total
<b>Saldo a 31 de diciembre de 2004</b>	<b>2.189</b>	<b>15.630</b>	<b>23.814</b>	<b>570</b>	<b>1.292</b>	<b>1.312</b>	<b>1.163</b>	<b>45.970</b>
Inversiones	119	465	1.554	131	12	305	587	3.173
Retiros o bajas	-12	-195	-416	-45	-5	-79	-6	-758
Diferencias de conversión	142	663	3.399	25	87	74	75	4.465
Variación del perímetro de consolidación	38	153	—	—	4	70	39	304
Reclasificaciones y otros movimientos	-50	660	368	-15	15	-91	-567	320
<b>Saldo a 31 de diciembre de 2005</b>	<b>2.426</b>	<b>17.376</b>	<b>28.719</b>	<b>666</b>	<b>1.405</b>	<b>1.591</b>	<b>1.291</b>	<b>53.474</b>
<b>Amortización y pérdidas de valor acumuladas</b>								
<b>Saldo a 31 de diciembre de 2004</b>	<b>-738</b>	<b>-9.265</b>	<b>-13.879</b>	<b>-472</b>	<b>-451</b>	<b>-862</b>	<b>—</b>	<b>-25.667</b>
Amortizaciones	-54	-780	-1.322	-52	-46	-74	—	-2.328
Retiros o bajas	3	124	335	49	5	22	—	538
(Dotación)/ Reversión pérdidas de valor	-20	—	-74	—	—	—	—	-94
Diferencias de conversión	-43	-358	-1.961	-14	-58	-31	—	-2.465
Variación del perímetro de consolidación	-25	-83	—	—	-3	-62	—	-173
Reclasificaciones y otros movimientos	2	87	-41	—	-8	-21	—	19
<b>Saldo a 31 de diciembre de 2005</b>	<b>-875</b>	<b>-10.275</b>	<b>-16.942</b>	<b>-489</b>	<b>-561</b>	<b>-1.028</b>	<b>—</b>	<b>-30.170</b>
<b>Saldo neto a 31 de diciembre de 2005</b>	<b>1.551</b>	<b>7.101</b>	<b>11.777</b>	<b>177</b>	<b>844</b>	<b>563</b>	<b>1.291</b>	<b>23.304</b>

OTROS ACTIVOS INTANGIBLES								Derechos de traspaso, superficie y suministro	
Millones de euros	Estaciones de servicio	Gasoductos	En otro inmovilizado	Derechos emisión	Abanderamiento	Suministro en exclusiva	Otro inmovilizado	Total	
<b>Saldo a 31 de diciembre de 2004</b>	<b>466</b>	<b>190</b>	<b>10</b>	<b>—</b>	<b>188</b>	<b>138</b>	<b>457</b>	<b>1.449</b>	
Inversiones	13	1	10	4	7	10	90	135	
Retiros o bajas	-9	—	—	—	-4	-2	-5	-20	
Diferencias de conversión	8	27	1	—	4	—	43	83	
Variación del perímetro de consolidación	1	—	—	—	—	—	58	59	
Reclasificaciones y otros movimientos	21	18	—	76	1	-1	135	250	
<b>Saldo a 31 de diciembre de 2005</b>	<b>500</b>	<b>236</b>	<b>21</b>	<b>80</b>	<b>196</b>	<b>145</b>	<b>778</b>	<b>1.956</b>	
<b>Amortización y pérdidas de valor acumuladas</b>									
<b>Saldo a 31 de diciembre de 2004</b>	<b>-185</b>	<b>-62</b>	<b>-4</b>	<b>—</b>	<b>-136</b>	<b>-118</b>	<b>-251</b>	<b>-756</b>	
Amortizaciones	-28	-11	-2	—	-12	-7	-61	-121	
Retiros o bajas	4	—	—	—	3	2	3	12	
(Dotación)/Reversión pérdidas de valor	-1	—	—	—	—	—	-1	-2	
Diferencias de conversión	-3	-9	—	—	-2	—	-15	-29	
Variación del perímetro de consolidación	—	—	—	—	—	—	-3	-3	
Reclasificaciones y otros movimientos	-59	—	1	—	—	-1	5	-54	
<b>Saldo a 31 de diciembre de 2005</b>	<b>-272</b>	<b>-82</b>	<b>-5</b>	<b>—</b>	<b>-147</b>	<b>-124</b>	<b>-323</b>	<b>-953</b>	
<b>Saldo neto a 31 de diciembre de 2005</b>	<b>228</b>	<b>154</b>	<b>16</b>	<b>80</b>	<b>49</b>	<b>21</b>	<b>455</b>	<b>1.003</b>	

Millones de euros, 2005	Exploración y producción	Refino y marketing	Química	Gas y electricidad	Corporación y ajustes	Total
Total activos	16.583	14.982	2.597	4.424	7.196	45.782
Inversiones registradas por puesta en equivalencia	220	61	33	10	75	399
Pasivos operativos	5.557	6.986	601	1.274	2.152	16.570
Dotación amortización	-1.448	-595	-193	-159	-55	-2.450
Dotación neta de provisiones por depreciación	-84	-35	—	—	—	-119
Otros ingresos/(gastos) no monetarios (3)	-475	-92	13	-8	-150	-712
Inversiones	1.948	995	170	457	143	3.713

## Anexo 4 (continuación)

A 31 de diciembre de 2005, las siguientes sociedades del Grupo tienen acciones admitidas a cotización oficial

Compañía	Número de acciones cotizadas	Porcentaje capital social que cotiza	Bolsas	Valor de cierre	Media último trimestre	Moneda
Repsol YPF, S.A.	1.220.863.463	100%	Españolas	24,67	25,14	Euros
			Buenos Aires	91,1	89,16	Pesos
			Nueva York	29,41	29,89	Dólares
Gas Natural SDG, S.A.	447.776.028	100%	Españolas	23,66	23,17	Euros
YPF, S.A.	393.312.793	100%	Nueva York	51,99	60,23	Dólares
			Buenos Aires	161	177,38	Pesos
Refinería La Pampilla, S.A.	36.063.999	100%	Lima	41	46,13	Soles
Empresa Petrolera Andina, S.A.	13.439.520	100%	Bolsa Boliviana	(*)	(*)	Bolivianos
Compañía Logística de Hidrocarburos, CLH Serie A	90.000		Españolas	29,6	28,57	Euros
	1.689.049		Españolas			

