



universidad
de león
Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de León

Grado en Administración y Dirección de Empresas
Curso 2011/2012



ANÁLISIS DE ACTIVIDADES OPERATIVAS Y FINANCIERAS

ABERTIS: ANALYSIS OF THE OPERATING AND FINANCING ACTIVITIES

Realizado por la alumna D^a **Ana María Aparicio García**

Tutelado por la profesora D^a M^a Teresa Tascón Fernández

León, a 15 de junio de 2012

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1.	INTRODUCCIÓN	6
	2. OBJETO DEL TRABAJO	7
2.1.	DEFINICIÓN DE LOS OBJETIVOS	7
2.2.	DEFINICIÓN DEL PROBLEMA PLANTEADO	7
3.	DESCRIPCIÓN DE LA METODOLOGÍA UTILIZADA	8
4.	ABERTIS: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA, EL NEGOCIO Y SU ESTRATEGIA	14
4.1.	ORIGEN DE ABERTIS	14
4.2.	DESARROLLO DE ABERTIS	14
4.3.	ESTRUCTURA DE ABERTIS	16
4.4.	ANÁLISIS DE LAS CINCO FUERZAS DE PORTER	21
4.5.	ANÁLISIS D.A.F.O. DE ABERTIS	30
5.	ABERTIS: ANÁLISIS DE ACTIVIDADES OPERATIVAS Y FINANCIERAS	33
5.1.	EL MODELO DE NEGOCIO	33
5.2.	RECLASIFICACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS EN ACTIVIDADES OPERATIVAS Y FINANCIERAS.	36
	5.2.1. Balance	37
	5.2.2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias	38
5.4.	ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD	58
	6. ABERTIS: ANÁLISIS DEL VALOR DE MERCADO	63
6.1.	EVOLUCIÓN DEL CAPITAL SOCIAL	63
6.2.	ENTORNO BURSÁTIL EN 2011	64
6.3.	EVOLUCIÓN DE LA ACCIÓN EN BOLSA	65
	7. CONCLUSIONES	73
	8. BIBLIOGRAFÍA	75
	9. ANEXOS	77

ÍNDICE DE TABLAS, CUADROS, FIGURAS Y GRÁFICOS

Figura 3.1. Esquema reclasificación de Balance y Pérdidas y Ganancias según naturaleza operativa y financiera	10
Figura 4.1. Jerarquía Organizativa Abertis	16
Figura 4.2. Equipo directivo Abertis	17
Gráfico 4.3. Participaciones en Abertis	19
Figura 4.4. Mapa de concesiones de carreteras fuera de España	28
Tabla 4.1. Análisis D.A.F.O.	30
Figura 5.1. Mapa Internacional Autopistas, Telecomunicaciones y Aeropuertos	35
Tabla 5.1. Reclasificación del Balance	37
Tabla 5.2. Reclasificación de Pérdidas y Ganancias	38
Tabla 5.3. Descomposición del ROE según Penman	58
Tabla 5.3. Descomposición del ROE según DuPont	60
Gráfico 6.1. Revalorización en Bolsa	66
Gráfico 6.2. Dividendos pagados	67
Gráfico 6.3. Dividendos pagados incluyendo extraordinarios	68
Tabla 6.1. Evolución Acción Abertis e Ibex 35 2001-2010	71



Resumen del trabajo (en español)

Este trabajo estudia el modelo de negocio de Abertis, su estructura y su estrategia (análisis de las cinco fuerzas de Porter, y análisis DAFO). A continuación, se descompone la rentabilidad sobre fondos propios primero por la metodología clásica de DuPont, para estudiar la evolución de margen, rotación y apalancamiento; y después por la novedosa metodología de Penman, que requiere una separación de actividades operativas y financieras para llegar a ratios más explicativos del origen de la rentabilidad de la empresa. Finalmente, se hace un seguimiento de la acción en bolsa a lo largo de los últimos años, sin olvidar la política de dividendos, tratando de encontrar respuestas en los anteriores análisis a la estabilidad de la empresa en el mercado en época de crisis.

Resumen del trabajo (en inglés)

This work concerns the business model of Abertis, its structure and strategy (five forces of Porter, and SWOT analysis). Then, the firm's return on equity is desaggregated into drivers, firstly using the classical methodology of DuPont, for studying the evolution of margin, asset turnover and leverage; and later using the newer methodology of Penman, which requires a separation between operating and financing activities in order to produce more explanatory ratios to find out the profitability sources in the business. Finally, a monitoring of the market price is performed for the last years, considering the dividend policy also. This way, we try to relate our previous analyses' results to the firm's market Price stability during the crisis.

1. INTRODUCCIÓN

Abertis es una empresa española cotizada con poca oscilación en su valor bursátil. Este comportamiento resulta especialmente anómalo porque se ha mantenido en los últimos cinco años, durante el periodo de crisis que comenzó a partir de 2007. Si bien es cierto que la empresa desarrolla su actividad en un ámbito internacional, hay que tener en cuenta que una parte relevante de su negocio se ubica en nuestro país, y que parte de los países donde tiene su negocio internacional también han quedado afectados por la crisis –con distintos grados de intensidad y repercusiones sobre el sector de infraestructuras. El hecho de que la empresa parezca pasar por un entorno cambiante y negativo, sin apenas cambios en su rentabilidad y política de dividendos, la convierte en una empresa extraordinaria digna de estudio.

El presente estudio empieza por definir los objetivos y el problema de estudio; describe la metodología utilizada para alcanzar esos objetivos; y a continuación se ocupa del estudio de la empresa en tres partes: una primera en la que se describe la empresa, su negocio y estrategia, una segunda donde se aplica análisis de ratios, desagregando la rentabilidad sobre fondos propios en otros ratios que funcionan como inductores de valor del negocio, y una tercera centrada en la evolución bursátil de la acción en el contexto del mercado.

Los resultados obtenidos en el análisis de los datos bursátiles confirman la hipótesis de partida, la gran estabilidad de la empresa durante la crisis. Pero, además, se pone de manifiesto un comportamiento paralelo en el análisis de los ratios, tanto los calculados por la metodología clásica de DuPont como los hallados por la metodología alternativa de Penman. La desagregación de ratios planteada por Penman requiere una reordenación de las partidas contenidas en los estados financieros en función de su origen (operativo/financiero), lo que permite identificar más claramente el origen de los resultados tan estables y positivos con los que nos sorprende la empresa objeto de estudio.

2. OBJETO DEL TRABAJO

En este apartado se enumeran los objetivos del trabajo y se explican los motivos que nos han llevado a proponer el estudio de Abertis.

2.1. DEFINICIÓN DE LOS OBJETIVOS

En el presente documento utilizamos las posibilidades de análisis de la información contable, distinguiendo actividades operativas y financieras, para identificar el patrón de negocio que presenta Abertis.

Buscamos conocer si existe paralelismo y relación temporal entre los resultados contables, a través de ratios planteados con dos visiones de cálculo (Penman y DuPont), y la evolución bursátil de la acción.

Estudiamos la causa por la que Abertis se considera una de las empresas más estables y fieles con sus accionistas de la bolsa y que forman parte del IBEX 35.

2.2. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA PLANTEADO

Hay dos factores que han afectado a las empresas españolas de infraestructuras durante el periodo posterior a la crisis que comenzó en 2007, y que, por tanto, tienen repercusión sobre el negocio que desarrolla Abertis. Por un lado, se han ido recortando progresivamente los recursos que las Administraciones Públicas destinan a infraestructuras; y por otro lado, se ha producido un descenso acusado de las subvenciones que la Unión Europea ha concedido durante los últimos quince años a España para el desarrollo regional y de cohesión entre países y ciudades. Estos dos factores, junto con el desplome del sector inmobiliario, han situado a las empresas del sector ante el reto de seguir siendo sostenibles.

En el caso de Abertis, la lucha por las inversiones en servicios e infraestructuras es determinante para su sostenibilidad, pero las medidas tomadas por el gobierno para la necesaria corrección del déficit están suponiendo un notable retraso de las inversiones. La empresa se encuentra en una coyuntura complicada, donde la colaboración público-privada (con la administración o con otras empresas) no puede seguir siendo el patrón

de actuación en la crisis actual, aunque las inversiones de Abertis en infraestructuras sean necesarias por su elevada rentabilidad socioeconómica y por el apoyo que pueden prestar a la mejora de la competitividad y al crecimiento a corto y medio plazo de la economía.

Así, en Abertis se lucha cada día, tanto por sus futuras inversiones en cualquiera de las ramas de negocio que forman su objeto social, como por una adecuada transmisión de la información a los mercados financieros. La empresa pretende que las alternativas de desinversión que tengan que ejecutar no afecten a la volatilidad, que se mantenga la estabilidad y, con ella, la extraordinaria fidelidad de sus accionistas.

En este trabajo analizamos desde varios puntos de vista el negocio de esta empresa y el reflejo en el valor en bolsa de las acciones, para contrastar, en primer lugar, si la empresa consigue su objetivo de estabilidad a pesar del escenario adverso, y, si esto es así, cuáles son las claves de esa estabilidad en el desarrollo del negocio, esto es cuáles son los elementos del negocio de Abertis que le permiten adaptarse a las situaciones cambiantes del entorno.

3. DESCRIPCIÓN DE LA METODOLOGÍA UTILIZADA

El trabajo va a analizar el negocio de la empresa en función de la rentabilidad financiera (*return on equity*, ROE) y de su desagregación en partidas que permitan ver el origen de la rentabilidad. Como es bien conocido, el ROE es la medida contable de la tasa de rentabilidad que la empresa proporciona a sus accionistas, representa la cantidad de resultado generado por cada unidad monetaria de valor contable de los fondos propios. Para su desagregación aplicamos, por un lado, el modelo clásico de DuPont y, por otro, el modelo de Penman, que incorpora interesantes mejoras para el análisis.

El **modelo de DuPont** desagrega el ratio de rentabilidad financiera en ratios significativos para la gestión de la empresa. La pirámide relaciona estos ratios matemáticamente, de manera que se puede apreciar el efecto que la variación de cada

uno produce en el resto. Así, en un primer nivel de análisis, el modelo destaca los tres inductores básicos del ROE:

- El margen de beneficio mide la cantidad de resultado generado por cada unidad monetaria de ventas.
- La rotación de activos mide la cantidad de ventas generadas por cada unidad monetaria de activos.
- La ratio de endeudamiento mide la cantidad de activos por cada unidad monetaria de fondos propios.

$$\begin{aligned} ROE &= \text{Margen sobre ventas} \times \text{Rotación de activos} \times \text{Endeudamiento} = \\ &= \frac{\text{Resultado}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total}} \times \frac{\text{Activo Total}}{\text{Fondos Propios}} \end{aligned}$$

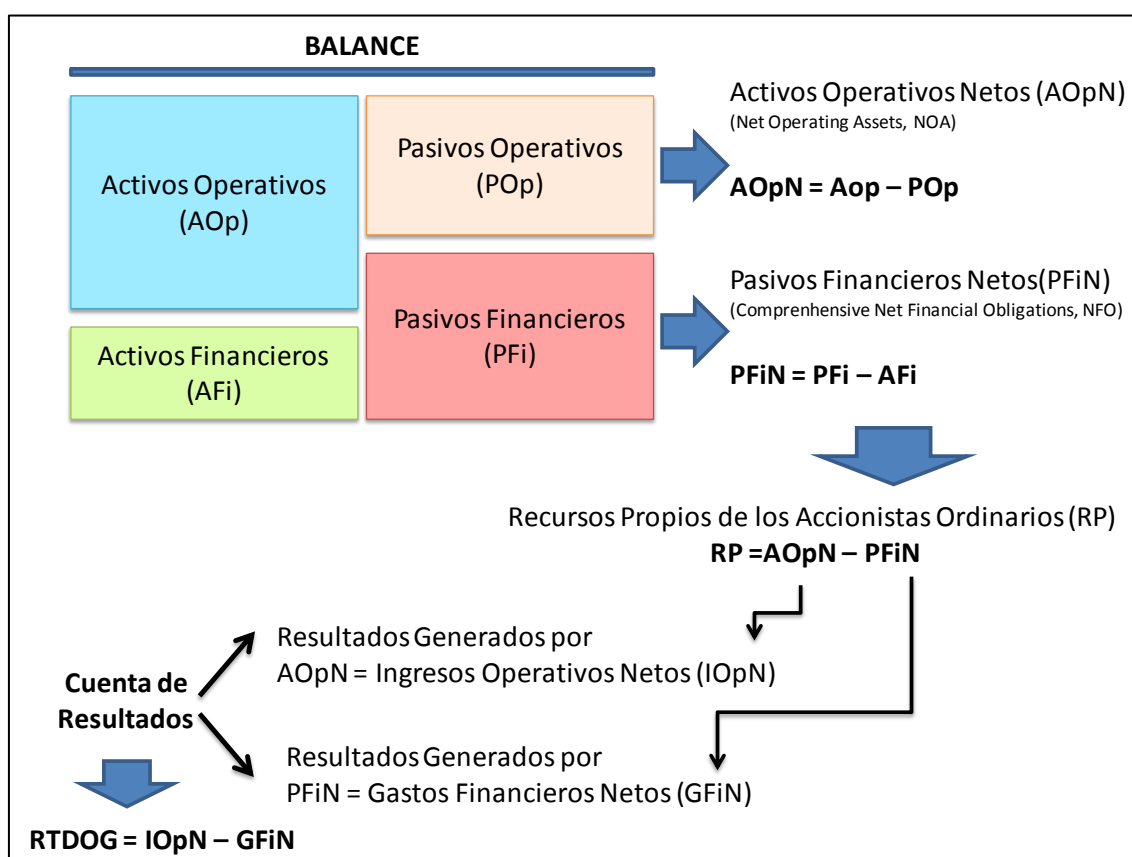
La combinación de cuatro partidas (resultados, ventas, activos y fondos propios) combinadas en tres ratios interrelacionados produce el resultado generado por cada unidad monetaria de fondos propios, lo que es justamente el ROE. La pirámide de Dupont es útil para identificar la contribución de cada una de esos tres ratios a la rentabilidad. Por un lado, la empresa debe conseguir un margen de beneficio positivo (margen de beneficio suficiente), con independencia de que su actividad sea eficiente y de su forma de financiarse. Luego, asumiendo que la actividad normal de la empresa genera beneficios, es importante lograrlos con la inversión mínima en activos (buena rotación). El tercer factor relaciona los fondos propios con el total de los fondos empleados por la empresa. En una empresa con gran proporción de deuda, la pequeña base de capital se beneficia de la totalidad de lo generado como rentabilidad económica (resultado/activos totales) y, por tanto, gozará de un alto nivel de rentabilidad financiera. Aunque la financiación ajena solo contribuye a la rentabilidad final cuando la tasa de interés es inferior a la rentabilidad, antes de intereses, que puede obtener la empresa con el dinero que toma prestado.

El **modelo de Penman** parte de una reclasificación previa de las partidas contenidas en los estados financieros obligatorios para separar los activos, pasivos, ingresos y gastos en dos bloques según que se utilicen o generen en actividades operativas o en actividades financieras. De esta manera, se aísla la evolución de la actividad de la empresa que constituye su objeto social. Con el cálculo de la Rentabilidad Operativa

(ROp), por un lado, y de la Tasa de Coste Financiero (TFi), por otro, se realiza una separación más limpia del efecto de las actividades operativas y financieras sobre la rentabilidad global de los fondos propios, aunque también se incrementa la complejidad de los cálculos.

En la siguiente figura tomada del Doc. 10 de Valoración de Empresas de AECA, se esquematiza la reclasificación de partidas del balance y la separación de rentas en la cuenta de pérdidas y ganancias, según la naturaleza operativa o financiera de las actividades de la empresa.

Figura 3.1. Esquema reclasificación Balance y Pérdidas y Ganancias según naturaleza



Fuente: Doc. AECA nº 10 de Valoración de Empresas

Cada tipo de actividad se analiza ahora de forma separada. Los dos ratios clave se construyen relacionando ambos componentes de la cuenta de resultados, ingresos operativos netos (IOPN) y gastos financieros netos (GFiN), con las masas patrimoniales

correspondientes del balance, activo operativo neto (AOpN) y pasivo financiero neto (PFiN). De este modo, se obtienen medidas de rentabilidad, tanto para las actividades operativas como para las financieras.

Rentabilidad operativa: $ROp = IOpN / AOpN$

Tasa de coste financiero: $TFi = GFiN / PFiN$

De este modo, podemos identificar de forma más transparente qué resultados proceden de transacciones económicas necesarias para la actividad principal de la empresa y cuáles se identifican como financieras. Cada ratio vincula un flujo de la cuenta de resultados con el elemento del balance que lo origina. En el ROp, el numerador (IOpN) es el resultado neto al que se le ha eliminado la carga financiera después de impuestos. En el denominador, AOpN representa los activos operativos empleados para generar el IOpN. La medida de la evolución operativa de la empresa es independiente de la manera en que se financian las operaciones (nivel de deuda de la empresa, la tasa de interés a la que toma prestado, o los beneficios fiscales que generan los intereses). Los elementos financieros están aislados en la Tasa de coste financiero (TFi). Por tanto, el ROE se descompone de la siguiente manera:

$$ROE = ROp + (ApFi \times Dif)$$

Siendo, el apalancamiento financiero (ApFi) y el diferencial de rentabilidades (Dif):

$$ApFi = PFiN / RP$$

$$Dif = ROp - TFi$$

En un segundo nivel de análisis, la rentabilidad operativa se desagrega en margen y rotación del siguiente modo. Rentabilidad operativa = Margen de los ingresos operativos netos \times Rotación de los activos operativos netos.