### INFORMACION COMPLEMENTARIA SOBRE LAS ACTIVIDADES DE EXPLORACION Y PRODUCCION DE HIDROCARBUROS (información no auditada)

Costes capitalizados (millones de euros) A 31 de diciembre de 2005	Total	España	Africa y Oriente Medio	Argentina	Centro y Sudamérica	Resto del mundo
Costes capitalizados con reservas probadas	26.006	300	1.188	20.309	4.174	35
Costes capitalizados con reservas no probadas	1.217	—	46	382	771	19
Equipos e instalaciones auxiliares	1.756	428	336	350	642	—
<b>Total costes capitalizados</b>	<b>28.979</b>	<b>728</b>	<b>1.571</b>	<b>21.041</b>	<b>5.586</b>	<b>54</b>
Amortización y provisión acumulada	-17.025	-636	-1.028	-13.621	-1.735	-5
<b>Importes netos</b>	<b>11.954</b>	<b>92</b>	<b>543</b>	<b>7.420</b>	<b>3.851</b>	<b>49</b>

#### Costes soportados. Año 2005

Adquisición de propiedades con reservas probadas	37	—	—	—	37	—
Adquisición de propiedades con reservas no probadas	262	—	—	—	258	4
Costes de exploración	413	21	126	94	143	30
Costes de desarrollo	1.448	8	60	905	465	10
	<b>2.159</b>	<b>29</b>	<b>185</b>	<b>998</b>	<b>903</b>	<b>44</b>

## Anexo 5

### Detalles de la cuenta de resultados

Millones de euros	2005	2004
Ventas	48.024	38.273
Prestación de servicios	1.344	642
Variación de existencias	323	283
Ingresos por reversión de pérdidas de valor	104	184
Beneficios por venta de activos no corrientes	205	70
Otros ingresos	1.045	840
<b>Total ingresos</b>	<b>51.045</b>	<b>40.292</b>

	2005	2004
Compras	-33.174	-24.976
Variación de existencias	662	56
Gastos de personal	-1.542	-1.330
Tributos	-1.813	-1.323
Servicios exteriores	-4.149	-3.328
Transportes y fletes	-1.124	-1.200
Amortizaciones	-2.450	-2.368
Dotación de provisiones por pérdidas de valor	-223	-145
Pérdidas por venta de activos no corrientes	-22	-25
Otros gastos	-1.049	-967
<b>Total gastos</b>	<b>-44.884</b>	<b>-35.606</b>

### INGRESOS Y GASTOS FINANCIEROS

Millones de euros	2005	2004
Ingresos por intereses	115	98
Gastos por intereses	-509	-478
Gastos por las acciones preferentes	-179	-178
Intereses intercalarios (véase nota 7)	19	17
Valoración a mercado derivados financieros	25	20
Actualización de provisiones	-133	-159
Diferencias de cambio netas	-6	94
Ingresos por dividendos	5	2
Otros ingresos/(gastos)	-59	-40
<b>Total</b>	<b>-722</b>	<b>-624</b>

### INFORMACION POR SEGMENTOS. 2005

Millones de euros	Exploración y producción	Refino y marketing	Química	Gas y electricidad	Corporación y ajustes	Total
Ventas externas netas	3.566	38.131	3.560	2.218	549	48.024
Ventas entre segmentos	4.365	1.860	365	134	-6.724	—
Otros ingresos	1.272	1.307	261	413	-232	3.021
<b>Total ingresos</b>	<b>9.203</b>	<b>41.298</b>	<b>4.186</b>	<b>2.765</b>	<b>-6.407</b>	<b>51.045</b>
Gastos por operaciones continuadas	-5.957	-38.615	-3.878	-2.376	5.942	-44.884
<b>Resultado por operaciones continuadas</b>	<b>3.246</b>	<b>2.683</b>	<b>308</b>	<b>389</b>	<b>-465</b>	<b>6.161</b>
Total cargas financieras	—	—	—	—	—	-722
Resultado antes de impuestos y participadas	—	—	—	—	—	5.439
Impuestos sobre beneficios	—	—	—	—	—	-2.332
Resultado sociedades puesta en equivalencia	61	43	3	10	—	117
<b>Resultado del período</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>3.224</b>

Millones de euros	2004	2005
<b>Resultado de las operaciones</b>	<b>4.686</b>	<b>6.161</b>
Exploración y producción	3.062	3.246
Refino y marketing	1.585	2.683
Química	262	308
Gas y electricidad	310	389
Otros	-533	-465
Resultado financiero	-624	-722
<b>Resultado A.D.I. y participadas</b>	<b>4.062</b>	<b>5.439</b>
Impuestos sobre beneficios	-1.627	-2.332
Participación en resultados puestas en equivalencia	131	117
<b>Resultado del período</b>	<b>2.556</b>	<b>3.224</b>
Socios externos	152	104
<b>Resultado neto</b>	<b>2.414</b>	<b>3.120</b>

Evolución de la deuda	2005
<b>Deuda neta a 1 de enero</b>	<b>5.398</b>
Cash-flow neto	-6.480
Inversiones*	3.713
Desinversiones*	-581
Dividendos pagados	681
Efectos de tipo de cambio	813
Variación del circulante y otros movimientos	969
<b>Deuda neta a 31 de diciembre</b>	<b>4.513</b>

\* Se excluyen las inversiones y desinversiones en activos financieros que no inciden en la evolución de la deuda neta.

## Anexo 5 (continuación)

Magnitudes operativas	2003	2004	2005
Producción neta de líquidos (miles de bep)			
España	-533	-465	0
ABB	165.467	156.728	145.535
Resto del mundo	50.009	49.540	47.453
<b>Total crudo</b>	<b>216.957</b>	<b>207.641</b>	<b>193.868</b>
Producción neta de gas natural (millones de pies cúbicos)			
España	-	-	2.125
ABB	778.647	891.562	889.139
Resto del mundo	324.089	338.288	355.368
<b>Total gas natural</b>	<b>1.102.73</b>	<b>1.229.85</b>	<b>1.246.63</b>
	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>2</b>
<b>Producción total (miles de bep)</b>	<b>413.348</b>	<b>426.671</b>	<b>415.886</b>

Miles de toneladas	2003	2004	2005
Capacidad. Petroquímica básica	2.137	2.717	2.717
Petroquímica derivada	4.379	4.654	4.655
<b>Total</b>	<b>6.516</b>	<b>7.371</b>	<b>7.372</b>
Ventas por mercados. España	1.293	1.342	1.481
ABB	8.868	909	1.102
Resto del mundo	1.807	1.853	2.061
<b>Total</b>	<b>3.968</b>	<b>4.104</b>	<b>4.644</b>
Ventas por productos. Petroquímica básica	426	420	979
Petroquímica derivada	3.542	3.684	3.665
<b>Total</b>	<b>3.968</b>	<b>4.104</b>	<b>4.644</b>
Ventas de gas natural (bcm). España	20,34	20,99	23,36
América	7,15	7,92	8,59
Resto del mundo	2,84	3,94	4,16
<b>Total</b>	<b>30,34</b>	<b>32,85</b>	<b>36,11</b>

Magnitudes operativas	2003	2004	2005
Materias procesadas (millones de toneladas)			
Crudo	53,4	54,9	55,3
Otras cargas y materias primas	5,2	5,2	5,4
<b>Total</b>	<b>58,6</b>	<b>60,1</b>	<b>60,7</b>
Producción (miles de toneladas)			
Destilados medios	24.890	26.178	26.752
Gasolinas	11.913	11.796	11.915
Fuel-oil	8.337	8.224	8.419
GLP	1.728	1.691	1.646
Asfaltos	1.596	1.650	1.619
Lubricantes	456	476	441
Otros (sin petroquímica)	2.921	3.220	3.132
<b>Total</b>	<b>51.841</b>	<b>53.235</b>	<b>53.924</b>
Ventas de productos (miles de toneladas)			
Gasóleos/Keroseno	28.039	29.465	31.366
Gasolinas	9.932	10.148	10.831
Fuel-oil	8.349	8.118	8.208
GLP	3.193	3.217	3.343
Resto	7.257	7.237	7.535
<b>Total</b>	<b>56.770</b>	<b>58.185</b>	<b>61.283</b>
Ventas por zonas (miles de toneladas)			
España	33.901	34.983	35.552
ABB	15.417	15.533	16.284
Resto del mundo	7.451	7.668	9.446
<b>Total</b>	<b>56.770</b>	<b>58.185</b>	<b>61.283</b>

### Reconciliación de patrimonio a 31 de diciembre de 2004 entre PCGA en España y NIIF

Millones de euros	Patrimonio neto		
	Atribuido a accionistas de la sociedad dominante	Atribuido a accionistas minoritarios	Total
Importe según PCGA en España	14.545	4.036	18.581
Ajustes para convertir a NIIF:			
Reconocimiento de impuestos diferidos	-2.203	—	-2.203
Efecto de las variaciones en los tipos de cambio	427	—	427
Deterioro en el valor de los activos	-80	-3	-83
Valoración de instrumentos financieros	-99	-66	-165
Clasificación acciones preferentes	—	-3.535	-3.535
No amortización del fondo de comercio	200	—	200
Otros	16	-8	8
<b>Total ajustes</b>	<b>-1.739</b>	<b>-3.612</b>	<b>-5.351</b>
<b>Importe según NIIF</b>	<b>12.806</b>	<b>424</b>	<b>13.230</b>

### Reconciliación del resultado correspondiente al ejercicio 2004 entre PCGA en España y NIIF

Millones de euros	Resultado		
	Atribuido a accionistas de la sociedad dominante	Atribuido a accionistas minoritarios	Total resultado neto
Importe según PCGA en España	1.950	230	2.180
Ajustes para convertir a NIIF:			
No amortización de los fondos de comercio	200	—	200
Reconocimiento de impuestos diferidos	219	—	219
Amortizaciones y provisiones por distinto cálculo del deterioro en el valor de los activos	-23	3	-20
Clasificación acciones preferentes	—	-156	-156
Valoración de instrumentos financieros	81	73	154
Otros efectos	-13	2	-11
<b>Total ajustes</b>	<b>464</b>	<b>-78</b>	<b>386</b>
<b>Importe según NIIF</b>	<b>2.414</b>	<b>152</b>	<b>2.566</b>