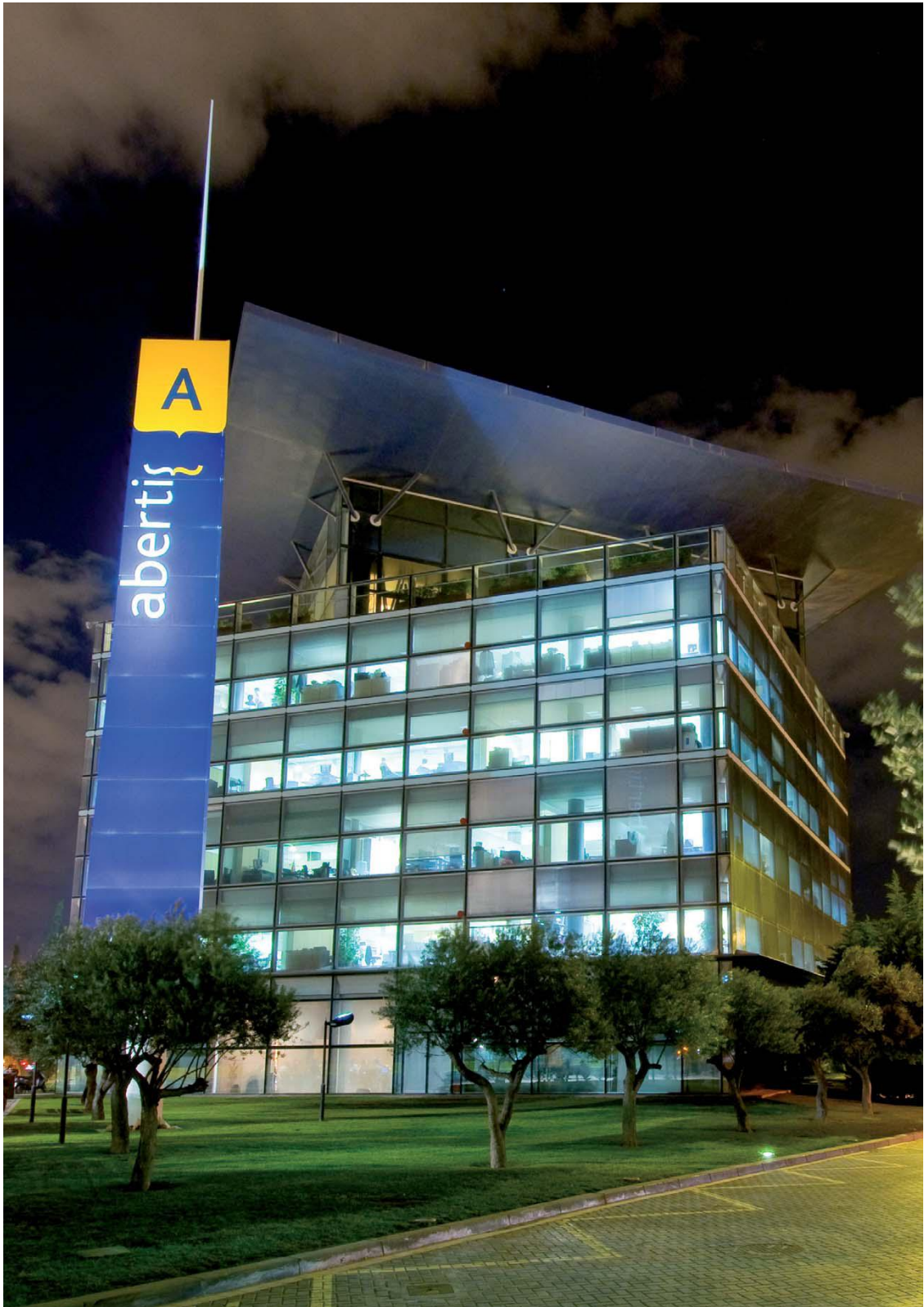
$$ROp = MgIOpN \times RotAOpN = IOpN / Ventas \times Ventas / AOpN$$

De manera que la rentabilidad financiera queda desagregada en los siguientes elementos de análisis:

$$ROE = (MGIOpN \times RtAOpN) + (ApFi \times Dif)$$

Así, se amplían las posibilidades del análisis de la información contable, porque distinguiendo actividades operativas y financieras podemos buscar patrones de funcionamiento de la empresa.

A continuación he realizado un análisis de la evolución bursátil tanto de la acción como del mercado general en el que nos encontramos. Para ello, a través de gráficos reflejo la evolución del capital social que lo forma, la revalorización de la acción en bolsa desde el 2002, los dividendos pagados y otro con el extraordinario a mayores.



4. ABERTIS: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA, EL NEGOCIO Y SU ESTRATEGIA

4.1. ORIGEN DE ABERTIS

En el año 1999, Abertis inicia su trayectoria, como Acesa Infraestructuras, con una rápida evolución y cambios permanentes que han llevado a la compañía a multiplicar por seis sus principales magnitudes. En abril de 2003, las sociedades Acesa Infraestructuras y Aurea Concesiones de Infraestructuras se fusionan después de la adquisición previa de Iberpistas por parte de la primera. La fusión da origen al grupo Abertis que nace con la voluntad de posicionarse como un grupo empresarial de referencia en el ámbito de las infraestructuras para la movilidad y las telecomunicaciones.

Para ello, el grupo apuesta con la misma decisión y energía por la internacionalización en las actividades, consciente de que la competitividad y sostenibilidad a medio y largo plazo debe pasar por una comprensión adecuada de la creciente interacción e integración de las economías nacionales dentro de la Unión Europea y de ésta, como región económica, con el resto del mundo. Por tanto, junto con su posición de liderazgo en autopistas, la clave de su éxito ha sido una estrategia de diversificación sectorial y geográfica en nuevos mercados de Europa y América Latina.

4.2. DESARROLLO DE ABERTIS

Desde 2003, Abertis ha seguido una estrategia basada en el crecimiento y la rentabilidad que ha situado a la compañía en la primera línea de la gestión de proyectos de infraestructuras. Dicho dato se demuestran con los siguientes movimientos clave:

- La operación de adquisición de la británica **tbi**, que en 2005 marca el inicio de la apuesta por el negocio aeroportuario.
- La incorporación al grupo Abertis de la concesionaria **Sanef** en 2006.
- La entrada en enero de 2007 con el 32%, en el operador europeo de satélites **Eutelsat**.

- La adquisición, en 2008, del 33,4% de **Hispasat**, que sitúa a Abertis como el primer accionista del operador español, y refuerza la posición de Abertis Telecom en el sector de los satélites.
- El refuerzo de la posición y visibilidad del negocio aeroportuario, con la compra, en 2007, de **Desarrollo de concesiones aeroportuarias** (dca), *holding* con participación en 15 aeropuertos en Latinoamérica.
- El refuerzo en el negocio de autopistas en España y Chile. Tras cerrar sendas operaciones con ACS y Citi, Abertis controla, en España, el 100% de la concesionaria **Avasa**, mientras que en Chile controla el 100% de **Concesionaria del Elqui** y de **Gestora de Autopistas** (gesa), además de una participación mayoritaria y el control de **Rutas del Pacífico**, **Rutas II** y **Operadora del Pacífico** (opsa), con un 78,9%. En Chile, Abertis posee asimismo el 50% de **Autopista Central**, a través de **Invinsl**, compañía en la que participa el Santander Infrastructure Fund II.

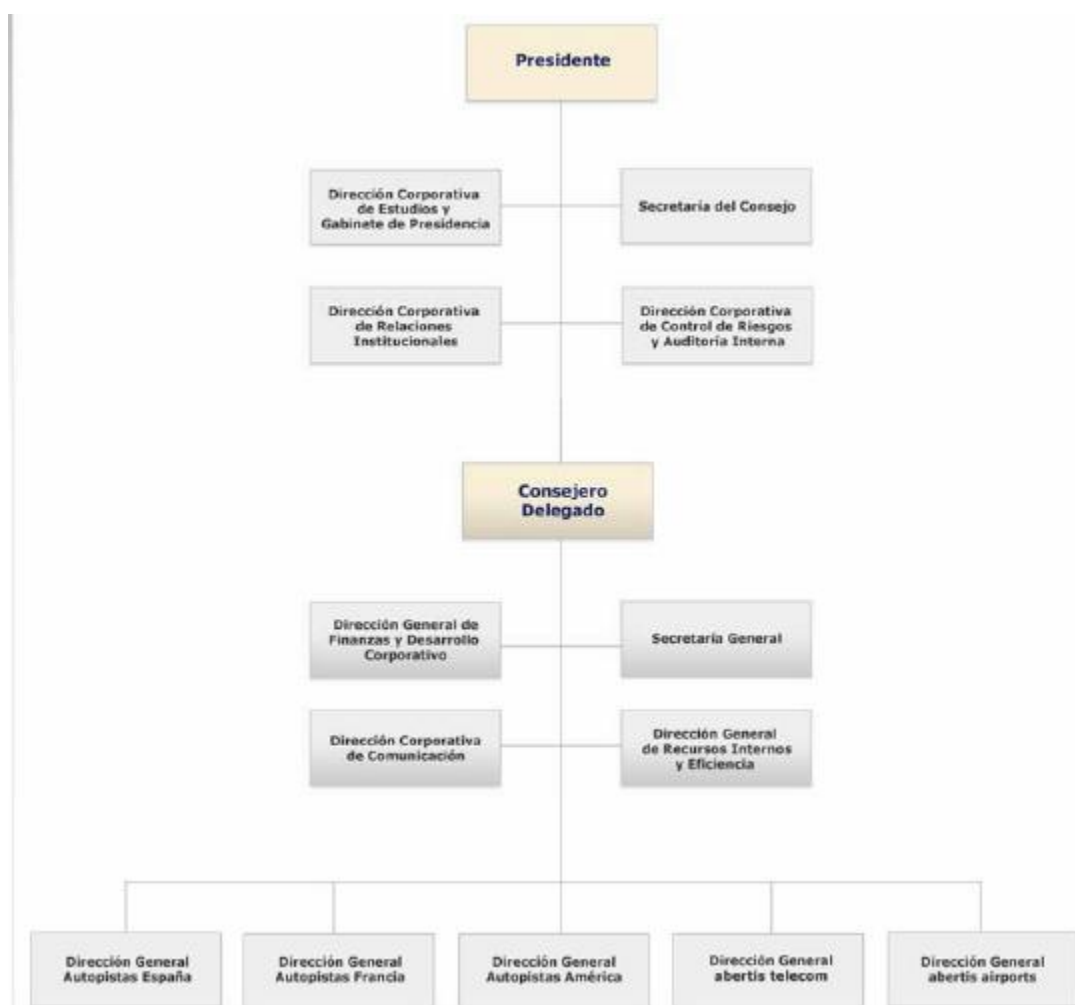
El crecimiento no puede aislarse de otros elementos que han resultado determinantes para que Abertis alcance su posición de liderazgo:

- Rentabilidad: invertir en proyectos que respondan a un perfil de rentabilidad y riesgo adecuado.
- Estabilidad: la perspectiva y visión de permanencia a largo plazo en las inversiones.
- Seguridad: países con estabilidad económica, jurídica y política.
- Gestión: inversiones no financieras, con una participación activa en la gestión.
- Eficiencia: optimizar el *knowhow* de la gestión buscando las mejores prácticas.
- Entorno y territorio: interacción y sensibilidad con las Administraciones Públicas. De la misma manera, colaboración con socios u operadores locales integrados en el territorio.

4.3. ESTRUCTURA DE ABERTIS

En las siguientes páginas se expone el organigrama con la jerarquía organizativa de la organización; y el esquema con la estructura de Abertis según los tres ámbitos en los que trabaja: autopistas, telecomunicaciones y aeropuertos (vid. pág. web de Abertis).

Figura 4.1. Jerarquía Organizativa de Abertis



Fuente: <http://www.abertis.com/equipo-directivo/var/lang/es/idm/167>



Fuente: http://www.abertis.com/equip_directiu_horiz_imp.php

Figura 4.2. Equipo directivo Abertis

El accionista principal de Abertis es Actividades de Construcción y Servicios, S.A.(ACS), con el 25,83 %. Pero entre el reparto de las acciones también encontramos a:

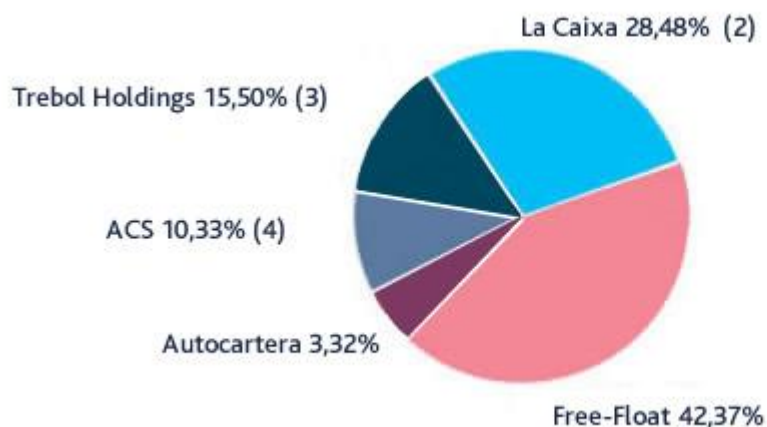
- Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, con el 25,01 %
- CriteríaCaixacorp, S.A. con el 25,00 %
- S.L. Inversiones Autopistas, con el 7,75 %
- Autocartera, con el 2,00 %
- S.L. G3T, con el 0,28 %
- Ramón Pascual Fontana, con el 0,05 %
- Salvador AlemanyMas, con el 0,03 %.

Las acciones de Abertis están representadas por anotaciones en cuenta, siendo la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (IBERCLEAR) y sus entidades participantes las encargadas de su registro contable.

La compañía no puede mantener un registro actualizado de accionistas, al estar sus acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. Por ello, no conoce con exactitud la estructura accionarial más allá de la posición del accionariado a través del fichero X-25 que la Sociedad puede solicitar a IBERCLEAR sólo con ocasión de la celebración de la Junta General de Accionistas, de las comunicaciones que los propios accionistas puedan hacer con ocasión de la publicación del Informe Anual y de la información disponible en la web oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en su apartado de Hechos relevantes y/o el de "Participaciones significativas y Autocartera"(1).

Según la información publicada en la CNMV, las participaciones significativas son:

- La Caixa: 28,48% (2)
- Trebol Holdings: 15,50% (3)
- ACS: 10,33% (4)
- Autocartera: 3,32%
- Free-float: 42,37%



Fuente: C.N.M.V. (Comisión Nacional del Mercado de Valores)

Gráfico 4.3. Participaciones en Abertis (2007)

(1) Dicho registro obedece al "Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre que desarrolla la Ley 24/1988 del Mercado de Valores en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea".

(2) Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona "la Caixa" controla a CaixaHolding, S.A., la cual tiene directamente una participación del 20,724% e indirecta del 7,753% a través de Inversiones Autopistas, S.L. Asimismo la Caixa controla Caixabank, que tiene directamente un 0,0002% e indirectamente un 0,0004% de participación en Abertis a través de Vidacaixa, S.A. de Seguros y Reaseguros.

(3) Participación indirecta a través de Trebol Internacional BV y Admirabilia, S.L., que poseen un 15,552% y un 10,28% de derechos de voto en Abertis, respectivamente. Trebol Holdings, S.A.R.L. ostenta el 60% de derechos de voto en ambas sociedades. Trebol Holdings, asesorado por CVC Capital Partners, pertenece a varios fondos de inversión o instituciones de inversión colectiva (*limitedpartnerships*).

(4) Participación indirecta a través de Trebol Internacional BV y Admirabilia, S.L., que poseen un 15,552% y un 10,28% de derechos de voto en Abertis, respectivamente. ACS, Actividades de construcción y servicios, S.A. ostenta el 40% de derechos de voto en ambas sociedades.



4.4. ANÁLISIS DE LAS CINCO FUERZAS DE PORTER

El modelo de Porter define las fuerzas que regulan la competencia y determinan la rentabilidad de un sector. Dichas fuerzas son las siguientes:

- Amenaza de nuevos competidores.
- Poder de negociación de los clientes o compradores.
- Poder de negociación de los proveedores.
- Amenaza de entrada de productos o servicios sustitutivos.
- Lucha entre los competidores en el mercado actual.

Cada una de estas fuerzas analiza una serie de aspectos específicos que, aplicados a Abertis, son los siguientes:

- **Amenaza de nuevos competidores:** se trata de un mercado poco competitivo en el que Abertis ocupa posición de líder, le avala una gran experiencia con prestigiosos resultados. Todos estos ingredientes ya son suficientes barreras de entrada para nuevas empresas que quieran posicionarse en el sector. No obstante, Abertis utiliza todas las tácticas a su alcance para frenar cualquier intento de ocupación de su mercado por parte de posibles competidores. Como reflejo de lo comentado, la siguiente noticia de prensa (recogida completa en el Anexo 1) muestra la denuncia contra una acción de defensa de Abertis:

“Competencia multa a Abertis con 13,7 millones por abuso en la TDT” La Comisión considera que la empresa abusó de su posición de dominio. Abertis recurrirá la sanción ante la Audiencia Nacional

[El País Madrid 9 FEB 2012 - 14:06 CET](#)

- **Poder negociador de los clientes:** tal y como refleja Abertis en su página web, la empresa trabaja en la mejora continua del servicio al cliente, siguiendo el Plan Estratégico de Responsabilidad Social, que establece el compromiso de mantener una estrecha relación con el cliente y garantizar su satisfacción. La práctica totalidad de las

empresas del grupo analizadas en el Informe de RSC dispone de un sistema de gestión de calidad, de acuerdo con la norma internacional ISO 9001, implantado y certificado.