## Anexo 6

### Principales participaciones significativas de Repsol. Diciembre de 2005

#### Sociedades dependientes

Sociedad	Domicilio	Actividad	Participación 31-12-2005
<b>ESTRUCTURA CORPORATIVA Y OTROS</b>			
Arte Contemporáneo y Energía, A.I.E.	Madrid	Servicios	100
Clover Financial and Treasury Services, Ltd. (1)	Irlanda	Financiera	100
Distribuidora Dominicana de Electricidad, S.A. (1)	R. Dominicana	Holding	100
General de Edificios y Solares, S.L.	Madrid	Inmobiliaria	100
Hotel de Naturaleza Tambre, S.L.	Madrid	Servicios	100
Instalaciones y Proyectos de Telecomunicaciones, S.A. de C.V.	México	Telecomunicaciones	100
Instalaciones y Proyectos Integrales de Telecomunicaciones, S.L.	Madrid	Telecomunicaciones	100
Proyectos Izeda, S.L.	Madrid	Holding	100
Ufacex Uk Holdings, Ltd. (1)	Reino Unido	Holding	100
Repsol Centro de Tesorería, S.L.	Madrid	Servicios	100
Repsol Finance Bv	Países Bajos	Financiera	100
Repsol Financial Services Usa, Llc. (1)	Estados Unidos	Financiera	(*)
Repsol Inversiones, S.A.	Madrid	Holding	100
Repsol Preferentes, S.A. (1)	Madrid	Financiera	100
Repsol Univer, S.A.	Madrid	Financiera	100
Compañía Española de Industrias Electroquímicas, S.A. (1)	Madrid	Servicios	96,243
Sistemas Integrales de Radiocomunicación, S.A.	Madrid	Telecomunicaciones	90,00
Egatel, S.L. (1)	Orense	Telecomunicaciones	80,00
<b>GENERACION.</b> Generación Peninsular, S.L. (1)			
Lignitos de Meirama, S.A. (1)	A Coruña	Minería	100
Pizarras Mahide, S.L. (1)	Zamora	Minería	100
Rocagest, S.L. (1)	Madrid	Minería	100
Repsol Comercial, S.L.	Madrid	Comercial	100
Repsol Generación, S.A.	Madrid	Energía	100
<b>DISTRIBUCION.</b> Repsol Distribución, S.A.			
Repsol Metra, S.L.	Madrid	Servicios	100
Electra del Jallas, S.A.	A Coruña	Energía	99,924
<b>INTERNACIONAL.</b> Almar Ccs, S.A.			
Aplicaciones y Desarrollos Profesionales Nuevo Milenio, S.L.	Madrid	Holding	100
Caribe Capital B.V. (1)	Países Bajos	Holding	100
Caribe Energy Holdings Us, Llc. (1)	Estados Unidos	Holding	100
Distribuidora Eléctrica de Caribe, S.A. (Guatemala)	Guatemala	Holding	100
Distribuidora Eléctrica de Caribe, S.A. (Panamá)	Panamá	Holding	100
Fuerza y Energía de Hermosillo, S.A. de C.V.	México	Energía	100
Fuerza y Energía de Naco Nogales, S.A. de C.V.	México	Energía	100
Fuerza y Energía de Tuxpan, S.A. de C.V.	México	Energía	100
Generación Hermosillo, S.A. de C.V.	México	Holding	100
Generación Naco Nogales, S.A. de C.V.	México	Holding	100
Generación Tuxpan, S.A. de C.V.	México	Holding	100
Generadora Palamara La Vega, S.A.	R. Dominicana	Energía	100
Inversora de Noroeste, S.A. de C.V.	México	Holding	100
Repsol Colombia, S.A.	Colombia	Holding	100
Repsol Distribución Colombia B.V. (1)	Países Bajos	Holding	100
Repsol Generación México, S.A. de C.V.	México	Servicios	100
Repsol Internacional, S.A.	Madrid	Holding	100
Comercializadora Guatemalteca Mayorista de Electricidad, S.A.	Guatemala	Comercial	99,960
Red Sud, S.A. (1)	Moldavia	Energía	95,296
Red Centru, S.A. (1)	Moldavia	Energía	94,95
Re Chisinau, S.A. (1)	Moldavia	Energía	93,40
Distribuidora Eléctrica de Oriente, S.A.	Guatemala	Energía	92,843

(\*) Repsol, S.A. es propietaria de los 10 títulos ordinarios emitidos por Repsol Financial Services Usa, Llc. Adicionalmente, esta sociedad ha emitido 24.369.786 títulos de capital preferentes, sin derecho a voto.

Fuente: Memoria anual.

## Anexo 6 (continuación)

El Grupo participa a 31 de diciembre de 2005 en los activos y operaciones controladas conjuntamente que se detallan a continuación, por los cuales obtiene ingresos e incurre en gastos de acuerdo con su porcentaje de participación en los mismos:

Nombre	Porcentaje participación	Operador	Actividad
Argelia. TFT	30	GTFT	Exploración y producción
TFR	29	Repsol Exploración Argelia	Exploración y producción
Argentina. Acambuco	22,5	Pan American Energy LLC	Exploración y producción
Agua Pichana	27,27	Total Austral, S.A.	Producción
Aguaragüe	30	Tecpetrol, S.A.	Exploración y producción
Bandurria	27,27	YPF, S.A.	Exploración
CAM-1	50	Sipetrol S.A.	Exploración y producción
CAM-2/A SUR	50	Sipetrol S.A.	Exploración y producción
CAM-3	50	Sipetrol S.A.	Exploración y producción
Campamento Central / Cañadón Perdido	50	YPF, S.A.	Producción
CCA-1 GAN GAN	50	Wintershall Energía, S.A.	Exploración
CGSJ - V/A	50	Wintershall Energía, S.A.	Exploración
Corralera	40	Chevron San Jorge S.R.L.	Exploración
El Tordillo	12,2	Tecpetrol, S.A.	Producción
Filo Morado	50	YPF, S.A.	Generación de energía eléctrica
La Tapera y Puesto Quiroga	12,2	Tecpetrol, S.A.	Exploración
Llancanelo	51	YPF, S.A.	Exploración y producción
Magallanes "A"	50	Sipetrol S.A.	Producción
Palmar Largo	30	Pluspetrol, S.A.	Producción
Puesto Hernández	61,55	Petrobras Energía, S.A.	Producción
Ramos	15	Pluspetrol Energy, S.A.	Producción
San Roque	34,11	Total Austral, S.A.	Exploración y producción
Tierra del Fuego	30	Pan American Fuegoina S.R.L.	Producción
Zampal Oeste	70	YPF, S.A.	Exploración y producción
<b>Brasil.</b> BM -C-33	50	Repsol YPF Brasil	Exploración
BM -ES-29	100	Repsol YPF Brasil	Exploración
BM -ES-30	40	Amerada Hess	Exploración
BM-S-55	100	Repsol YPF Brasil	Exploración
BM-S-47	50	BG E&P Brasil	Exploración
BM-S-48	100	Repsol YPF Brasil	Exploración
BM -S-51	40	Petrobras S.A.	Exploración
BM-S-50	20	Petrobras S.A.	Exploración
BM-S-43	25	Shell	Exploración
BM-S-44	25	Petrobras S.A.	Exploración
BM-S-13	40	BG E&P Brasil	Exploración
BM-S-9	25	Petrobras S.A.	Exploración
BM-S-7	37	Petrobras S.A.	Exploración
BM-C-3	20	Petrobras S.A.	Exploración
BM-C-4	30	Petrobras S.A.	Exploración
BM-ES-21	20	Petrobras S.A.	Exploración
ALBACORA LESTE	10	Petrobras S.A.	Desarrollo
<b>Bolivia.</b> Bloque Monteagudo	40	Repsol E&P Bolivia S.A.	Exploración
Bloque Caipipendi	38	Repsol E&P Bolivia S.A.	Exploración
Bloque Charagua	20	Repsol E&P Bolivia S.A.	Exploración
Bloque San Alberto	25	Petrobras S.A.	Exploración
Bloque San Antonio	25	Petrobras S.A.	Exploración
Planta S. de Compresión de Gas Río Grande	25	Andina S.A.	Compresión de gas
<b>Canadá.</b> Canaport Ltd. Partnership	75	Canaport Ltd.	Regasificación de GNL
<b>Colombia.</b> Capachos	35	Repsol Exploración Colombia	Exploración y producción
Cravo Norte	35	OXYCOL	Exploración y producción
<b>E.A.U.</b> Dubai	25	Dubai Marine Areas	Exploración y producción
<b>Ecuador.</b> Bloque 14	25	Vintage	Exploración y producción
Bloque 16	35	Repsol YPF Ecuador	Exploración y producción
<b>España.</b> Albatros	82	Repsol Investigaciones Petrolíferas, S.A.	Exploración y producción
Boquerón	62	Repsol Investigaciones Petrolíferas, S.A.	Exploración y producción
Angula	54	Repsol Investigaciones Petrolíferas, S.A.	Exploración y producción
Casablanca	69	Repsol Investigaciones Petrolíferas, S.A.	Exploración y producción
Gaviota	82	Repsol Investigaciones Petrolíferas, S.A.	Exploración y producción
Barracuda	60	Repsol Investigaciones Petrolíferas, S.A.	Exploración y producción
Rodaballo	69	Repsol Investigaciones Petrolíferas, S.A.	Exploración y producción
Chipirón	98	Repsol Investigaciones Petrolíferas, S.A.	Exploración y producción
"PETRONOR, Repsol Comercial de Prod. Petrolíferos y Const. y Prom.Balzola", UTE	15	Repsol Comercial SA	Explotación EE.SS.
19º Congreso Mundial Petróleo	57	Repsol YPF SA	19º Congreso Mundial Petróleo
<b>Libia.</b> Bloque NC 115	10	Repsol Oil Operations	Exploración y producción
Bloque NC 186	13	Repsol Oil Operations	Exploración y producción
<b>Perú.</b> Lotes 56 & 88	10	Hunt Oil	Exploración y producción
<b>Trinidad &amp; Tobago.</b> Teak, Saman & Poui	70	Repsol E&P T&T	Exploración y producción
Bloque 5B	30	BP	Exploración y producción
<b>Venezuela.</b> Yucal Placer	15	Repsol YPF Venezuela	Exploración y producción

## Anexo 7

### Cronología del sector petrolero en España

#### 1927-1984 - MONOPOLIO DE PETROLEOS EN ESPAÑA: INTERVENCION ESTATAL

1927

Adjudicación a CAMPSA (Compañía Arrendataria del Monopolio de Petróleos, S.A.) de la administración del monopolio de petróleo por un período de 20 años (Real Decreto 17 de octubre de 1927). CAMPSA es una sociedad anónima cuyos socios son los principales bancos españoles, y se reserva al Estado una participación del 30% en la sociedad.

1929

Constitución de CEPSA (Compañía Española de Petróleos, S.A.), primera gran empresa privada, de capital y gestión netamente españoles, dedicada a la prospección, explotación, destilación y transporte de petróleo y sus derivados.

1930

CEPSA construye la primera refinería española en Tenerife, debido a que CAMPSA, amparada por la Ley, se opone al establecimiento en la Península y Baleares de instalaciones industriales para el refino de petróleo.

1939

La Ley de 22 de julio de 1939 crea un patronato, dependiente del Ministerio de Hacienda, para la provisión de agencias de aparatos surtidores de gasolinas. El 25% de las vacantes de agentes de surtidores de CAMPSA se adjudica a los mutilados de guerra, y el resto, a los excombatientes. Queda prohibida la transmisión de estas concesiones.

1940

Creación de CIEPSA (Compañía de Investigación y Exploraciones Petrolíferas), filial de CEPSA para estudios geológicos, con capital de Socony.

1941

Creación del Instituto Nacional de Industria (INI) (Ley 30 de septiembre de 1941) para impulsar y financiar las industrias españolas.

1942

Creación desde el INI de la Empresa Nacional Calvo Sotelo de Combustibles Líquidos y Lubricantes (ENCASO), encargándose del montaje de la refinería de Cartagena.

1947

Tras los veinte años del contrato Estado-CAMPSA, se sustituye el arrendamiento por un régimen estatal de desconcentración de servicios, reforzando además la intervención estatal en la compañía arrendataria del monopolio de petróleo, que continúa siendo CAMPSA.

## Anexo 7 (continuación)

1949

Refinería de Cartagena. Constitución de REPESA (Refinería de Petróleos de Escombreras). El INI se reserva una participación del 52%.

1954

Creación de Compañía Ibérica de Petróleos. Accionistas: Grupo Fierro, Banco Exterior de España y Estado Español, con el 50%.

1957

Creación de Butanosa (50% CAMPSA) para envasado, distribución y suministro de gas butano, abonando al monopolio un canon por ud. de gas.

1958

Modificación del reglamento para la venta de productos petrolíferos en surtidores y estaciones de servicio. Se permite conceder a un mismo peticionario más de una estación de servicio, se reducen las distancias mínimas establecidas entre estaciones de servicio y desaparece la obligatoriedad de construir un hotel o parador anejo a la estación de servicio.