El grupo dispone, además, de numerosos canales de comunicación con el cliente: encuestas de satisfacción, servicios telefónicos y puntos presenciales de atención al usuario, páginas *web*, revistas, folletos y boletines *online*, paneles informativos en autopistas, aeropuertos y aparcamientos, servicios de información *online*. También es relevante el esfuerzo de Abertis en acciones de sensibilización para mejorar la seguridad vial y contribuir así a reducir los índices de siniestralidad y a la divulgación medioambiental.

Los servicios adicionales que ofrece Abertis a sus clientes son los siguientes (clasificados por área de negocio):

Autopistas:

- Página *web* con información de interés
- Tótems interactivos en áreas de servicio con información de interés
- Ludoteca en el área de servicio de Sagunto durante los meses de verano
- Canal de atención y ventas a empresas personalizado
- Seguimiento en la *web* de los pasos realizados de los vehículos de cada cliente
- Atención en caso de accidente o avería en menos de 30 minutos
- Servicio telefónico de atención al cliente 24 horas
- Puntos habilitados con intérpretes de árabe y francés durante los meses de verano (operación “Paso del Estrecho”) en colaboración con la Dirección General de Tráfico y Cruz Roja
- Plataforma electrónica para acceder a las facturas
- Envío de justificantes de paso por peaje vía e-mail a clientes de Vía T
- Información continúa sobre el tiempo de recorrido, las posibles perturbaciones y el estado de la circulación
- Coordinación de la asistencia mecánica y sanitaria
- Duplicado de facturas

Aeropuertos:

- Servicio de objetos perdidos

- Tarifas especiales para las escuelas de aviación y para los concesionarios que alquilen espacios publicitarios en los aeropuertos
- Primeros auxilios a pasajeros y empleados
- Servicios de traducción en 150 idiomas
- Instalaciones adaptadas para un fácil uso en el caso de personas con movilidad reducida (mostradores especiales, personal de ayuda, reserva de asientos, salas de espera, etc.)
- Disponibilidad de una guía para pasajeros con discapacidades
- Programa de ayuda a viajeros con dificultades económicas
- Servicio lanzadera desde todos los aparcamientos hasta la terminal
- Señalización y anuncios por la megafonía multilingües

Aparcamientos:

- Prensa gratuita
- Zonas de reciclaje
- Recarga de vehículos eléctricos
- Alquiler de paraguas
- Reserva de plazas
- Cobertura de telefonía GSM
- Pago mediante Vía T
- Sistema de guiado de vehículos
- Servicios especiales para discapacitados
- Parking VIP
- Servicio de información turística
- Servicios auxiliares (tiendas, taller, etc.)

Logística:

- Estaciones de servicio
- Parquin vigilado
- Servicios de seguridad y video vigilancia
- Servicios de mantenimiento integral
- Servicios de restauración
- Servicios de transporte público
- Servicios bancarios

Los principales clientes de Abertis son las Administraciones Públicas, aunque en la actual coyuntura de falta de liquidez, los proyectos objetivo para la empresa son preferentemente privados, una vez evaluados minuciosamente en cuanto a su viabilidad, para evitar posibles impagos que alteren la capacidad económica y el equilibrio de Abertis.

- **Poder negociador de los proveedores:** Abertis realiza la mayoría de las compras a proveedores locales para promover el desarrollo económico de las comunidades donde opera el grupo; extiende el compromiso de responsabilidad social a sus proveedores y empresas contratadas mediante la incorporación de cláusulas sociales y ambientales en los concursos y contratos y el proceso de homologación de proveedores. Debido a la naturaleza de la actividad de Abertis, las empresas proveedoras, principalmente de servicios, son muy diversas aunque poseen una característica común relacionada con la prestación comercial que realizan, sin formar parte de una cadena de producción propiamente, tal y como sí ocurre con las organizaciones que producen bienes. Esta particularidad define el tipo de relación, y afecta el modo de gestionar los riesgos y contribuir a su participación activa en el desarrollo de la responsabilidad social; teniendo en cuenta que los principales proveedores del grupo Abertis ofrecen maquinaria, uniformes, material de señalización y construcción.

La Dirección de Compras y Servicios Generales en colaboración con el Comité de RSC y Comité de Calidad de Abertis, ha culminado en 2010 una de las iniciativas prioritarias lanzadas por el Comité de Compras (órgano de gestión creado en 2009). Tras diferentes reuniones trimestrales, ha seguido su actividad durante el año 2010 con el objetivo de elaborar un protocolo de homologación y evaluación continua de proveedores, para así asegurar que cumplen las condiciones necesarias de clasificación como proveedores homologados y mantenerse como tales. El volumen de compras de las empresas del alcance de este informe supone un 16% de la cifra de negocio agregada de las mismas, de las cuales el 91% se adquiere a proveedores locales.

En este contexto, la inserción del compromiso de responsabilidad social en los procedimientos de homologación de proveedores y de licitación se convierte en la

principal herramienta para extender los principios de la organización entre los proveedores.

Todos ellos se comprometen a dar cumplimiento a la legislación ambiental y social aplicable, además de incluir otros criterios ambientales y sociales en función del tipo de concurso o bien el tipo de servicio que se presta, especialmente aquellos que llevan aparejadas evaluaciones de impacto ambiental previas. En el año 2010, el 95% de los concursos presentados han incorporado este tipo de cláusulas, y un total de 2.198 proveedores han sido homologados bajo este tipo de criterios. Dichos datos son ligeramente inferiores a los registrados en 2009 debido, principalmente, a una moderación en el ritmo de inversiones operativas, condicionada por la coyuntura económica del momento.

Los sistemas de gestión ambiental y de calidad disponen además de procedimientos específicos para la selección de proveedores en los que, en función del alcance de los mismos, se definen criterios ambientales para su selección. En este sentido, el portal de homologación de proveedores persigue recoger estos criterios y trasladar la información mediante un sistema de clasificación que facilite la identificación de aquellos proveedores más avanzados en el ámbito de la responsabilidad social.

- **Amenaza de entrada de productos o servicios sustitutivos:** Desde una perspectiva financiera, cuando una empresa privada se presenta a un concurso para construir o explotar una carretera, o para mejorar o gestionar una ya existente, predecir el futuro es un elemento crucial para determinar el precio de licitación. La sociedad debe estar en condiciones de determinar qué mejoras se necesitan y cómo proporcionar la clase de aditamentos o servicios, como una mayor señalización e información sobre las condiciones del tráfico, necesarios para atraer nuevos usuarios. Los licitantes también han creado modelos para intentar predecir cuál será el uso de la carretera y cuánto tardará en alcanzar su pico de tráfico.

"Los algoritmos para intentar predecir el comportamiento del tráfico son increíblemente complejos", señala William P. Reinhardt (www.spainbusiness.com/icex/cma/contentTypes, 2001), editor de *Public Works Financing*. "Cada empresa dispone básicamente de la misma información, pero creo que

es mucho más precisa en el caso de las que ostentan la titularidad y cuentan con experiencia de gestión. El propietario de una carretera de peaje entiende con un detalle asombroso el comportamiento del tráfico, del tránsito y todas las demás variables".

Las empresas concesionarias han de negociar el peaje y su potencial incremento con las autoridades locales. Las empresas privadas esperan una rentabilidad sobre la inversión, al tiempo que procuran no elevar los peajes hasta el punto de inducir a los usuarios a buscar rutas alternativas. Por su parte, los políticos intentan mantener satisfechos a sus electores.

Esta relación con las autoridades locales es igualmente crucial para exigir el pago efectivo del peaje. Las innovaciones tecnológicas permiten a las empresas determinar qué vehículos han pagado y cuáles no, pero las autoridades regionales retienen las competencias sobre la imposición de multas por incumplimiento del pago.

Por último, la empresa debe convencer a los potenciales socios financieros de que una inversión que puede no ser rentable hasta dentro de casi una década, y que incluso puede registrar pérdidas, puede tener perfecto sentido fiscal. "Este es uno de los elementos más difíciles de transmitir a los potenciales socios", señala Márquez Rubio, de Cintra. (www.spainbusiness.com, Agosto 2004) "Creo que la innovación por nuestra parte ha consistido en desarrollar una forma de demostrar al mercado que se trata de un muy buen negocio, que existe una gran oportunidad en participar en negocios que en un primer momento generan pérdidas contables". Su enfoque poco habitual, según Rubio, implica crear valor a través del constante crecimiento del negocio, incorporando nuevas carreteras y proyectos, y manteniendo las concesiones durante los años en que generan pocos ingresos, con vistas a materializar su valor en el largo plazo y a medida que disminuye el riesgo de la inversión.

Así pues, las empresas españolas han liderado hasta ahora este sector gracias a sus años de experiencia, que les han permitido desarrollar modelos para predecir las mejoras de las carreteras y estimar su uso, así como encontrar formas creativas de desarrollar los complejos modelos financieros.

Según Gutiérrez (2007), otra razón por la que las empresas españolas han tenido éxito en el mercado internacional de las concesiones de carreteras, diferente al de su construcción directa, es que el principal negocio de la mayoría de estas grandes empresas es difícil de exportar. En cambio, el conocimiento, las habilidades y la experiencia financiera son fácilmente transferibles cuando los mercados extranjeros licitan concesiones.

Puesto que lleva años, si no décadas, recuperar la inversión y comenzar a obtener una rentabilidad significativa, el hecho de que las empresas españolas ya estén cosechando los frutos de la maduración de algunas de sus inversiones originales las coloca en una sólida posición financiera. Además, el respaldo del negocio de concesiones procede de grandes empresas constructoras que disponen de abundante capital para invertir.

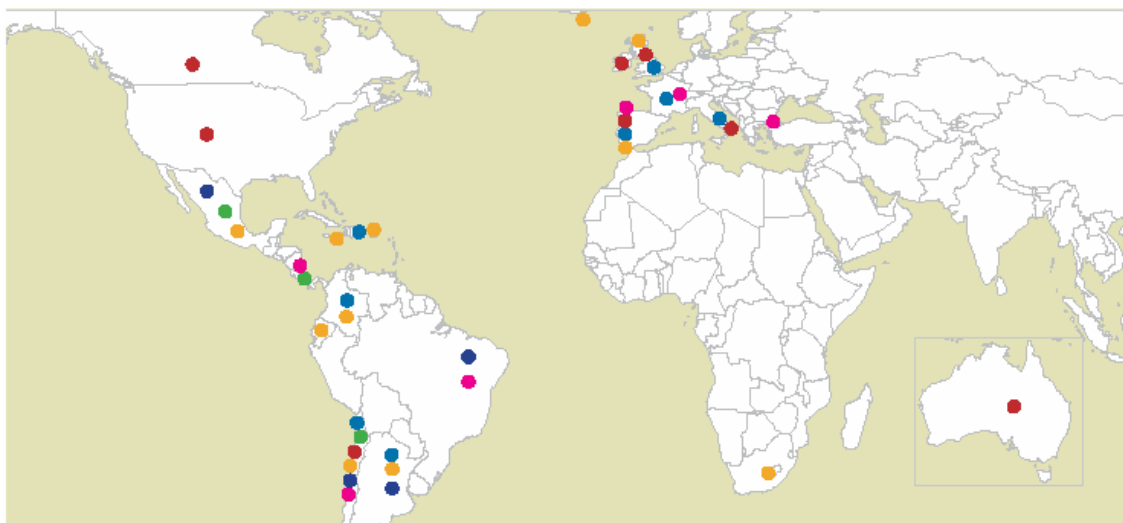
No obstante, en el área de negocio correspondiente a los aeropuertos sí que nos encontramos con productos sustitutos. Según publicó Abertis en su revista nº 5 de noviembre de 2011, en los que *aunque haya escaso juego de la competencia los gestores de los aeropuertos afirman que éstos deben hacer frente a una dura competencia. Y algo de razón tienen. Los aeropuertos nunca han sido monopolios puros sin sustitutos, puesto que siempre han existido algunas alternativas poco atractivas. Sin embargo, las cosas han empezado a cambiar, y el cambio puede apreciarse en pequeños aeropuertos regionales, que tienen que decidir entre contar con los servicios de Ryanair o quedarse atrás en su desarrollo. Y también los aeropuertos de mayor tamaño han de enfrentarse a la competencia. Por ejemplo, el aeropuerto de Manchester, de titularidad pública, que fue regulado como los tres aeropuertos londinenses de BAA, dejó de estar designado como aeropuerto sujeto a regulación en 2007, porque el cercano aeropuerto de Liverpool se ha desarrollado como una alternativa atractiva que hoy día ofrece incluso servicios intercontinentales.*

Son transformaciones alentadoras que, sin embargo, raras veces tienen lugar en los aeropuertos de las grandes ciudades del continente. Consideremos el ejemplo del aeropuerto de Ámsterdam. Quienes viajan por negocios prefieren el aeropuerto de Ámsterdam antes que optar por el tren de alta velocidad o volar vía los aeropuertos de Bruselas y Dusseldorf. Ámsterdam se enfrenta a la competencia en el mercado de largo recorrido, pero en el tráfico de origen y destino cuenta con un poder de mercado persistente, al menos mientras los pequeños aeropuertos regionales holandeses no

pasen a ser de titularidad y desarrollo independientes. Obviamente, podría haber más competidores. Hubiese sido mejor privatizar por separado los aeropuertos de BAA, y lo mismo sucede con los dos aeropuertos de París. Sin embargo, incluso en ese caso, seguiría habiendo algunos aeropuertos con poder de mercado persistente.”

- **Lucha entre los competidores en el mercado actual:** según la información aportada en www.technologyreview.com/spain/toll, **las empresas españolas son líderes mundiales** en el mercado internacional. De hecho, de las diez principales empresas concesionarias de carreteras de peaje, seis son españolas: Grupo ACS, Ferrovial, Sacyr Vallehermoso, Abertis, FCC y OHL. Este mapa representa las concesiones de carreteras fuera de España.

Figura 4.4.: Mapa representa las concesiones de carreteras fuera de España.



- **Abertis:** Abertis es el mayor concesionario de España, con un *holding* de empresas que gestiona más de la mitad de las carreteras de peaje del país. Las concesiones representan el 85% de su negocio, con un 63% del negocio total concentrado en el segmento de las infraestructuras viarias. Internacionalmente cuenta con sólida presencia en Latinoamérica y en la actualidad está expandiéndose también en el mercado europeo. **Concesiones internacionales de carreteras:** Argentina, Chile, Colombia, Francia, Italia, Portugal, Puerto Rico (EE.UU.) y el Reino Unido

- **FCC:** FCC es una importante empresa de construcción y servicios urbanos, presente en más de una docena de países. Su negocio de concesiones se concentra principalmente en España, si bien posee varias de ellas en Latinoamérica. Aunque FCC se codea con los grandes en el mercado de concesiones, éstas representan una parcela relativamente reducida de sus actividades. **Concesiones internacionales de carreteras:** Chile, Costa Rica, y México
- **Ferrovial:** Ferrovial es una importante empresa de construcción y servicios española con presencia internacional. Cintra, la sociedad del grupo especializada en concesiones, es actualmente líder en el mercado norteamericano. Según cifras de la compañía, en 2005 el 64,5% de sus ingresos por concesiones procedían de actividades en el extranjero. **Concesiones internacionales de carreteras (Cintra):** Australia, Canadá, Chile, Irlanda, Italia, Portugal, Reino Unido, y EE.UU.
- **Grupo ACS/Dragados:** Grupo ACS, una destacada constructora y gestora de concesiones, es la mayor empresa concesionaria del mundo y lidera el ranking internacional del sector desde hace 10 años. Las concesiones representaron el 15% de su beneficio neto en 2005. **Concesiones internacionales de carreteras:** Argentina, Chile, Colombia, Ecuador, Islandia, Irlanda, Jamaica, México, Portugal, Puerto Rico (EE.UU.), Sudáfrica, y Reino Unido
- **OHL:** es una importante constructora española cuyas actividades en el sector de la construcción se remontan a comienzos de 1900. En los últimos años ha centrado su negocio de forma creciente en contratos internacionales, estando actualmente presente en 16 países. La sociedad concesionaria del grupo, OHL Concesiones, cuenta con activos principalmente en España y Latinoamérica, aunque su objetivo es ampliar su presencia en los mercados europeo y norteamericano. **Concesiones internacionales de carreteras:** Argentina, Brasil, Chile y México.

- **Sacyr Vallehermoso:** la empresa concesionaria de esta sociedad constructora e inmobiliaria, aporta el 30% de los ingresos de la compañía a través de sus concesiones en todo el mundo. Gracias a Itinere, Sacyr Vallehermoso es el mayor inversor en autovías de Chile, al tiempo que gestiona el 20% de todas las concesiones de carreteras en España. **Concesiones internacionales de carreteras:** Brasil, Bulgaria, Chile, Costa Rica, Francia y Portugal.

4.5. ANÁLISIS D.A.F.O. DE ABERTIS

La matriz o análisis DAFO es un resumen de todo el análisis estratégico, tanto interno como externo, al presentar, de forma conjunta, las principales conclusiones que se derivan del mismo. La expresión DAFO significa debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades.

Tabla 4.1. Análisis DAFO

<i>Debilidades</i>	<i>Amenazas</i>
<ul style="list-style-type: none"> • Reducción en el margen de ventas. • Excesiva concentración en un único negocio o en un único mercado (Barcelona). • Imposible de controlar elementos meteorológicos que paralizan su actividad (volcán que bloqueo los vuelos aéreos durante días) • Contexto difícil de trabajo: huelgas, tarifas, tráfico negativo en España 	<ul style="list-style-type: none"> • Situación político-legal inestable ante posibles modificaciones con el nuevo gobierno. • Privatización de aeropuertos españoles. • Crisis económica mundial que reducirán notablemente las inversiones públicas. • Tipos de interés altos, tipos de cambio e inflación elevada.
<i>Fortalezas</i>	<i>Oportunidades</i>
<ul style="list-style-type: none"> • Política de retribución a los accionistas: consistente, estable y comprometida. • Empresa líder en el mercado. • Equilibrio, enriquecimiento y 	<ul style="list-style-type: none"> • Privatización en América del Norte y Europa. • Nuevas inversiones en EE.UU., Canadá, Brasil o México. (Naciones con legislación o

<p>renovación en la cartera de negociaciones.</p> <ul style="list-style-type: none">• Le avala su experiencia en el sector y su trayectoria.• Acceso fluido a recursos financieros.• Capacidad financiera y directiva.• Centralización de servicios ajenos a la actividad principal y descentralización administrativa de cada una de sus empresas.	<p>estabilidad social)</p> <ul style="list-style-type: none">• Sector Público, Abertis se presenta como socio mayoritario y con gran experiencia para captar las obras.• Absorción del impacto del apagón analógico.• Mercado poco competitivo.
--	---



5. ABERTIS: ANÁLISIS DE ACTIVIDADES OPERATIVAS Y FINANCIERAS

Para llevar a cabo el análisis del negocio del grupo internacional Abertis hemos utilizado los datos contables consolidados publicados para los ejercicios comprendidos entre el año 2007 y el 2011.

5.1. EL MODELO DE NEGOCIO

Abertis gestiona infraestructuras para la movilidad y las telecomunicaciones a través de los siguientes cinco segmentos de negocio:

- **Autopistas:** construcción, conservación y explotación de autopistas en régimen de concesión; gestión de concesiones de carreteras en España y en el extranjero; construcción de obras de infraestructuras viarias y actividades complementarias a la construcción, conservación y explotación de autopistas.

- **Telecomunicaciones:** establecimiento de cualquier tipo de infraestructuras y/o redes de comunicaciones, así como prestación, gestión, comercialización y distribución de todo tipo de servicios en base a las mismas, incluyendo el establecimiento y explotación de redes de telecomunicaciones fijas y móviles y la prestación de cualquier tipo de servicios a través de ellas.

- **Aeropuertos:** construcción y/o gestión de aeropuertos mediante régimen de propiedad y concesión.

- **Aparcamientos:** construcción y/o explotación o venta de aparcamientos de vehículos, garajes, estaciones de servicios, locales comerciales y demás fuentes de ingresos relacionadas directamente con dichas actividades.

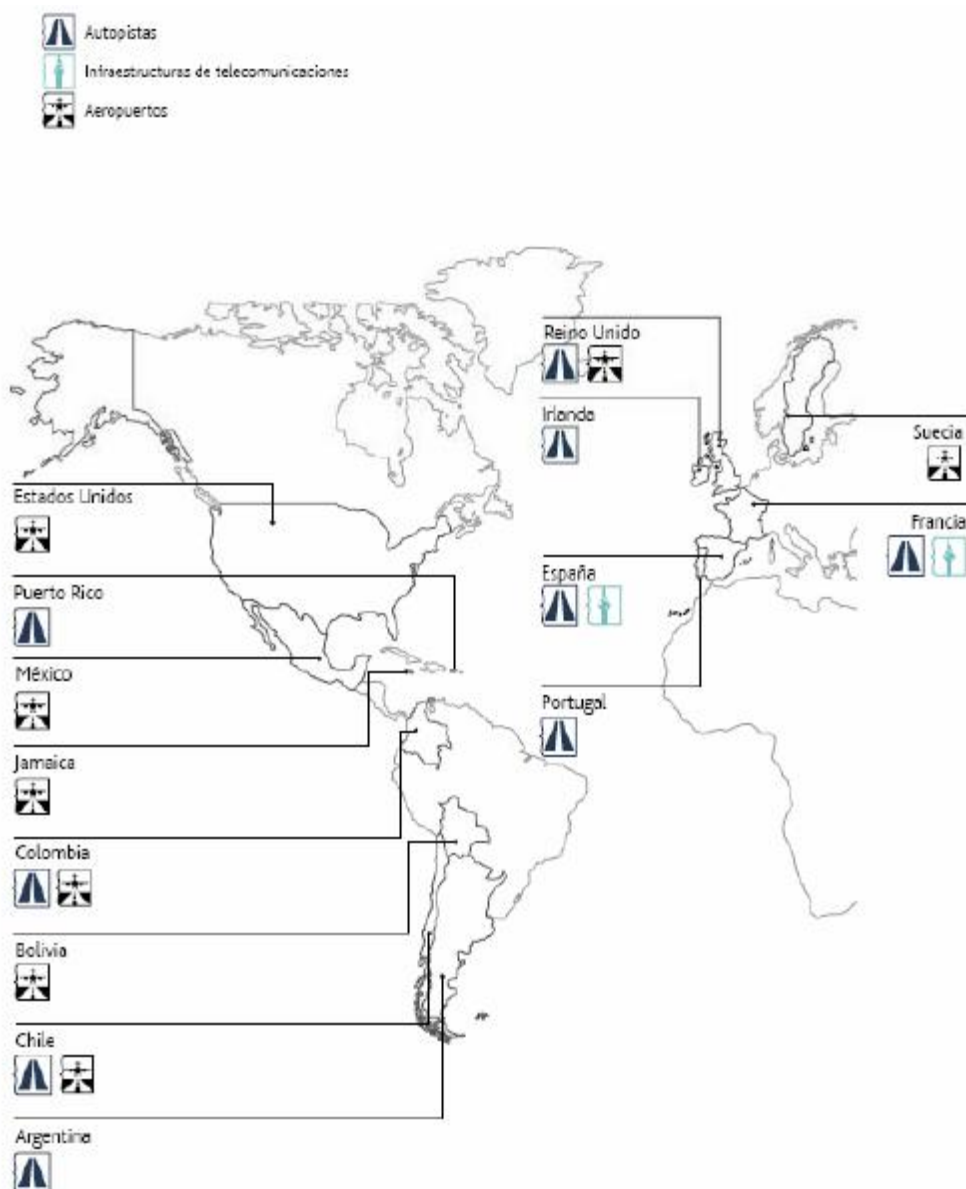
- **Parques logísticos:** proyección, promoción, gestión, mantenimiento y explotación de toda clase de infraestructuras dedicadas a la logística en todas sus vertientes.

- **Otros:** corresponde principalmente a la actividad desarrollada por la sociedad dominante (tenencia de acciones, y dirección y gestión de las sociedades del grupo) y otras sociedades de prestación de servicios y financiación a empresas del grupo.

Su objeto social consiste en la construcción, conservación y explotación de autopistas en régimen de concesión; la gestión de concesiones de carreteras en España y en el extranjero; la construcción de obras de infraestructuras viarias; las actividades complementarias de la construcción, conservación y explotación de autopistas como estaciones de servicio, centros integrados de logística y/o transporte y/o aparcamiento, así como cualesquiera actividades relacionadas con infraestructuras de transportes y de comunicación y/o telecomunicaciones al servicio de la movilidad y el transporte de personas, mercancías e información, con la autorización que, en su caso, fuere procedente.

La Sociedad puede desarrollar su objeto social, especialmente la actividad concesional, de forma directa o indirectamente a través de su participación en otras empresas estando sujeta, a este respecto, a lo dispuesto en la legislación vigente en cada momento.

El continuado proceso de internacionalización de sus actividades ha permitido a la compañía estar presente en un total de 15 países de tres continentes y consolidarse como el líder europeo en gestión de infraestructuras y uno de los primeros referentes en este campo a escala mundial.



Fuente: Informe Anual Abertis 2011

Figura 5.1. Mapa Internacional de Autopistas, Telecomunicaciones y Aeropuertos.

El grupo cuenta con una plantilla de más de 11.000 personas y prácticamente el 50% de sus ingresos y su ebitda se generan fuera de España. Abertis cotiza en la Bolsa española y forma parte del selectivo índice Ibx 35, así como de los índices internacionales Dow Jones Sustainability, FTS Eurofirst 300 y Standard & Poor's Europe 350.

5.2. RECLASIFICACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS EN ACTIVIDADES OPERATIVAS Y FINANCIERAS.

Las cuentas anuales consolidadas del grupo Abertis han sido formuladas de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas por la Unión Europea conforme al Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo del Consejo del 19 de julio de 2002 y posteriores que están vigentes al 31 de diciembre de 2007 (en adelante NIIF). Asimismo, la obligación de presentar cuentas anuales consolidadas bajo las NIIF aprobadas por la Unión Europea está regulada en la disposición final undécima de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social (BOE de 31 de diciembre de 2004).

El punto de partida para desarrollar este apartado es la clasificación de las masas patrimoniales en los estados financieros obligatorios (siguiendo las NIIF). Pero para comprender el funcionamiento de la empresa y su reflejo en los estados financieros, adoptamos la metodología de análisis de Penman, que propone diferenciar las actividades operativas de las financieras. Así se puede determinar si las actividades propias del objeto social de la empresa generan o no rentabilidad. Los condicionantes estratégicos de los dos grandes grupos de actividades, operativas y financieras, son muy diferentes. Así, la evolución de las ventas en el sector, la estrategia para conseguir cuota de mercado, o la tecnología, afectan a la rentabilidad operativa, pero no a la rentabilidad financiera. En cambio, los tipos de interés, las restricciones al crédito, o la evolución de los mercados de valores, afectan a la rentabilidad financiera pero no a la operativa. El entorno económico forma el mercado de factores y productos, en tanto que el entorno financiero establece las condiciones del mercado de capitales para la empresa.

En los siguientes subapartados, se reformulan el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias de Abertis para los periodos objetos de estudio de acuerdo con el planteamiento de Penman adaptado en el documento nº 10 de Valoración d Empresas de AECA.

5.2.1. Balance

En primer lugar, reflejamos los balances de 2007 a 2011 reformulados para presentar el patrimonio de la empresa reorganizado en términos de actividades operativas y financieras. A diferencia de los balances tradicionales, recogidos en el Anexo 2, no quedan en dos columnas el activo y el pasivo, sino:

- El activo operativo neto, como diferencia entre activos operativos y pasivos operativos;
- El pasivo financiero neto, como diferencia entre pasivos financieros y activos financieros.

Tabla 5.1. Reclasificación del Balance

BALANCE	2007	2008	2009	2010	2011
Activos Operativos	19.637.029	20.764.810	23.110.705	24.339.938	22.304.410
Inmovilizado material	9.559.380	9.947.038	1.822.190	1.880.755	1.741.827
Fondo de Comercio	3.957.454	4.185.015	4.350.453	4.397.724	4.263.123
Otros activos intangibles	2.730.812	3.376.392	12.671.687	12.549.808	11.217.068
Inmuebles de inversión	235.414	291.914	361.812	444.150	
Participaciones en entidades asociadas	1.711.019	1.340.013	1.373.983	1.461.077	1.899.059
Activos por impuestos diferidos	454.160	377.763	726.992	798.485	676.181
Deudores y otras cuentas a cobrar NC	679.579	896.727	875.861	949.136	933.389
Activos no corrientes mantenidos venta				612.325	
Deudores y otras cuentas a cobrar	105.118	173.927	721.487	971.733	1.357.140
Existencias	22.780	26.383	35.356	33.581	21.123
Efectivo y equivalentes del efectivo	181.313	149.638	170.884	241.164	195.500
ACTIVO OPERATIVO NETO	17.112.097	18.060.946	19.112.246	20.287.041	18.801.179
Pasivos operativos	2.524.932	2.703.864	3.998.459	4.052.897	3.503.231
Ingresos diferidos	43.464	45.653	156.400	47.226	28.741
Pasivos por impuestos diferidos	1.200.090	1.394.542	1.740.019	1.773.729	1.654.197
Obligaciones por prestaciones a empleados	70.481	57.102	74.274	70.529	70.576
Provisiones y otros pasivos NC	197.292	283.066	946.742	1.003.757	832.280
Proveedores y otras cuentas a pagar	466.294	596.874	615.762	633.842	541.479
Pasivos por impuestos corrientes	205.477	146.155	214.777	217.949	184.647
Provisiones y otros pasivos C	341.834	180.472	250.485	305.865	191.311
Pasivos financieros	13.283.001	14.737.771	15.540.063	15.785.800	14.830.251
Deudas financieras no corrientes	11.668.353	12.763.366	13.847.881	14.247.781	13.462.360

Instrumentos financieros derivados NC	118.242	107.402	344.048	402.311	280.116
Deudas financieras corrientes	1.495.821	1.863.988	1.337.640	1.128.173	1.083.309
Instrumentos financieros derivados C	585	3.015	10.494	7.535	4.466
PASIVO FINANCIERO NETO	12.092.519	13.281.931	13.778.158	14.833.559	14.595.476

Activos financieros	1.190.482	1.455.840	1.761.905	952.241	234.775
Activos financieros disponibles venta	893.770	983.998	1.342.010	474.997	13.577
Instrumentos financieros derivados NC	115.208	317.634	248.941	235.218	25.186
Instrumentos financieros derivados C	191	4.570	70	862	512
Efectivo y equivalentes del efectivo	181.313	149.638	170.884	241.164	195.500
Patrimonio Neto	5.019.578	4.778.966	5.334.089	5.453.482	4.415.713

5.2.2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias

De igual modo, a partir de los resultados consolidados publicados por Abertis para los ejercicios de 2007 a 2011, y que se recogen en el anexo 2, se reclasifican las partidas de ingresos y gastos para diferenciar las procedentes de actividades operativas de las originadas por actividades financieras. De este modo, se obtienen los ingresos operativos netos, por diferencia entre los ingresos operativos y los gastos operativos; así como los gastos financieros netos, por diferencia entre los gastos financieros y los ingresos financieros.

Tabla 5.2. Reclasificación de la cuenta de pérdidas y ganancias

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2007	2008	2009	2010	2011
Ingreso Operativo	3.720.304	3.758.224	3.980.978	4.222.833	4.039.331
Prestación de servicios	3.539.607	3.575.113	3.805.647	3.962.704	3.810.683
Otros ingresos de explotación	54.285	71.670	73.549	103.267	85.467
Trabajos para el inmovilizado	13.755	19.257	19.926	18.511	14.112
Otros ingresos	12.489	13.390	4.736	21.380	4.527
Resultados de sociedades puestas en equivalencia	100.168	78.794	77.120	116.971	124.542
Gasto operativo	-2.135.376	-2.231.152	-2.458.692	-2.586.449	-2.397.431
Gastos de personal	-546.811	-574.285	-604.504	-620.080	- 615.334
Otros gastos de explotación	-778.683	-839.678	-926.087	-980.581	-832.523
Deterioro de activos	4.829	132	-3.471	-15.955	- 1.678
Variaciones provisiones de tráfico	-862	-6.128	-14.867	-7.923	-12.184
Dotación a la amortización del inmovilizado	-789.351	-807.612	-907.145	-959.060	-934.710

Otros gastos	-24.498	-3.581	-2.618	-2.850	- 1.002
Ingreso Operativo Neto	1.584.928	1.527.072	1.522.286	1.636.384	1.641.900
Ingreso Financiero	126.532	197.024	187.509	200.554	226.415
Ingresos financieros	126.532	197.024	187.509	200.554	226.415
Gasto Financiero	-665.217	-745.305	-774.037	-867.683	-843.276
Gastos financieros	-669.802	-749.516	-773.664	-866.607	-839.063
Variación valoración instrumentos cobertura	4.585	4.211	-373	-1.076	-4.213
Gasto Financiero Neto (antes de Impuestos)	-538.685	-548.281	-586.528	-667.129	-616.861
Impuesto sobre beneficios reflejado en la Cuenta de resultados	-289.744	-293.643	-251.607	-225.906	-249.628
Beneficio antes de impuestos	1.046.243	978.791	935.758	969.255	1.025.029
Tasa impositiva efectiva	0,28	0,30	0,27	0,23	0,24
Tasa impositiva marginal	0,33	0,30	0,30	0,30	0,30
AHORRO IMPOSITIVO POR GASTOS FINANCIEROS	-175.073	-164.484	-175.958	-200.139	-185.058
Ingresos operativos netos antes de impuestos	1.584.928	1.527.072	1.522.286	1.636.384	1.641.900
INGRESOS OPERATIVOS NETOS (Después de impuestos)	1.120.112	1.068.945	1.094.721	1.210.339	1.207.214
Gasto financiero neto antes de impuestos	-538.685	-548.281	-586.528	-667.129	-616.861
GASTOS FINANCIEROS NETOS (Después de impuestos)	-363.612	-383.797	-410.570	-466.990	-431.803
RESULTADOS GLOBALES	756.499	685.148	684.151	743.349	775.411
Resultado atribuido a los minoritarios	74.319	66.796	60.425	81.734	74.417
RTDOS. GLOBALES ATRIBUIDOS A LA SOCIEDAD DOMINANTE	682.180	618.352	623.726	661.615	700.994
Beneficio Neto Cuenta de P y G (miles)	756.499	685.148	684.151	743.349	794.511

Número acciones (miles)	638.408,00	670.329,00	703.846,00	739.038,00	775.990,00
-------------------------	------------	------------	------------	------------	------------

Para una mayor comprensión de la evolución de la actividad operativa en el periodo de estudio indicamos a continuación, de forma cronológica, los aspectos más destacables.

Ejercicio 2007

Actividad y resultados: puede calificarse como francamente positivo en términos de actividad y resultados en todas las unidades de negocio. Los ingresos de las operaciones alcanzaron los 3.620 millones de euros lo que supone un incremento del 9% respecto al ejercicio precedente.

En el caso de las autopistas, que constituyen el principal sector de actividad por aportación a los ingresos consolidados, la intensidad media diaria de tráfico (principal indicador de medición de actividad) del conjunto de concesionarias experimenta un incremento del 3% hasta alcanzar los 26.450 vehículos. El resto de sectores también incrementan su actividad e ingresos.