Se estimula la instalación de estaciones de servicio de capital privado: Se amplían los plazos de reversión al Estado de las instalaciones; se autoriza la transmisión de las estaciones por actos intervivos (previa autorización) y por herencia; y se aumentan las comisiones de las estaciones privadas.

1959

Chevron y Texaco inician sus actividades en España.

1960

CIEPSA, en colaboración con el grupo alemán Deilmann, localiza una pequeña cantidad de gas natural cerca de Vitoria. Creación de la Empresa Nacional de Petróleos de Aragón (ENPASA) y la Empresa Nacional de Petróleos de Navarra (ENPENSA). Realizan 29 sondeos en el período 1959-1967 en todo el territorio nacional y en el Sáhara, con resultado negativo.

1961

Constitución de la sociedad anónima Petroliber, creada conjuntamente por la Compañía Ibérica de Petróleos, S.A. y The Ohio Oil Company, para la construcción y explotación de la refinería de La Coruña. El Estado se reserva una participación del 52% en la nueva sociedad.

1964

Se autoriza a CEPSA la construcción de una refinería (2 millones Tm./año) en la bahía de Algeciras; a la Compañía Española de Minas de Río Tinto, S.A. y Gulf Oil Corporation una refinería (2 millones Tm./año) en Huelva, y a Inversiones Esso una refinería (3 millones Tm./año) en Castellón.

CAMPSA (con Chevron y Texaco) localiza en el paraje de La Lora, entre Ayoluengo, Valdeajos y Sargentos de la Lora, la llamada "estructura de Ayoluengo". La Lora es el sondeo número 128 de los realizados en España y el primero en producir, al ritmo de 85 barriles/día.

## Anexo 7 (continuación)

1965

Constitución de la sociedad Hispánica de Petróleos, S.A. (HISPANOIL). Principales accionistas: Financiera Fierro, S.A. y Compañía Ibérica de Petróleos, S.A., incorporándose posteriormente al accionariado CEPSA y Petroliber.

1969

Acuerdo entre el INI y la francesa Total. Total suministrará 31 millones de toneladas de crudo en diez años. El INI otorga un préstamo de 42 millones de dólares a Total a 10 años y al 6%; Total cede al INI un 50% de las acciones de Dubai Marine Areas (DUMA), titular del 50% de la concesión marítima del emirato de Dubai; Total se compromete a invertir en España 84 millones de dólares.

1970

Se descubre el yacimiento de Amposta (Tarragona), a 27 kilómetros de San Carlos de la Rápita (Tarragona).

1975

Sondeo Casablanca-1, en la costa de Tarragona, con un caudal de 13.500 barriles/día de crudo. Operación realizada por el consorcio formado por CNWL –Canadian North West Land– (50%), Chevron (25%) y el 25% restante repartido entre CIEPSA y Pacific Petroleum.

1976

ENPASA cambia su denominación a ENIEPSA (Empresa Nacional de Investigación y Explotación de Petróleo, S.A.). Único accionista: INI.

Extensión del yacimiento de crudo Dorada, situado en la costa de Salou (explotado por ENIEPSA), mediante un sistema flotante, y descubrimiento del yacimiento Tarraco (Castellón) (consorcio formado por Shell y CAMPSA).

1978

Descubrimiento del yacimiento Serrablo (ENIEPSA) en las cercanías de Jaca: yacimiento de gas natural de reservas limitadas.

CAMPSA encuentra gas natural en el Golfo de Cádiz, aunque debido al pequeño tamaño del yacimiento decide no explotarlo.

1979

Acuerdo entre Hispanoil y la compañía saudita Petromin por el cual España importará de Arabia Saudí entre 1980 y 1981 el 20% de sus necesidades nacionales de crudo.

1980

Descubrimiento del yacimiento Gaviota de gas natural, en el Golfo de Vizcaya. Realizado por ENIEPSA y Murphy (30%), que cede posteriormente el 20% a la francesa Elf.

1981

Creación del Instituto Nacional de Hidrocarburos (INH) para favorecer la coherencia y la eficacia de la empresa pública en la ejecución de la política energética. En su creación se traspasan al INH: Petroliber, Hispanoil, Campsa, Enpetrol, Eniepsa, Enagás y Butano, S.A.

## Anexo 7 (continuación)

1985

España firma el **Tratado de Adhesión a la CEE**. El Estado transfiere a CAMPSA la red nacional de transporte, e INH transfiere su participación en CAMPSA a las empresas con activos de refino: Petronor (titular de la refinería de Bilbao), Petromed (titular de la refinería de Castellón) y la que luego sería Repsol Petróleo (titular de cuatro refinerías en La Coruña, Tarragona, Cartagena y Puertollano). Hispanoil absorbe a ENIEPSA. Posteriormente cambiará su denominación social a Repsol Exploración.

1987

**Creación del Grupo Repsol** a partir de una empresa holding (Repsol, S.A.) de la que dependen varias filiales diferenciadas por actividades: Repsol Exploración (actividades de exploración y producción); Repsol Butano (gases licuados de petróleo GLP); Repsol Química (química); Repsol Petróleo (refino y marketing); Petronor (refino y marketing) y CAMPSA (logística).

1988

Entra en funcionamiento la red paralela de estaciones de servicio. International Petroleum Investment Company (IPIC) entra en el capital de Cepsa, con un 10%. IPIC es una agencia de Emiratos Arabes Unidos.

1989

**BP en España:** compra una opción para adquirir entre el 8% y el 15% del capital de Petromed. Se inicia el proceso de **privatización de Repsol**: el Estado vende el 26% de la compañía en una OPV (oferta pública de venta). La empresa petrolera estatal mexicana PEMEX entra en el **capital de Repsol**. Repsol adquiere el 34,3% que PEMEX posee en Petronor, elevando así su participación hasta el 88,3%. A cambio, PEMEX adquiere el 2,9% de Repsol. PEMEX tiene además la opción de adquirir hasta el 5% de Repsol.

1991

Cepsa construye su tercera refinería en España en La Rábida (Huelva) e inicia la adquisición de ERTOIL.