Durante el ejercicio 2007, la mayor parte de los incrementos de magnitudes hasta el resultado de explotación provienen de los incrementos de actividad mencionados sin variaciones sustanciales de perímetro. Los impactos de la expansión realizada durante el ejercicio se concentran, básicamente, en el resultado financiero (aumento de los gastos financieros por la financiación de nuevas operaciones de inversión) y en el resultado de sociedades puestas en equivalencia que incluye el primer ejercicio completo de aportación neta de Eutelsat. Cabe mencionar, asimismo, la rebaja del tipo de gravamen del impuesto sociedades tanto en España como en el Reino Unido, lo que ha representado una disminución del gasto por este concepto.

Con estas consideraciones, el resultado consolidado del ejercicio atribuible a los accionistas ha alcanzado los 682 millones de euros, lo que representa un incremento del 29% sobre el ejercicio anterior (un 19% en términos comparables si no consideramos el efecto de los resultados extraordinarios o no recurrentes entre ejercicios). A efectos de la comparabilidad con el ejercicio precedente, debe tenerse en cuenta la existencia de partidas de naturaleza extraordinaria o no recurrente en el ejercicio 2006 por un importe de 42 millones de euros en concepto de ajuste negativo del neto de activos y pasivos diferidos por Impuesto sobre Sociedades, como consecuencia de la reducción del tipo efectivo del mencionado impuesto en España.

En cuanto al peso relativo de las distintas unidades de negocio sobre los ingresos, el sector de autopistas supone el 76% del total de los ingresos, el de infraestructuras de telecomunicaciones 11%, el de aeropuertos el 8%, el de aparcamientos el 4% y las infraestructuras para la logística se mantienen alrededor del 1%, porcentajes todos ellos en línea con los del ejercicio precedente.

Balance: Los activos totales a 31 de diciembre de 2007 alcanzan los 20.828 millones de euros lo que supone un incremento del 8% sobre el ejercicio anterior. Del

total activo, alrededor de un 60% corresponde a inmovilizado material y otros activos intangibles (básicamente concesiones), en línea con la naturaleza de los negocios del grupo relacionados con la gestión de infraestructuras. La inversión total del grupo en el ejercicio 2007 ha superado los 2.100 millones de euros, correspondiendo en su mayor parte a inversión en expansión (más de un 85% del total).

El patrimonio neto consolidado ha alcanzado los 5.020 millones de euros, un 13% superior al del ejercicio precedente. La deuda financiera bruta a 31 de diciembre de 2007 (12.873 millones de euros) representa el 256% del patrimonio y el 62% del pasivo y patrimonio neto, porcentajes en línea o inferiores a los de los otros grandes operadores de infraestructuras internacionales. Siguiendo una política de minimización de la exposición a los riesgos financieros, al cierre del ejercicio una parte importante de la deuda (más del 80%) se encontraba a tipo fijo o fijado a través de coberturas.

Por su actividad inversora, Abertis se encuentra expuesta a riesgos financieros: riesgo de tipo de cambio, riesgo de crédito, riesgo de liquidez y riesgo del tipo de interés de flujos de efectivo. El programa de gestión del riesgo global del grupo considera la incertidumbre de los mercados financieros y trata de minimizar los efectos potenciales adversos sobre la rentabilidad global del conjunto del grupo mediante el establecimiento de políticas de financiación y cobertura acordes con la tipología de sus negocios. En la práctica, se traduce en una estructura financiera saneada, con un elevado vencimiento medio de la deuda y un elevado porcentaje de deuda a tipo fijo o fijado que minimizan en gran medida los posibles efectos de tensiones en el mercado de crédito como las que se vienen produciendo en los últimos meses. Este equilibrio de la estructura financiera de Abertis se hace patente en el mantenimiento de un elevado nivel de calificación¹ de deuda.

La elevada generación de flujos de caja de la mayor parte de los negocios principales de Abertis permite mantener un equilibrio financiero que posibilita la realización de las nuevas inversiones de mejora de las infraestructuras que actualmente gestiona, así como

¹ Abertis posee la calificación "BB +", otorgada por la agencia crediticia internacional Standard & Poor's para el largo plazo. Dicha calificación fue asignada en abril de 2010, posición que fue confirmada en diciembre de 2011.

Por otra parte, Abertis posee la calificación "A-", otorgada por Fitch Ratings para el largo plazo, y "F2" para el corto plazo. Dichas calificaciones fueron asignadas en julio de 2009 y se confirmaron en noviembre de 2011.

la continuación de la política selectiva de inversiones desarrollada en los últimos años sin necesidad de aportaciones adicionales de capital por parte de los accionistas.

El grupo se encuentra expuesto, asimismo, a riesgos de negocio (de entorno económico, regulatorios, de competencia, riesgo país, madurez de las concesiones y reputación corporativa) y riesgos operacionales (operativos, tecnológicos, fraude e integridad). Abertis minimiza su exposición a los mismos mediante el establecimiento de sistemas de control (basados en una combinación de acciones estratégicas y operativas) y la adaptación permanente de sus políticas y procedimientos al creciente tamaño, complejidad y dispersión geográfica del grupo. Debe considerarse, asimismo, que la propia naturaleza de una parte importante de los negocios (en régimen concesional con contratos a largo plazo, escenarios claramente delimitados y condiciones prefijadas) constituye ya de por sí un factor minimizador de una parte importante de los riesgos de negocio.

Retribución al accionista: como en ejercicios anteriores, Abertis ha continuado con una política de retribución al accionista que combina la distribución de un importe de dividendo por acción con ampliaciones de capital liberadas de una por cada 20 acciones existentes.

En junio de 2007 se ha acordado la ampliación de capital liberada y en octubre de 2007 se ha hecho efectivo un dividendo a cuenta de 0,28 euros por acción. Esta cifra representa un incremento del 12% respecto al dividendo a cuenta por acción satisfecho en el ejercicio anterior. El Consejo de Administración de Abertis ha acordado proponer a la Junta General Ordinaria de Accionistas el reparto de un dividendo complementario correspondiente al resultado del ejercicio 2007 de 0,28 euros brutos por acción, consolidando así el incremento del 12% en el importe del dividendo por acción a la vista de la favorable evolución experimentada por los negocios del grupo.

El dividendo total con cargo a resultados del ejercicio 2007 será, pues, de 357,5 millones de euros, considerando el dividendo a cuenta ya distribuido, con un importe unitario de 0,56 euros brutos totales por acción y supone un incremento del 17,6% sobre el total distribuido con cargo a los resultados del ejercicio anterior.

Ejercicio 2008:

Actividad y resultados: el ejercicio 2008 se ha visto claramente influenciado por la situación de desaceleración económica que ha afectado a los crecimientos previstos en las distintas unidades de negocio, especialmente en el sector autopistas durante el segundo semestre del ejercicio. Los ingresos de las operaciones han alcanzado los 3.679 millones de euros lo que supone un incremento del 2% respecto al ejercicio precedente. En el caso de las autopistas, que continúan representando el principal sector de actividad por aportación a los ingresos consolidados, la intensidad media diaria de tráfico (principal indicador de medición de actividad) del conjunto de concesionarias ha experimentado un decremento del -3,6% hasta alcanzar los 25.697 vehículos, si bien este efecto se ha visto compensado por el impacto de la revisión anual de tarifas y la buena evolución del resto de sectores, los cuales presentan tanto incrementos de actividad como de ingresos.

Durante el ejercicio 2008, las principales magnitudes de explotación del grupo se han estabilizado, reflejando, como se ha señalado, el impacto del cambio de ciclo económico así como los incrementos del perímetro de consolidación del ejercicio, debidos principalmente a la adquisición de DCA e Hispasat (con impacto de 9 y 6 meses respectivamente en la cuenta de resultados consolidada del ejercicio), incorporaciones que continúan la política de diversificación sectorial y geográfica seguida por Abertis en los últimos ejercicios que ha permitido absorber en gran medida los descensos de actividad de algunos negocios en 2008. Asimismo, señalar que la adquisición en diciembre 2008 del grupo Invin no ha tenido impacto en las magnitudes de la cuenta de resultados consolidada del ejercicio, al haberse registrado con efecto 31 de diciembre de 2008.

En este sentido, la expansión señalada en 2008, así como la realizada a finales del pasado ejercicio 2007 han tenido su correspondiente impacto en el resultado financiero, con el aumento de los gastos financieros por la financiación de las nuevas operaciones de inversión. Finalmente, el resultado de sociedades puestas en equivalencia se ve afectado positivamente por la buena evolución de Eutelsat en el ejercicio, si bien disminuye respecto 2007 principalmente por el hecho que, desde el 30 de junio de 2008,

la participación del 6,68% que Abertis ostenta sobre Atlantia (a través de la sociedad participada al 100% Acesa Italia, S.r.L), ha pasado a considerarse como un activo financiero disponible para la venta.

Cabe mencionar, asimismo, la rebaja del tipo de gravamen del impuesto sobre sociedades tanto en España (que ha pasado de un tipo nominal del 32,5% al 30,0%) como en el Reino Unido (que ha pasado de un tipo nominal del 30% al 28% a partir del 1 de abril de 2008), lo que ha representado una disminución del gasto por este concepto. Este impacto se ha visto compensado por la eliminación progresiva en el Reino Unido de la deducción actual de la amortización de las edificaciones clasificadas como edificios industriales (*Industrial Buildings Allowances*), hecho que ha supuesto un gasto extraordinario no recurrente por impuesto de 29 millones de euros (parte Abertis).

Con estas consideraciones, el resultado consolidado del ejercicio atribuible a los accionistas ha alcanzado los 618 millones de euros, lo que representa un decremento del 9% sobre el ejercicio anterior (un -5% en términos comparables si no consideramos el efecto del impacto fiscal no recurrente en el Reino Unido anteriormente mencionado).

En cuanto al peso relativo de las distintas unidades de negocio sobre los ingresos, el sector de autopistas supone el 75% del total de los ingresos, el de infraestructuras de telecomunicaciones el 12%, el de aeropuertos el 8%, el de aparcamientos el 4% y los parques logísticos se mantienen alrededor del 1%, porcentajes todos ellos en línea con los del ejercicio precedente.

Balance: Los activos totales a 31 de diciembre de 2008 alcanzan los 22.221 millones de euros lo que supone un incremento del 7% sobre el ejercicio anterior. Del total activo, alrededor de un 60% corresponde a inmovilizado material y otros activos intangibles (básicamente concesiones) acorde con la naturaleza de los negocios del grupo relacionados con la gestión de infraestructuras, porcentaje en línea con el del ejercicio anterior.

La inversión total del grupo en el ejercicio 2008 ha superado los 1.700 millones de euros correspondiendo en su mayor parte a inversión en expansión (un 84% del total). El patrimonio neto consolidado ha alcanzado los 4.779 millones de euros, un 5% inferior al del ejercicio precedente, afectado principalmente por las minusvalías netas

registradas de aquellas inversiones financieras que se deben valorar a mercado y el impacto por la adquisición de acciones propias. La deuda financiera bruta a 31 de diciembre de 2008 (14.358 millones de euros) representa el 300% del patrimonio y el 65% del pasivo y patrimonio neto, porcentajes en línea o inferiores a los de los otros grandes operadores de infraestructuras internacionales. Siguiendo una política de minimización de la exposición a los riesgos financieros, al cierre del ejercicio una parte importante de la deuda (en torno al 80%) se encontraba a tipo fijo o fijado a través de coberturas.

Retribución al accionista: como en ejercicios anteriores, Abertis ha continuado con una política de retribución al accionista que combina la distribución de un importe de dividendo por acción con ampliaciones de capital liberadas de una por cada 20 acciones existentes. En abril de 2008 la Junta General de Accionistas acordó la ampliación de capital liberada (realizada en el mes de mayo) y en octubre 2008 se ha hecho efectivo un dividendo a cuenta de 0,30 euros por acción, lo que representa un incremento del 7,1% respecto al dividendo a cuenta por acción satisfecho en el ejercicio anterior.

El Consejo de Administración de Abertis ha acordado proponer a la Junta General Ordinaria de Accionistas el reparto de un dividendo complementario correspondiente al resultado del ejercicio 2008 de 0,30 euros brutos por acción, consolidando así el incremento del 7,1% en el importe del dividendo por acción a pesar de la estabilización de las magnitudes experimentada por el grupo en 2008. El dividendo total máximo con cargo a resultados del ejercicio 2008 será, pues, de 402,2 millones de euros, considerando el dividendo a cuenta ya distribuido y supone un incremento del 12,5% sobre el total distribuido con cargo a los resultados del ejercicio anterior.

Ejercicio 2009:

Se ha caracterizado por un entorno de desaceleración económica que ha hecho que el grupo haya centrado sus esfuerzos en un crecimiento muy selectivo con operaciones de consolidación y refuerzo de su posición en sociedades ya participadas y en el control de sus costes de explotación para la mejora de la gestión a través de un aumento de la

eficiencia. Las grandes líneas estratégicas que guían las actividades del grupo se mantienen (crecimiento selectivo, rentabilidad, sostenibilidad y calidad en el servicio) si bien son objeto de permanente adaptación a las cambiantes circunstancias del entorno.

Actividad y resultados: se ha visto claramente influenciado por la situación de desaceleración económica que ha afectado a la actividad de las distintas unidades de negocio (especialmente en los sectores de autopistas, aeropuertos y parques logísticos) y particularmente durante el primer semestre del ejercicio ya que en el segundo semestre se ha producido una moderación de los descensos y, en algunos casos como las autopistas francesas, un ligero incremento de la actividad. Los ingresos de las operaciones han alcanzado los 3.935 millones de euros lo que supone un incremento del 7% respecto al ejercicio precedente, incremento influenciado por las distintas adquisiciones realizadas durante el ejercicio 2008 y por la adquisición antes comentada de participaciones de Itínere en concesionarias de autopistas en junio 2009.

En el caso de las autopistas, que continúan representando el principal sector de actividad por aportación a los ingresos consolidados, la intensidad media diaria de tráfico (principal indicador de medición de actividad) del conjunto de concesionarias ha experimentado un decremento del -3,2% hasta alcanzar los 23.828 vehículos, si bien este efecto en los ingresos se ha visto compensado principalmente por el impacto positivo de la revisión anual de tarifas, por la incorporación de las de las adquisiciones realizadas en 2008 y 2009 y por la buena evolución del sector de telecomunicaciones.

Como ya se ha señalado, la aportación en 2009 de un ejercicio completo de las adquisiciones realizadas en 2008 (dca, Hispasat e Invin) y la aportación de un semestre de la adquisición de concesionarias a Itínere con efectos 30 de junio de 2009, ha afectado a las principales magnitudes de la cuenta de resultados, favoreciendo la tendencia positiva de los ingresos de explotación y del resultado de explotación (favorecido éste último, además, por las medidas de mejora de la eficiencia y optimización de los costes de explotación).

El incremento de los gastos financieros como consecuencia de la financiación de las adquisiciones mencionadas, se ha visto compensado, entre otros y en buena medida, por la reducción de los tipos de interés de referencia (principalmente el Euribor) que ha tenido un impacto positivo sobre la deuda a tipo variable del grupo (16% sobre el importe total de la deuda a 31 de diciembre de 2009), por impactos positivos no

recurrentes por diferencias de cambio y por la inclusión del dividendo cobrado de Atlantia (que en 2008 se integró por puesta en equivalencia durante el primer semestre). La favorable evolución de la aportación de Eutelsat por puesta en equivalencia ha permitido el mantenimiento de este epígrafe respecto a 2008 compensando de este modo la baja de Atlantia.

El menor gasto por impuesto sobre sociedades registrado en 2009 a pesar de haberse incrementado el resultado tributable, se explica por el gasto extraordinario no recurrente, de 32 millones de euros, registrado en 2008 por la eliminación progresiva de la deducción fiscal de ciertos activos en el Reino Unido. Con estas consideraciones, el resultado consolidado del ejercicio atribuible a los accionistas ha alcanzado los 653 millones de euros, lo que representa un incremento del 6% en relación con el ejercicio anterior.

En cuanto al peso relativo de las distintas unidades de negocio sobre los ingresos, el sector de autopistas supone el 74% del total de los ingresos, el de infraestructuras de telecomunicaciones el 14%, el de aeropuertos el 7%, el de aparcamientos el 4% y los parques logísticos se mantienen alrededor del 1%, porcentajes todos ellos en línea con los del ejercicio precedente.

Balance: Los activos totales a 31 de diciembre de 2009 alcanzan los 24.637 millones de euros lo que supone un incremento del 11% sobre el ejercicio anterior. Del total activo, alrededor de un 60% corresponde a inmovilizado material y otros activos intangibles (básicamente concesiones) en línea con la naturaleza de los negocios del grupo relacionados con la gestión de infraestructuras, porcentaje en línea con el del ejercicio anterior.

La inversión total del grupo en el ejercicio 2009 ha superado los 1.300 millones de euros correspondiendo en su mayor parte a inversión en expansión (un 83% del total). El patrimonio neto consolidado ha alcanzado los 5.762 millones de euros, un 21% superior al del ejercicio precedente, principalmente por las plusvalías netas registradas de aquellas inversiones financieras que se deben valorar a mercado (357 millones de euros), por el impacto positivo de 319 millones de euros que ha supuesto el haber registrado, en aplicación de la NIIF 3 (adquisición por etapas), los activos y pasivos que

Abertis ya ostentaba en **Avasa** por su valor razonable al 30 de junio de 2009, como consecuencia de la adquisición de un 50% adicional de esta sociedad, y por el resultado no distribuido del ejercicio, que compensan la distribución del dividendo complementario del ejercicio 2008 y del dividendo a cuenta del ejercicio 2009.

La deuda financiera bruta a 31 de diciembre de 2009 (14.932 millones de euros, sin incluir las deudas con sociedades registradas por el método de la participación ni los intereses de préstamos y obligaciones) representa el 259% del patrimonio y el 61% del pasivo y patrimonio neto, porcentajes inferiores a los existentes al cierre de 2008, y en línea o inferiores a los de los otros grandes operadores de infraestructuras internacionales. Siguiendo una política de minimización de la exposición a los riesgos financieros, al cierre del ejercicio 2009, una parte importante de la deuda (84%) se encontraba a tipo fijo o fijado a través de coberturas. En octubre de 2009 Abertis Infraestructuras, S.A. ha realizado una emisión de obligaciones simples de 1.000 millones con un cupón anual del 4,63% y a 7 años, destinada a la refinanciación de un préstamo sindicado con vencimiento abril de 2010. Este proceso permanente de mejora de la estructura de deuda del grupo (reemplazando deuda a corto por deuda a largo en unas condiciones muy favorables), junto con las políticas de cobertura indicadas, continúan contribuyendo al mantenimiento de una estructura financiera saneada, con un elevado vencimiento medio de la deuda, y minimizan en gran medida los posibles efectos de tensiones en el mercado de crédito. La elevada generación de flujos de caja de la mayor parte de los negocios principales de Abertis permite mantener un equilibrio financiero que posibilita la realización de inversiones de mejora de las infraestructuras gestionadas, la política selectiva de inversiones que requiere el actual entorno económico y la adecuada retribución al accionista, sin necesidad de aportaciones adicionales de capital por parte de los accionistas.

Retribución al accionista: Como en ejercicios anteriores, Abertis ha continuado con una política de retribución al accionista que combina la distribución de un dividendo por acción constante con ampliaciones de capital liberadas de una por cada 20 acciones existentes. En marzo de 2009 la Junta General de Accionistas acordó la ampliación de capital liberada (realizada en el mes de mayo) y en septiembre 2009 se ha hecho efectivo un dividendo a cuenta, al igual que en el ejercicio anterior, de 0,30 euros por acción. El Consejo de Administración de Abertis ha acordado proponer a la Junta

General Ordinaria de Accionistas el reparto de un dividendo complementario correspondiente al resultado del ejercicio 2009 de 0,30 euros brutos por acción. El dividendo total máximo con cargo a resultados del ejercicio 2009 será, pues, de 422,3 millones de euros, considerando el dividendo a cuenta ya distribuido, y supone un incremento del 5% sobre el total distribuido con cargo a los resultados del ejercicio anterior.

Ejercicio 2010:

Actividades y resultados: al igual que ya ocurrió con el ejercicio 2009, aunque en menor medida, el 2010 se ha visto influenciado por la situación de desaceleración económica que ha afectado a la actividad de las distintas unidades de negocio (especialmente en los segmentos operativos de autopistas, aeropuertos, aparcamientos y parques logísticos), si bien durante la segunda mitad del ejercicio se ha producido una moderación de los descensos y, en algunos casos, como en las autopistas francesas y chilenas, al cierre de ejercicio ya se han registrado incrementos destacables de actividad especialmente en el tráfico de vehículos pesados.

Los ingresos de las operaciones han alcanzado los 4.106 millones de euros lo que supone un incremento del 5% respecto al ejercicio anterior, incremento influenciado por la adquisición en junio 2009 de participaciones de Itínere en concesionarias de autopistas (principalmente 50% adicional de **Avasa** y **Rutas del pacífico** y 75% adicional del **Elqui**), así como trabajos no recurrentes por extensiones de cobertura de la TDT en el sector de telecomunicaciones.

En el caso de las autopistas, que continúan representando el principal sector de actividad por aportación a los ingresos consolidados, la intensidad media diaria de tráfico (principal indicador de medición de actividad) del conjunto de concesionarias ha experimentado un ligero decremento del -0,4% hasta alcanzar los 22.869 vehículos, si bien este efecto en los ingresos se ha visto compensado principalmente por la incorporación durante todo el ejercicio de las adquisiciones realizadas en el segundo semestre 2009 (“activos Itínere”), así como la buena evolución del sector de telecomunicaciones y aeropuertos, y en menor medida de los aparcamientos.

La expansión realizada durante el 2009 (adquisición de concesionarias a Itínere con efecto 30 de junio 2009) ha afectado a las principales magnitudes de la cuenta de resultados, favoreciendo la tendencia positiva de los ingresos de explotación y del resultado de explotación (favorecido éste último, además, por las medidas de mejora de la eficiencia y optimización de los costes de explotación que se está llevando a cabo desde el pasado ejercicio), alcanzando éste último un incremento del 6%.

El incremento de los gastos financieros como consecuencia principalmente de la financiación de las adquisiciones 2009 mencionadas y de la emisión de bonos en septiembre 2009 de 1.000 millones de euros a un tipo fijo del 4,625% (hasta entonces a tipo variable), se ha visto mitigado por el mantenimiento durante la mayor parte del ejercicio de los bajos tipos de interés de referencia de finales de 2009 (principalmente el Euribor) lo que ha tenido un impacto positivo sobre la deuda a tipo variable del grupo (16% sobre el importe total de la deuda a 31 de diciembre de 2010). Asimismo, la favorable evolución de la aportación de **Eutelsat** y Coviandes, ambas sociedades registradas por el método de la participación, permite en gran medida el incremento de este epígrafe respecto al cierre de 2009.

Cabe mencionar, también, que la rebaja del tipo de gravamen del impuesto sobre sociedades en el Reino Unido a partir del 2011 del 28% al 27%, así como otros efectos fiscales no recurrentes, que han favorecido la disminución del gasto por este concepto a pesar de haberse incrementado ligeramente el resultado tributable.

Con estas consideraciones, el resultado consolidado del ejercicio atribuible a los accionistas ha alcanzado los 662 millones de euros, lo que representa un incremento del 6% en relación con el ejercicio anterior. En cuanto al peso relativo de las distintas unidades de negocio sobre los ingresos, el sector de autopistas supone el 75% del total de los ingresos, el de infraestructuras de telecomunicaciones el 13%, el de aeropuertos el 7%, el de aparcamientos el 4% y los parques logísticos se mantienen alrededor del 1%, porcentajes todos ellos en línea con los del ejercicio precedente.

Balance: los activos totales a 31 de diciembre de 2010 alcanzan los 25.292 millones de euros, lo que supone un incremento del 2% sobre el ejercicio anterior. Del total activo, alrededor de un 60% corresponde a inmovilizado material y otros activos

intangibles (básicamente concesiones) en línea con la naturaleza de los negocios del grupo relacionados con la gestión de infraestructuras, porcentaje en línea con el del ejercicio anterior. La inversión total del grupo en el ejercicio 2010 ha superado los 750 millones de euros correspondiendo en su mayor parte a inversión en expansión (un 75% del total), principalmente en ampliar la capacidad de las autopistas. El patrimonio neto consolidado ha alcanzado los 5.453 millones de euros, un 2,2% superior al del ejercicio precedente, básicamente por el resultado no distribuido del ejercicio y el impacto positivo de las diferencias de conversión generadas en el ejercicio, compensando la menor valoración registrada en aquellas inversiones financieras que se deben valorar a mercado (-257 millones de euros), y el impacto del dividendo complementario del ejercicio 2009.

La deuda financiera bruta a 31 de diciembre de 2010 (15.134 millones de euros, sin incluir las deudas con sociedades registradas por el método de la participación ni los intereses de préstamos y obligaciones) representa el 60% del pasivo y patrimonio neto, porcentaje en línea con el existente al cierre del ejercicio 2009. Asimismo, siguiendo una política de minimización de la exposición a los riesgos financieros, al cierre del ejercicio 2010, una parte importante de la deuda (84%) se encontraba a tipo fijo o fijado a través de coberturas (porcentaje que no presenta variación respecto el cierre de 2009).

Retribución al accionista: como en ejercicios anteriores, Abertis continúa con una política de retribución al accionista que combina la distribución de un dividendo por acción constante con ampliaciones de capital liberadas de una por cada 20 acciones existentes. En abril de 2010 la Junta General de Accionistas acuerda la ampliación de capital liberada (realizada en el mes de junio) y en octubre 2010 se hace efectivo un dividendo a cuenta, al igual que en el ejercicio anterior, de 0,30 euros por acción. El Consejo de Administración de Abertis ha acordado proponer a la Junta General Ordinaria de Accionistas el reparto de un dividendo complementario correspondiente al resultado del ejercicio 2010 de 0,30 euros brutos por acción. El dividendo total máximo con cargo a resultados del ejercicio 2010 será, pues, de 443,4 millones de euros, considerando el dividendo a cuenta ya distribuido, y supone un incremento del 5% sobre el total distribuido con cargo a los resultados del ejercicio anterior.

Ejercicio 2011:

Actividad y resultados: Aún afectado por el negativo entorno económico de los ejercicios precedentes, el ejercicio 2011 se ha visto afectado por la situación de desaceleración económica que ha reducido especialmente a la actividad de las autopistas en España (con un menor descenso de la actividad de los vehículos pesados), si bien en el caso de las autopistas francesas y chilenas se han registrado incrementos de la actividad durante el ejercicio (con un mayor incremento de los vehículos pesados en el caso de las autopistas chilenas), de la misma forma que ha ocurrido en el segmento operativo de los aeropuertos. En el caso del segmento de infraestructuras de telecomunicaciones, el impacto del “apagón analógico” completado en abril de 2010 se ha visto totalmente compensado por la prestación de los servicios de la televisión digital terrestre, así como por incrementos en actividad satelital.

Los ingresos de las operaciones han alcanzado los 3.915 millones de euros manteniéndose prácticamente sin variación respecto al ejercicio anterior (-0,05%), evolución claramente influenciada por el impacto de los trabajos no recurrentes relacionados con las extensiones de cobertura de Televisión Digital Terrestre, realizados básicamente durante el primer semestre del pasado ejercicio 2010. En el caso de las autopistas, que continúan representando el principal sector de actividad por aportación a los ingresos consolidados, la intensidad media diaria de tráfico (principal indicador de medición de actividad) del conjunto de concesionarias ha experimentado un decremento del -1,3% hasta alcanzar los 22.561 vehículos (básicamente por la negativa evolución del tráfico en las autopistas en España), si bien este efecto en los ingresos del grupo se ha visto compensado, sin considerar el impacto no recurrente antes señalado en el segmento de las telecomunicaciones, principalmente por la revisión de las tarifas medias en las propias concesionarias de autopistas, así como la buena evolución del negocio recurrente del sector de las telecomunicaciones y la positiva evolución de los aeropuertos.

A pesar de la ligera reducción de los ingresos, el resultado bruto de explotación presenta un incremento del 1,9% debido al descenso de los gastos de explotación por los trabajos

no recurrentes del primer semestre 2010 relacionados con las extensiones de cobertura de Televisión Digital Terrestre, y por el impacto de las medidas de mejora de la eficiencia y optimización de los costes de explotación, en las que el grupo continúa haciendo hincapié durante este ejercicio.

El gasto financiero asociado al endeudamiento del grupo se ha visto reducido como consecuencia principalmente de la disminución de la deuda financiera del grupo, compensando el impacto negativo sobre la deuda a tipo variable (16% sobre el importe total de la deuda a 31 de diciembre de 2011) derivado del incremento de los tipos de interés de referencia (principalmente el Euribor) durante la mayor parte del ejercicio (presentan una ligera reducción en el último trimestre). A pesar de ello, los gastos financieros totales del grupo se han visto incrementados básicamente por el impacto de diferencias negativas de cambio y el impacto de las operaciones de refinanciación de deuda realizadas en el periodo. Asimismo, la favorable evolución de la aportación de Eutelsat y Coviandes, ambas sociedades registradas por el método de la participación, permite en gran medida el incremento de este epígrafe respecto al cierre de 2010.

Cabe mencionar, también, que la rebaja adicional del tipo de gravamen del impuesto sobre sociedades en el Reino Unido a partir de abril 2011 del 27% al 26% y del 26% al 25% a partir de abril 2012, así como otros efectos fiscales positivos no recurrentes, han favorecido la contención del gasto por este concepto a pesar de haberse incrementado el resultado tributable.

Con estas consideraciones y el impacto derivado de la reorganización societaria de los negocios de aparcamientos y parques logísticos y su posterior enajenación (así como el resultado neto de sus operaciones) y de la desinversión realizada en Atlantia S.p.A antes señaladas (“Resultado de las actividades interrumpidas”), el resultado consolidado del ejercicio atribuible a los accionistas ha alcanzado los 720.094 miles de euros, lo que representa un incremento del 8,8% sobre el mismo periodo del ejercicio anterior. En cuanto al peso relativo de las distintas unidades de negocio sobre los ingresos, el sector de autopistas supone el 79% del total, el de infraestructuras de telecomunicaciones el 13% y el de aeropuertos el 7%, porcentajes todos ellos en línea con los del cierre del ejercicio 2010.

Balance: Los activos totales a 31 de diciembre de 2011 alcanzan los 22.749 millones de euros lo que supone un decremento del -10% sobre el cierre del ejercicio 2010, básicamente por el impacto de la enajenación en enero de la participación del 6,68% del capital de Atlantia S.p.A., y de los segmentos operativos de aparcamientos y parques logísticos a finales del mes de octubre. Del total de activo, alrededor de un 60% corresponde a inmovilizado material y otros activos intangibles (básicamente concesiones) en línea con la naturaleza de los negocios del grupo relacionados con la gestión de infraestructuras, sin presentar variaciones significativas respecto el cierre del ejercicio 2010. La inversión total en los segmentos operativos de autopistas, telecomunicaciones y aeropuertos durante el ejercicio 2011 ha ascendido a 676 millones de euros correspondiendo en su mayor parte a inversión en expansión (un 76% del total), principalmente destinada a ampliar la capacidad de las autopistas, así como a la adjudicación en septiembre de 2011 de la concesión para la gestión en Puerto Rico de las autopistas PR-22 y PR-5 antes señalada.

El patrimonio neto consolidado ha alcanzado los 4.416 millones de euros, un -19,0% inferior al existente al cierre del ejercicio 2010, afectado principalmente por la menor valoración registrada en la participación en Brisa (-234 millones de euros), así como el impacto del dividendo extraordinario a cuenta 2011 y la devolución de aportaciones a los accionistas aprobados por la Junta General de Accionistas de junio 2011 (-791 millones de euros), el dividendo complementario del ejercicio 2010 (-222 millones de euros), y el dividendo a cuenta del ejercicio 2011 (-233 millones de euros).

La deuda financiera bruta al 31 de diciembre de 2011 (sin incluir las deudas con sociedades registradas por el método de la participación ni los intereses de préstamos y obligaciones) asciende a 14.273 millones de euros y representa el 323% del patrimonio neto y el 63% del pasivo y patrimonio neto, porcentajes superiores a los existentes al cierre del ejercicio 2010 por la reducción del patrimonio y los activos antes señalada. Asimismo, siguiendo una política de minimización de la exposición a los riesgos financieros, al cierre del ejercicio 2011, y en línea con el ejercicio 2010, una parte importante de la deuda (84%) se encontraba a tipo fijo o fijado a través de coberturas. La citada deuda financiera bruta es un 5,7% menor a la existente al cierre del ejercicio 2010, afectada principalmente por la venta de la participación financiera del 6,68% del capital de

Atlantia S.p.A. (-626 millones de euros) y de los segmentos operativos de aparcamientos y parques logísticos en octubre.

Una vez más, la elevada generación de flujos de caja de la mayor parte de los negocios principales de Abertis permite mantener un equilibrio financiero que posibilita la realización de las nuevas inversiones de mejora de las infraestructuras que actualmente gestiona, así como la continuación, dentro del actual entorno económico y financiero, de la política selectiva de inversiones desarrollada en los últimos años sin necesidad de aportaciones adicionales de capital por parte de los accionistas.

Retribución al accionista: como en ejercicios anteriores, Abertis ha continuado con una política de retribución al accionista que combina la distribución de un importe de dividendo por acción con ampliaciones de capital liberadas de una por cada 20 acciones existentes. Así, la Junta General de Accionistas celebrada el 21 de junio de 2011 acordó la ampliación de capital liberada (realizada en el tercer trimestre del ejercicio 2011) y el pago, entre otros, de un dividendo complementario correspondiente al resultado del pasado ejercicio 2010 de 0,30 euros brutos por acción, el cual se hizo efectivo a finales de junio de 2011. Adicionalmente, la citada Junta General de Accionistas acordó el pago, con cargo a la cuenta de Prima de Emisión, de 0,40 euros por acción en concepto de devolución de aportaciones a los accionistas, y en el marco de la reorganización de los negocios de aparcamientos y parques logísticos antes señalada, el pago de un dividendo extraordinario a cuenta de los resultados del ejercicio 2011 de 0,67 euros por acción. Éste último, pudiendo optar los accionistas, de Abertis, a percibirlo i) en efectivo o ii) en acciones de Saba Infraestructuras, S.A. (a razón de 1 acción de esta sociedad por 1 acción de Abertis) sobre una valoración de 0,54 euros por acción más un importe adicional en efectivo de 0,13 euros por acción. Estos dividendos se hicieron efectivos a finales de julio de 2011. El Consejo de Administración de Abertis ha acordado proponer a la Junta General Ordinaria de Accionistas el reparto de un dividendo complementario correspondiente al resultado del ejercicio 2011 de 0,36 euros brutos por acción. Con todo ello, el dividendo total máximo con cargo a resultados del ejercicio 2011 será, pues, de 1.007,3 millones de euros, considerando el dividendo a cuenta ya distribuido, y supone un incremento del 127% sobre el total distribuido con cargo a los resultados del ejercicio anterior (un 15,5% sin tener en

cuenta el impacto del dividendo extraordinario a cuenta de 495,1 millones de euros ya distribuido).