Creación de Gas Natural a partir de la fusión entre Catalana de Gas y Gas Madrid.

**Segregación de actividades comerciales de CAMPSA:** CAMPSA deberá segregar y distribuir entre sus accionistas (Repsol, Cepsa y BP) sus activos comerciales, incluyendo las estaciones de servicio. CAMPSA dejará de ser el único intermediario para la venta de productos petrolíferos en España. Las refinerías españolas podrán vender sus productos libremente en el mercado doméstico, tanto a la red concesional como a la red paralela.

1992

Desaparece el monopolio de Repsol Butano y el Monopolio de Petróleos.

CAMPSA cambia su denominación por Compañía Logística de Hidrocarburos CLH, limitada a actividades de logística, siendo titular de la única red de oleoductos existente en España.

Prosigue el proceso de **privatización de Repsol**. Marzo de 1992: PEMEX ejercita su opción y eleva su participación en Repsol hasta el 5%. Junio de 1992: el INH emite bonos canjeables en acciones de Repsol durante un período de tres años. En octubre de 1992, aproximadamente el 80% de los bonos acuden al canje, disminuyendo la participación de INH en Repsol un 10%. Diciembre de 1992: BBV posee el 4% de Repsol.

## Anexo 7 (continuación)

1993

Repsol vende el 5% del capital de CLH a Shell España, reduciendo su participación al 59,9%.

Prosigue el proceso de privatización de Repsol. Marzo de 1993: segunda OPV de Repsol, en la que sale a bolsa el 13,3% de su capital. Junio de 1993: segundo canje de bonos del INH por acciones de Repsol (privatización del 0,6%).

Diciembre de 1993: 40,5% de Repsol en manos del INH, habiéndose privatizado el 59,5% restante.

1994

Tercer canje de bonos del INH por acciones de Repsol (0,1%).

El INH transfiere el 91% de ENAGAS a Gas Natural.

1996

El Estado se reserva *Golden Share* en Repsol hasta febrero de 2006, por la cual se requiere la autorización administrativa previa del Ministerio de Industria y Energía para la adopción de los siguientes acuerdos relacionados con la sociedad, una vez que la participación pública en el Grupo Repsol quede por debajo del 15%: disolución voluntaria, fusión, escisión o modificación del objeto social de la sociedad; enajenación de cualquier reserva y refinería de hidrocarburos ubicada en España, cualquier instalación de almacenamiento de gas natural y productos petrolíferos, así como determinadas instalaciones de envasado y almacenamiento de GLP y cualquier gasoducto u oleoducto; enajenación por parte de Repsol de acciones, o valores convertibles en acciones, de las principales sociedades participadas del Grupo Repsol.

Continúa el proceso de privatización de Repsol. Cuarta OPV por el 11% del capital de Repsol. La participación del Estado queda reducida al 10%.

1997

Finaliza el proceso de privatización de Repsol. Última OPV por el 10% del capital de la compañía. Integración total de ERTOIL en Cepsa.

1998

Creación de la Comisión Nacional de Energía (CNE).

2001

Se suprime la distancia mínima entre áreas de servicio y se prohíbe la comercialización de gasolina con plomo.

2002

Toman participaciones en CLH: la canadiense Enbridge Capital APS (25%), Disa Financiación, S.A. (5%), China Aviation Oil (5%), Petrogal Española, S.A. (5%) y Oman Oil Spain (10%).

2003

El accionariado de CLH es: Enbridge (25%), Grupo Repsol YPF (25%), Cepsa (14,15%), Oman Oil Spain (10%), Shell España (5%), Disa (5%), China Aviation Oil (5%), BP Oil España (5%), Petrogal Española (5,00%) y otros (0,85%).

Endesa vende su participación del 3,01% en el capital de Repsol YPF con objeto de reducir su deuda financiera.

Banco Santander Central Hispano lanza una OPA sobre el 16% de Cepsa.

## Anexo 8

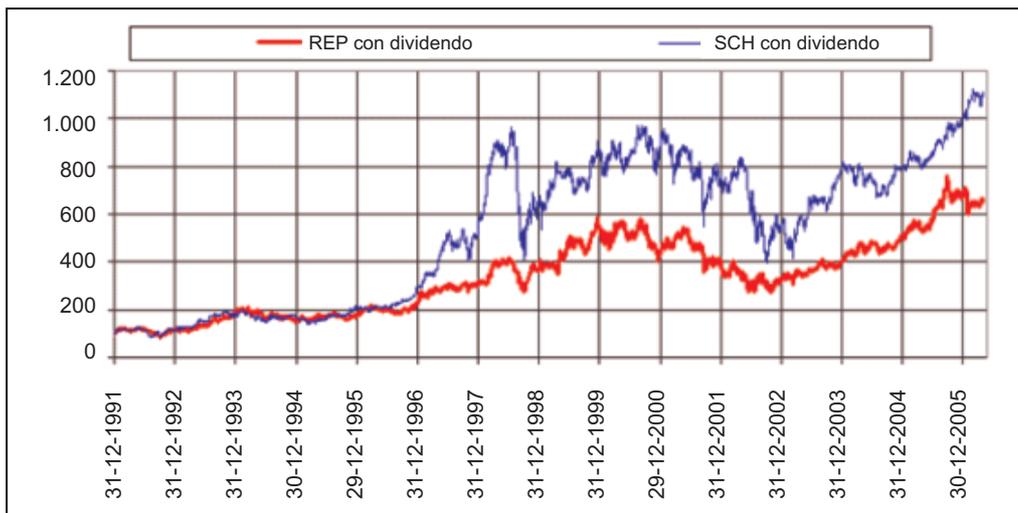
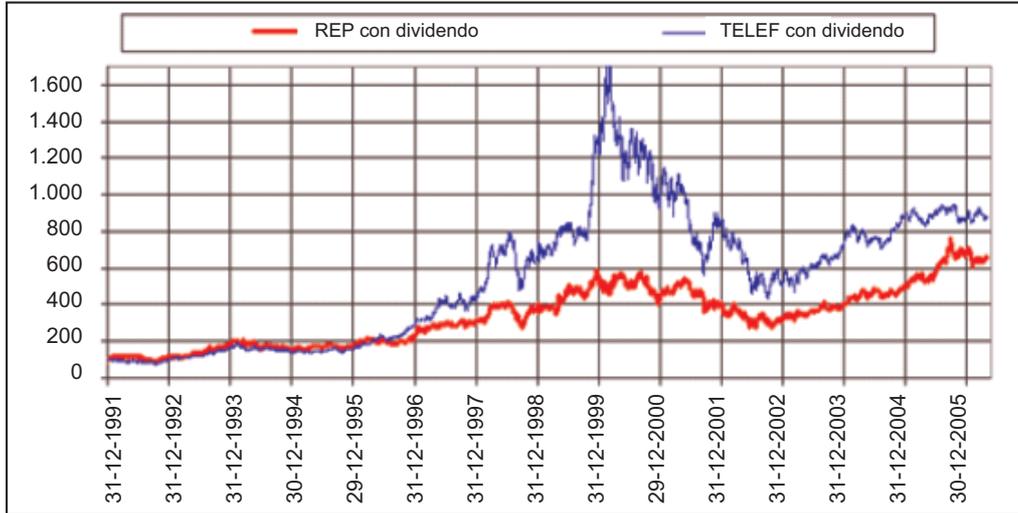
### Principales compras y ventas de Repsol