Perspectivas: para el próximo ejercicio se prevé una estabilización en la evolución de la actividad en el conjunto de las autopistas, acompañada de un incremento de las tarifas favorecido por la inflación de 2011. Asimismo, se prevé un incremento de los niveles de actividad en el sector de aeropuertos, y una positiva evolución de los ingresos en el segmento de telecomunicaciones favorecido por una mayor actividad tanto terrestre como satelital. En cualquier caso, se estima que la positiva evolución de los distintos negocios junto con el continuado esfuerzo en la mejora de la eficiencia y la reducción de costes, permitirán una evolución creciente de los ingresos, del resultado de bruto explotación y del resultado atribuible a los accionistas de la sociedad.

Si bien se mantiene la incertidumbre sobre el entorno económico (en especial acerca del nivel general de deuda, fuentes y costes de financiación y oportunidades de inversión) y que desde el pasado ejercicio se ha producido una ralentización del proceso de crecimiento y diversificación del grupo (acompañada de la reorganización de negocios antes detallada durante el ejercicio), no se descarta el análisis de oportunidades de inversión y crecimiento siempre que se cumplan los estrictos requisitos de seguridad y rentabilidad que exige Abertis a su cartera de inversiones, prestando especial atención a oportunidades en el ámbito de las autopistas internacionales (así, como se ha señalado anteriormente, en septiembre 2011 se ha materializado la adjudicación a Abertis, a través de un consorcio, para la gestión de las autopistas PR-22 y PR-5 en Puerto Rico). El equilibrado conjunto de inversiones, tanto en términos de madurez como de rentabilidad, así como en términos de diversificación geográfica y sectorial, y el mantenimiento o mejora de la situación de las distintas unidades de negocios, debe contribuir a una sostenida aportación positiva de todas las unidades para dar continuidad a la política de retribución al accionista.

Por otro lado, existe una cierta incertidumbre acerca de la evolución de los tipos de interés (durante la mayor parte del ejercicio con una evolución alcista, que parece haber cambiado en el último trimestre), si bien con pocas perspectivas de evolución positiva, con lo que cobra mayor importancia la ya descrita política de coberturas del grupo.



©2008 ESA-CNES-ARIANESPACE / Optique Vidéo du CSG - JM GUILLON

5.4. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD

Existe una amplia variedad de ratios para analizar la información contable, que se agrupan en categorías según los aspectos del negocio de la empresa que se quieran evaluar, pero con el inconveniente de la dispersión en la especificación de los ratios, esto es, en las magnitudes concretas que se toman para cada cálculo. En este trabajo, pretendemos hacer un análisis de rentabilidad y, para ello, adoptamos dos metodologías, tal como quedaron explicadas en el apartado 3:

- La desagregación de la rentabilidad financiera (*return on equity*, ROE) clásica de DuPont;
- La desagregación de la rentabilidad financiera más reciente y novedosa de Penman, basada en una separación previa de actividades operativas y financieras, que se ha realizado en el apartado anterior.

En los últimos cinco años, el ROE de Abertis ha oscilado entre el 13,65 % y el 14,32 %, con un comportamiento notablemente inferior en su rentabilidad operativa (5,95 % - 6,33 %) lo que indica un muy elevado apalancamiento financiero, significando ello que la empresa obtiene sobre los fondos ajenos utilizados una rentabilidad superior al coste que paga por ellos, o dicho de otra forma, los fondos propios obtienen una remuneración superior a la del activo. Por ello, la dirección de la empresa actúa discrecionalmente en la estructura financiera sustituyendo recursos propios por deuda para aumentar la rentabilidad de los fondos propios. Esto nos permite reconocer en el apalancamiento financiero un elemento de estrategia financiera aplicada por Abertis.

Tabla 5.3. Descomposición del ROE según Penman

	2008	2009	2010	2011
Márgen de Ingresos Operativos Netos ($MgIOpN=IOpNt/Vtast$)	29,90 %	28,77 %	30,54 %	31,68 %
x Rotaciones de Activos Operativos Netos ($RotAOpN=Vtast/AOpNt-1$)	20,89 %	21,07 %	20,73 %	18,78 %
= Rentabilidad Operativa ($ROp=IOpNt/AOpNt-1$)	6,25 %	6,06 %	6,33 %	5,95 %
- Tasa de Coste Financiero ($TFi=GFiNt/PFiNt-1$)	-3,17 %	-3,09 %	-3,39 %	-2,91 %
= Diferencial de Rentabilidad Operativa ($DifOp=ROp-TFi$)	3,07 %	2,97 %	2,94 %	3,04 %
Apalancamiento Financiero Neto ($ApFi=PFiN t-1/RPao t-1$)	277,92%	258,30%	272,00%	330,53%
Efecto combinado ($ApFi \times DifOp$)	7,40 %	8,25 %	7,60 %	8,27 %

ROE= ROp + (ApFi x DifOp)

13,65 %

14,32 %

13,94%

14,22%

Destaca la escasa volatilidad de la tasa de Coste Financiero, lo que nos facilita interpretar (como hemos comentado en el apartado de reclasificación de Balance y Pérdidas y Ganancias) que Abertis a pesar de la subida de tipos de interés ha seguido una política de minimización de la exposición a los riesgos financieros aplicando a éstos un tipo fijo o fijado a través de coberturas, además puedo añadir que la mejora del resultado financiero negativo se debe, básicamente, a la menor deuda media existente, que compensa el incremento de tipos, permitiendo una reducción del gasto financiero de la deuda. Más concretamente, a cierre del ejercicio 2011, la deuda a largo plazo representaba el 94% del total frente el 96% en 2010. Por otro lado, el vencimiento medio de la deuda se situaba a cierre de 2010 en 6,33 años, respecto a los 6,55 años en 2010. A cierre del ejercicio 2011 la proporción de tipo fijo era del 84%, en línea con la de 2010, y además posee líneas de crédito cuyo límite asciende a 1.350 millones de euros (1.195 millones en 2010), de las cuales 300 millones de euros corresponden a líneas con vencimiento a un año y 1.050 millones a líneas con vencimiento a más de un año. El incremento en el límite total de las líneas permite fortalecer la posición de liquidez y afrontar los próximos vencimientos a corto plazo con un riesgo bajo de refinanciación.

El ROE presenta unos datos que son aproximadamente el doble a los obtenidos en la Rentabilidad Operativa debido principalmente al apalancamiento financiero y a su tasa de coste, y además hay que añadir que estos datos se producen en plena crisis económica y financiera, hecho que está afectando en escasa medida en la evolución presentada, ya que no se identifican diferencias significativas en ninguno de los ratios en el periodo de tiempo estudiado.

En cuanto a las rotaciones, se aprecia una progresiva reducción aunque pequeña desde 2009 a 2010 y un poco más acusada de 2010 a 2011, lo que indicaría que las ventas de la empresa se resienten a causa de los retrasos y la reducción de contratos con la administración y otras empresas consecuencia de la crisis. Sin embargo, podemos destacar el paralelo aumento del margen operativo, que indica el control de gasto llevado a cabo para compensar parcialmente el problema. La rentabilidad operativa aumentó incluso en 2010 y solo se ha resentido en 2011. Pero además, Abertis ha

conseguido recortar sus costes financieros en este ejercicio, aumentando el diferencial entre rentabilidad operativa y financiera, de manera que el efecto de la parte financiera del negocio acaba por incrementar la rentabilidad sobre fondos propios o ROE de la empresa.

Comparación con análisis DuPont clásico

Una vez obtenidos los datos con el análisis de Penman vamos a compararlos con los que resultan del análisis clásico de DuPont, quien propone desagregar el ratio de rentabilidad sobre fondos propios en margen sobre ventas, rotación de activos y endeudamiento para ver la contribución de estos tres elementos a la rentabilidad (vid. apartado 3)

$$ROE_t = \frac{\text{Resultado}_t}{\text{Ventas}_t} \times \frac{\text{Ventas}_t}{\text{Activo Total}_{t-1}} \times \frac{\text{Activo Total}_{t-1}}{\text{Fondos Propios}_{t-1}}$$

Tabla 5.4. Descomposición del ROE según la metodología de DuPont

	2008	2009	2010	2011
Rentabilidad del Activo Total (B°/AT)	3,29 %	3,08 %	2,99 %	3,07 %
X Apalancamiento (AT/FP)	464,97 %	466,30 %	463,78 %	510,43 %
= ROE	13,65 %	14,32 %	13,94 %	14,22 %
Margen sobre ventas (B°/Vtas)	19,16 %	17,98 %	18,76 %	20,35 %
X Rotaciones de Activos (Vtas/AT)	17,17 %	17,13 %	15,93 %	15,07 %
X Apalancamiento (AT/FP)	464,97 %	466,30 %	463,78 %	510,43 %
= ROE	13,65 %	14,32 %	13,94 %	14,22 %

Lo primero que se aprecia es la gran estabilidad de los porcentajes obtenidos por los ratios en todo el periodo, con variaciones en 2009 a 2011 del mismo signo que en el análisis anterior. El problema es que en este caso:

- No se distingue entre rentabilidad operativa y coste financiero;
- Al considerar el total activo para hallar rentabilidad económica (sobre activo), queda mezclada la inversión productiva con la inversión financiera;
- y al considerar el total activo para hallar endeudamiento, las deudas financieras se mezclan con las deudas operativas (proveedores, acreedores).

La rentabilidad económica queda desvirtuada por el endeudamiento de la empresa, se sitúa entre el 2,99 % y el 3,29 %, cuando el negocio propiamente de la empresa reflejado en la rentabilidad operativa ofrece porcentajes aproximadamente por el doble, entre el 5,95% y el 6,33%.

El negocio operativo de Abertis, según la metodología de Penman mostraba márgenes entre el 28,77% y el 31,68%, cuando para el análisis tradicional se refleja un rendimiento de la inversión bastante menor, entre 17,98 y 20,35%. Lo mismo cabe decir de las rotaciones, considerando solo la parte operativa se sitúan entre el 18,78% y el 21,07% cuando el análisis Dupont tradicional calcula entre el 15,07% y el 17,17%.

Pero la mayor diferencia la encontramos en la parte financiera. En el caso de Abertis, el apalancamiento financiero se ve influido de un modo relevante por la distinción de origen de las partidas, ya que con el análisis DuPont tradicional, resultan unos porcentajes entre 463,78% y 510,43%, indicando que el endeudamiento de la empresa se sitúa entre tres veces y media y cuatro veces sus fondos propios, cuando si se toma la deuda financiera, como hace el análisis de Penman, los porcentajes de apalancamiento se sitúan entre el 258,30% y el 330,53%, es decir, entre dos veces y media y tres veces los fondos propios. De nuevo, la mezcla de partidas operativas y financieras en el activo y en los resultados desvirtúa los ratios sesgando la explicación de la actividad de la empresa.



6. ABERTIS: ANÁLISIS DEL VALOR DE MERCADO

En este apartado nos fijamos en el valor de mercado de la empresa, medido por la cotización de sus acciones en bolsa. En primer lugar, se aporta una tabla con los cambios en la cifra de capital social emitido, lo cual es necesario, dada la estable política de reparto de acciones liberadas como parte del dividendo año tras año. A continuación, comentamos el entorno de mercado donde debe situarse la evolución del precio de la empresa. Y finalmente, se muestra cómo ha ido cambiado el precio de mercado de la empresa en el tiempo, cifra que conciliamos en los últimos cinco años con el análisis de ratios realizado.

6.1. EVOLUCIÓN DEL CAPITAL SOCIAL

Actualmente, el capital social de Abertis tiene un valor de 2.327.969.016 euros y está dividido en 775.989.672 acciones ordinarias, pertenecientes a una única clase y serie.

Ejercicio	Fecha (1)	Proporción	Tipo	Nº acciones después operación
2011	22/08/2011	1 x 20	L	775.989.672

La evolución del capital social durante los últimos cinco años, que constituyen el objeto de estudio de este trabajo, se exponen a continuación, detallando las ampliaciones de capital liberadas que la empresa ha realizado cada año como parte de su política de retribución del accionista.

Ejercicio	Fecha (1)	Proporción	Tipo (2)	Clase acción	Nº acc. post operación	Total
2010	24/05/2010	1 x 20	L	Ordinarias	739.037.783	739.037.783
2009	11/05/2009	1 x 20	L	Ordinarias	703.845.508	703.845.508
2008	12/05/2008	1 x 20	L	Ordinarias	670.329.056	670.329.056
2007	30/10/07 (7)	-	-	Ordinarias	638.408.625	638.408.625

6.2. ENTORNO BURSÁTIL EN 2011

Durante 2011 los mercados de valores se han caracterizado por una incertidumbre permanente sobre la capacidad de las economías desarrolladas para consolidar la recuperación iniciada en 2010 y volver a una senda sostenible de crecimiento. El riesgo de que el ritmo de crecimiento económico se viese reducido, a medida que se iban agotando las medidas monetarias y fiscales en los países desarrollados, se materializó durante el segundo semestre del año, al tiempo que se agudizaba la crisis fiscal en muchos de estos países. Las expectativas de crecimiento mínimo han acentuado las dudas sobre la capacidad para hacer frente a los volúmenes de deuda acumulados por los sectores público y privado, y sobre la situación del sector bancario en Europa y Estados Unidos.

El principal foco de tensión financiera mundial en 2011 ha sido el área euro. La arquitectura de la moneda única se ha mostrado insuficiente para afrontar momentos de gran inestabilidad como los vividos en los mercados por la deuda soberana de Portugal, España, Italia, Bélgica e incluso Francia a final de año. Siguiendo los pasos de Grecia e Irlanda en 2010, Portugal perdía en mayo el acceso a los mercados de deuda pública y se acordaba su rescate por la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional (FMI). Posteriormente, a finales de julio, la Unión Europea y el FMI anunciaban un segundo rescate de Grecia, cuya negociación se ha dilatado hasta finales de año. La deuda de España e Italia, por su parte, experimentaba fuertes tensiones especialmente durante la segunda mitad del año, rompiendo niveles récord de la prima de riesgo desde el nacimiento de la moneda única. Ya en diciembre, en un intento de poner freno a los riesgos de desintegración de la zona euro, la gran mayoría de los países del área llegaban a un acuerdo para iniciar una nueva etapa basada en reglas fiscales muy estrictas.

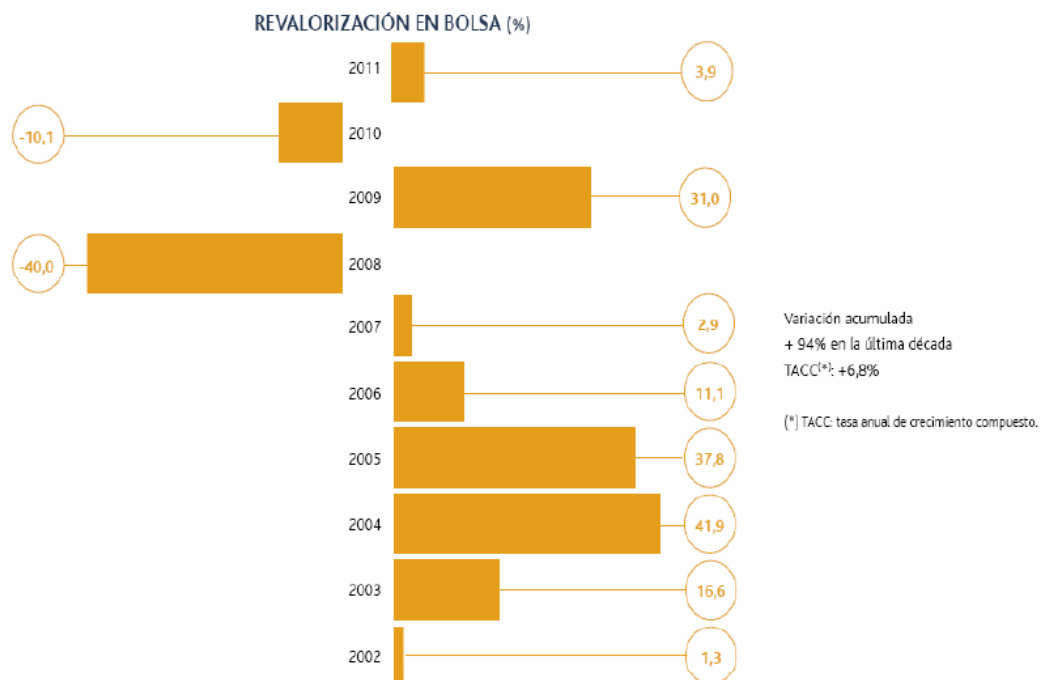
Ha sido un año difícil para los mercados bursátiles mundiales que veían diluirse, a medida que avanzaba el año, las expectativas de vuelta a los niveles previos a la crisis. Los índices de Europa continental quedaban de forma generalizada por debajo de la media mundial con castigos muy relevantes, como en el caso del índice griego (ASE: -

52%), el austríaco (ATX: -36%), el italiano (FTSE MIB: -26%), el portugués (PSI: -28%), el belga (Bel-20:-19%), el alemán (DAX: -15%) o el francés (CAC 40: -17%). En el caso de España, el Ibex 35 encadenaba un nuevo ejercicio con pérdidas (-13%), penalizado como en 2010 por el aumento del riesgo país. La alta volatilidad se ha visto reflejada en los fuertes movimientos del índice español. El índice se ha movido en una amplia banda a lo largo de 2011, que comprende desde el máximo anual del 17 de febrero (11.113,0 puntos) hasta el mínimo anual del 12 de septiembre (7.640,7 puntos).