Fecha	Operación	Empresa	Porcentaje participación	Importe (millones)
2-6-2006	Compra	West Siberian Resources	10	US\$ 90
3-8-2005	Venta	Petroquímica Ensenada	50	US\$ 58
12-10-2004	Compra	Shell Gas (LPG) y subsidiarias	100	
3-29-2004	Compra	Via Red	51	€ 1,30
5-7-2003	Compra	Gas Natural	Hasta 25,2	
3-18-2003	Venta conjunta con Cepsa y BP	CLH	10	
5-17-2002	Venta	Gas Natural	23	€ 2.008,50
1-18-2002	Venta	Bloques South East, Offshore North West Roleng, Offshore Wst Madura Blora		€ 662,00
1-2-2002	Venta	Petronor	3	€ 52,50
11-3-2000	Compra	Grupo Lipigas	45	US\$ 171
10-10-2000	Venta	Carless Refining Marketing		
12-3-1999	Venta	Repsol Explotación Uk		US\$ 555
11-11-1999	Venta	Crescendo		US\$ 600
6-23-1999	Compra	YPF	85,1	US\$ 44,78/acc
1-21-1999	Compra	YPF	14,99	US\$ 2011
7-30-1998	Compra	National Gaz		
7-24-1998	Compra	Duragas	75	€ 26,20
6-29-1998	Venta	Silquímica	50	
12-30-1997	Compra	Astra	9,2	US\$ 170,5
6-9-1997	Compra a través de Gas Natural junto con Iberdrola	Gas Natural Esp.	53,7	US\$ 148
6-6-1997	Compra a través de Astra	Algas SA	99,3	US\$ 79,2
		Poligas Lujan SA	98,4	
5-30-1997	Compra a través de Astra	EG3 SA	60	US\$ 294,3
		Refinería San Lorenzo	42,5	
		DAPSA	50	
		Parafinas del Plata	50	
4-7-1997	Compra a través de Astra	Mexpetrol Argentina	33,5	US\$ 102,3
1-7-1997	Compra a través de Astra	Pluspetrol Energy	45	US\$ 340
6-13-1996	Compra	Astra	37,7	US\$ 360
6-11-1996	Compra	Refinería de la Pampilla	30	US\$ 90,5
12-15-1995	Compra a través de Repsol Internacional	Atlantic LNG	20	

## Anexo 9

Comparación de la rentabilidad total para el accionista de Repsol con la de otras grandes empresas: Telefónica (TELEF), SCH y BBVA  
31 de diciembre de 1991 = 100

Las cotizaciones están ajustadas por los *splits*



Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

## Anexo 10

Creación de valor en distintos periodos (millones de euros de 2005)

		A														
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
	1991	-325	7.031	410	109	2.404	6.314	8.352	18.986	5.128	2.137	-5.850	-2.785	1.025	6.738	
	1992		7.356	735	434	2.729	6.638	8.677	19.311	5.453	2.462	-5.525	-2.461	1.350	7.063	
	1993			-6.621	-6.922	-4.627	-717	1.321	11.955	-1.903	-4.894	-12.881	-9.816	-6.006	-293	
	1994				-301	1.994	5.904	7.942	18.576	4.718	1.727	-6.260	-3.195	615	6.328	
	1995					2.295	6.204	8.243	18.877	5.019	2.028	-5.959	-2.894	916	6.629	
	1996						3.910	5.948	16.582	2.724	-267	-8.254	-5.189	-1.379	4.334	
	1997							2.038	12.672	-1.185	-4.176	-12.164	-9.099	-5.289	424	
	1998								10.634	-3.223	-6.214	-14.202	-11.137	-7.327	-1.614	
	1999									-13.857	-16.848	-24.836	-21.771	-17.961	-12.248	
	2000										-2.991	-10.978	-7.914	-4.103	1.609	
	2001											-7.987	-4.923	-1.112	4.600	
	2002												3.065	6.875	12.588	
	2003													3.810	9.523	
	2004														5.713	
	Desde															

## Referencias

Fernández, Pablo (2004a), «Are Calculated Betas Worth for Anything?», disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=504565>

Fernández, Pablo (2004b), «On the Instability of Betas: The Case of Spain», disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=510146>

Fernández, Pablo, José María Carabias, Julio Aznarez Ledesma y Oscar Carbonell López (2006), «Euro Stoxx 50: 1997-2005. Shareholder Value Creation in Europe», disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=895152>

Artículos sobre otras empresas y sobre valoración pueden descargarse en <http://ssrn.com/author=12696>

y en: <http://logec.repec.org/RAS/pfe23.htm>