6.3. EVOLUCIÓN DE LA ACCIÓN EN BOLSA

Durante 2011 las acciones de Abertis se han visto afectadas por la evolución de la bolsa española. El llamado “riesgo-país” ha pesado más que su solidez financiera y la calidad de sus activos, factores que le han permitido publicar para 2011 un crecimiento del EBITDA del 1,9% y del resultado neto recurrente del 11,7%. La acción de Abertis cerró 2011 con una revalorización del 3,9%, a un precio de 12,34 euros/acción. A lo largo del ejercicio, el precio máximo de cierre se marcó el 31 de mayo (14,14 euros) y el mínimo de cierre, el 10 de agosto (9,86 euros), dibujando una tendencia en la cotización como la llevada a cabo por el mercado la mayor parte del año. No obstante, la acción escaló posiciones con fuerza durante el mes de marzo a la estela del anuncio de la reorganización de los negocios de Abertis, que culminó con la segregación de los negocios de logística y aparcamientos y el pago de un dividendo extraordinario a todos aquellos accionistas que se acogieron a esta opción.

La acción de Abertis acumula una revalorización durante los últimos 10 años del 94%, considerando el pago de dividendos, lo que demuestra la buena evolución de la acción incluso en periodos de crisis. En el 2011 cierra con una capitalización de 9.576 millones de euros, ocupando la octava posición por peso en el Ibex 35, y situándose en la decimoprimer posición en el *ranking* por capitalización bursátil.



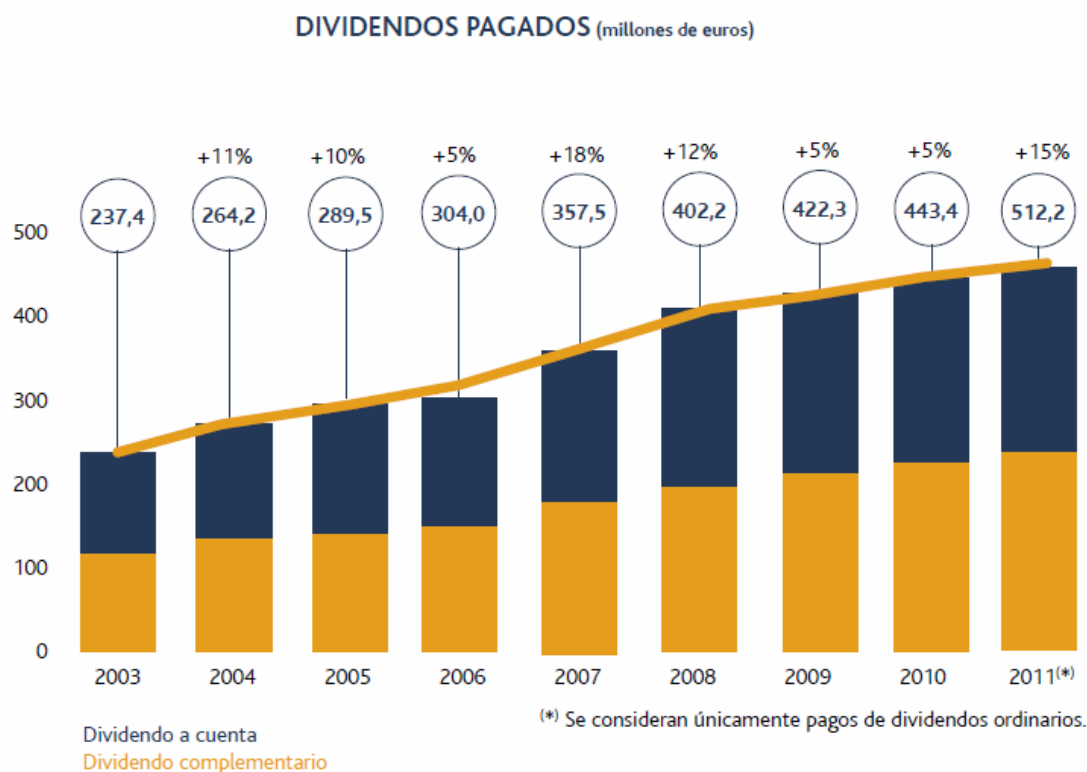
Fuente: Informe Anual Abertis 2011

Gráfico 6.1. Revalorización en bolsa

Todas las acciones de la sociedad están admitidas a cotización oficial en las bolsas de valores de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia, y se negocian a través del sistema de interconexión bursátil español. Los títulos de Abertis forman parte ininterrumpidamente desde 1992 del selectivo Ibex 35 y también están presentes en destacados índices internacionales como el Standard & Poor's Europe 350, el FTSE Eurofirst 300 y el Dow Jones Sustainability (DJ SI World).

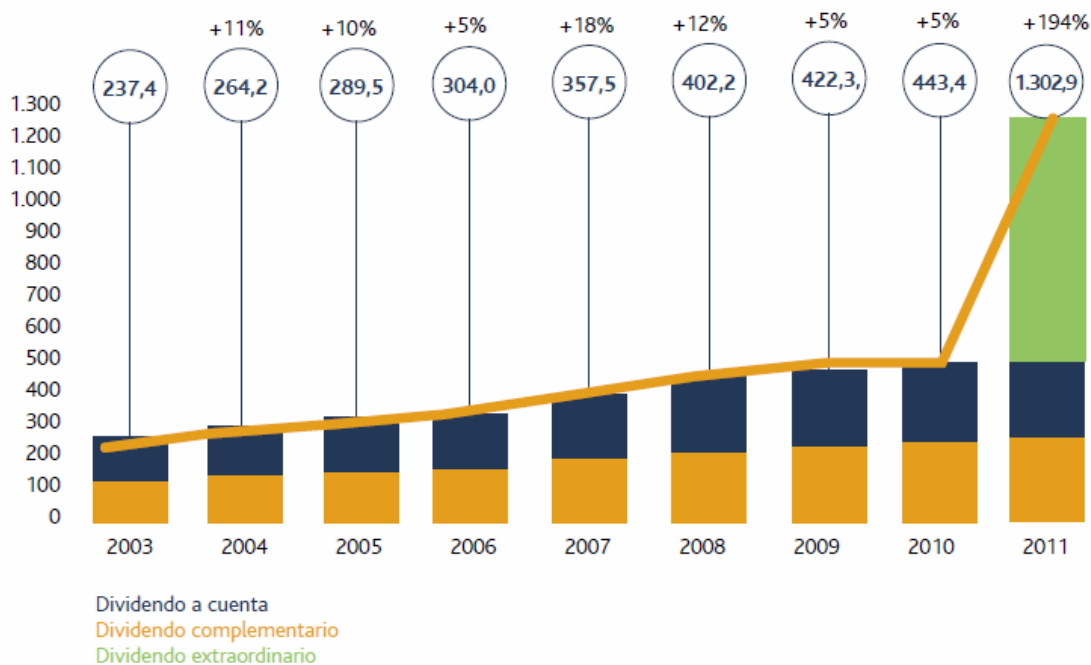
Rentabilidad de la acción: Abertis se marca como objetivo ofrecer a sus accionistas la mejor combinación de crecimiento y rentabilidad. La acción empresarial y las decisiones estratégicas de la compañía se enfocan en la creación de valor para sus accionistas. Durante el año 2011 –cuarto año consecutivo de crisis– el modelo de diversificación geográfica del grupo, sumado a una política estricta de contención de costes, ha conseguido absorber el impacto del ciclo económico. Aún con una disminución de la actividad y con tráficos que se mantienen negativos (básicamente en España), Abertis continúa siendo una gran generadora de caja, lo que permite a la compañía mantener con garantía la política de retribución al accionista.

Dividendo: Abertis abonó en el mes de junio un dividendo complementario del ejercicio 2010 de 0,30 euros por acción, mientras que en octubre de 2011 hizo efectivo el pago de un dividendo a cuenta del ejercicio 2011 por un importe bruto de 0,30 euros por acción. Asimismo, en el mes de julio abonó un dividendo extraordinario a cuenta del ejercicio 2011 por un importe bruto de 0,67 euros por acción y la devolución de aportaciones con cargo a la cuenta de prima de emisión por un importe de 0,40 euros por acción. La distribución del dividendo extraordinario se enmarcó dentro del proceso de reorganización del grupo y se articuló según la elección de los accionistas mediante el pago en efectivo de dicho importe (0,54 euros importe neto por acción + 0,13 euros por acción en concepto de retención) o mediante la adjudicación de acciones de Saba Infraestructuras a razón de una acción de esta compañía por cada una de Abertis. Un 78,06% de acciones optó, bien de forma expresa o por defecto, por recibir el pago de este dividendo en efectivo.



Fuente: Informe Anual Abertis 2011

Gráfico 6.2. Dividendos pagados.



Fuente: Informe Anual Abertis 2011

Gráfico 6.3. Dividendos pagados incluyendo extraordinarios

El Consejo de Administración de Abertis ha acordado proponer a la Junta General Ordinaria de Accionistas 2012, que se celebró el 27 de marzo, además de la ampliación de capital liberada de 1x20, un dividendo complementario de 2011 de 0,36 euros brutos por acción. Este importe, sumado al dividendo a cuenta pagado en el mes de octubre, supone una retribución directa al accionista en forma de dividendos ordinarios de 0,66 euros brutos con cargo al beneficio de 2011, lo que supone un importe máximo a abonar en concepto de dividendos de 512,2 millones de euros, un 15% superior a la cantidad abonada con cargo a 2010.

Ampliación de capital: Asimismo, la Junta General de Accionistas de 2011 celebrada el 21 de junio acordó llevar a cabo una nueva ampliación de capital liberada, en la proporción de una acción nueva por cada 20 antiguas. Entre el 22 de agosto y el 5 de septiembre de 2011, se negociaron los derechos, con un precio máximo de 0,563 euros y un mínimo de 0,453 euros. El valor teórico del derecho fue de 0,504 euros. Las nuevas acciones fueron admitidas a cotización el 22 de septiembre con idénticos derechos políticos y económicos que las acciones ya existentes, concediendo a sus

titulares derecho al dividendo sobre los beneficios que se obtengan desde el 1 de enero de 2011.

Reorganización de Abertis: En febrero de 2011 la compañía informó del inicio de un proceso de reorganización de la estructura del grupo, cuyo objetivo era crear el marco y las condiciones necesarias que permitiesen a las cinco unidades de negocio del grupo afrontar una nueva etapa de crecimiento. El grupo reordenó sus negocios en torno a dos sociedades, la actual Abertis Infraestructuras (autopistas, telecomunicaciones y aeropuertos) y la sociedad no cotizada Saba Infraestructuras (aparcamientos y parques logísticos). El proceso se articuló en base a la distribución de un dividendo extraordinario por parte de Abertis que permitía su cobro en efectivo o bien en acciones de la nueva Saba Infraestructuras, a decisión del accionista, y finalizó el 26 de octubre con la transmisión del 78,06% de las acciones de Saba Infraestructuras titularidad de Abertis a dicha fecha al consorcio formado por Torreal, Proa Capital y Critería CaixaHolding, S.A.

Rentabilidad del decenio: El siguiente cuadro presenta la rentabilidad bursátil de la acción de Abertis en el último decenio en diferentes supuestos temporales de compra y venta del valor. Se compara la rentabilidad de la acción de Abertis con el Ibex 35 con dividendos. La intersección indica la rentabilidad obtenida por la acción y el mercado, respectivamente para el periodo seleccionado (año de entrada y año de salida). El Ibex 35 con dividendos, que está constituido por los mismos valores que forman el selectivo español, es un indicador que incorpora la variación de precios de los valores, así como la rentabilidad obtenida por el reparto de dividendos y otros pagos al accionista. De esta forma, el índice muestra el impacto que este tipo de retribuciones tiene sobre una cartera réplica del índice Ibex 35.

Así, un inversor que invirtió 11,19 euros comprando una acción de Abertis a final de 2001 (inversor que acudió a las sucesivas ampliaciones de capital liberadas), y teniendo en cuenta los dividendos cobrados a 31 de diciembre de 2011 tiene una cartera por un valor de 20,10 euros y ha cobrado 8,56 euros por dividendos (incluyendo distribuciones extraordinarias), lo que supone una rentabilidad acumulada del 156,1%. Se tiene en cuenta la revalorización en bolsa, las ampliaciones de capital liberadas y la rentabilidad

por dividendo. En ningún caso se contempla que el accionista hubiera realizado desembolsos de efectivo adicionales a los del día en que compró las acciones.

Capital social y autocartera: El capital social de Abertis ascendía, a 31 de diciembre, a 2.328 millones de euros, constituido por 775.989.672 acciones ordinarias representadas en anotaciones en cuenta, de tres euros de valor nominal cada una, totalmente suscritas y desembolsadas y todas ellas de la misma clase. La totalidad de las acciones se encuentran admitidas a cotización en las cuatro Bolsas de Valores españolas. En 2011 se ha incrementado el capital social en 36.951.889 acciones, lo que ha supuesto un aumento de 110,9 millones de euros, correspondientes a la ampliación de capital liberada. Respecto a la autocartera, al cierre del ejercicio 2011 Abertis era titular directo de 29.885.288 acciones, que representan un 3,851% del capital social, frente a las 14.551.098 acciones de 2010 (1,969% del capital social al cierre de dicho ejercicio).

Estructura del accionariado de Abertis: La compañía no dispone de un registro nominal de sus accionistas, por lo que sólo puede conocer la composición de su accionariado por la información sobre participaciones significativas que se hace pública en aplicación de la normativa vigente (que obliga a comunicar, con carácter general, las participaciones superiores al 3% del capital), por la información que facilita la sociedad Iberclear con ocasión de la celebración de la Junta General de Accionistas y por las comunicaciones que los propios accionistas puedan hacer con ocasión de la publicación del Informe Anual. Según consta en el Informe de Gobierno Corporativo 2011, el cual forma parte de este informe anual, las participaciones significativas (*) a fecha de cierre del ejercicio son Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona “la Caixa” (27,406%) y Acción concertada Trebol Holding / ACS (25,832%).

Año de entrada (1)	Año de salida (1)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
2001	ABE	5,5%	26,6%	80,6%	149,3%	180,5%	194,1%	95,7%	152,5%	139,6%	156,1%
	Ibex-35 con div.	-26,5%	-2,8%	17,6%	43,5%	95,2%	116,1%	37,2%	89,8%	65,2%	52,4%
2002	ABE		20,9%	74,2%	141,9%	172,8%	186,1%	89,0%	145,1%	132,4%	148,6%
	Ibex-35 con div.		32,2%	60,1%	95,3%	165,6%	194,1%	86,7%	158,2%	124,8%	107,4%
2003	ABE			45,7%	103,8%	130,3%	141,8%	58,5%	106,6%	95,7%	109,6%
	Ibex-35 con div.			21,1%	47,7%	101,0%	122,5%	41,3%	95,3%	70,1%	56,9%
2004	ABE				41,0%	59,6%	67,7%	9,0%	42,9%	35,2%	45,0%
	Ibex-35 con div.				22,0%	66,0%	83,7%	16,7%	61,3%	40,5%	29,6%
2005	ABE					13,5%	19,4%	-23,2%	1,4%	-4,2%	2,9%
	Ibex-35 con div.					36,0%	50,6%	-4,4%	32,2%	15,1%	6,2%
2006	ABE						5,3%	-33,1%	-10,9%	-15,9%	-9,5%
	Ibex-35 con div.						10,7%	-29,7%	-2,8%	-15,4%	-21,9%
2007	ABE							-37,3%	-15,7%	-20,6%	-14,4%
	Ibex-35 con div.							-36,5%	-12,2%	-23,5%	-29,5%
2008	ABE								35,9%	27,7%	38,1%
	Ibex-35 con div.								38,3%	20,4%	11,1%
2009	ABE									-6,2%	1,7%
	Ibex-35 con div.									-12,9%	-19,7%
2010	ABE										8,8%
	Ibex-35 con div.										-7,7%

Notas:

(1) Entrada y salida en el último día del año indicado.

Se tiene en cuenta la revalorización en bolsa, las ampliaciones de capital liberadas y la rentabilidad por dividendo. En ningún caso se contempla que el accionista hubiera realizado desembolsos de efectivo adicionales a los del día en que compró las acciones.

Fuente: Informe Anual Abertis 2011

Tabla 6.1. Evolución acción Abertis e Ibex 35 2001-2010



7. CONCLUSIONES

Por sus magnitudes, Abertis se ha consolidado en los últimos años como uno de los principales grupos empresariales por rentabilidad y capacidad financiera. La compañía se encuentra, asimismo, entre los primeros operadores europeos de infraestructuras en términos de capitalización bursátil.

Abertis da respuesta a las necesidades de infraestructuras al servicio de la movilidad y las telecomunicaciones, elementos esenciales para un desarrollo y una competitividad sostenibles. Es un grupo industrial cuyas inversiones se orientan al largo plazo. La estrecha relación y vinculación de las infraestructuras con el territorio al que éstas prestan servicio, caracteriza el perfil de estabilidad, permanencia, colaboración con las Administraciones y compromiso social del grupo con las comunidades en las que opera. La estrategia de Abertis tiene como objetivo el crecimiento y la generación de valor, no sólo para los accionistas e inversores de la compañía, sino también para sus colaboradores, clientes, proveedores y comunidad en general.

Tras hacer un repaso de la trayectoria de las empresas que forman el grupo, desde antes incluso de adoptar el nombre que ahora tiene, se pone de manifiesto el rápido crecimiento a través de una serie de procesos de concentración y los rasgos de gestión que han situado a la empresa como líder en su sector: rentabilidad, estabilidad, seguridad, eficiencia, buena gestión e interacción con el entorno.

En cuanto a la posición estratégica de la empresa, se ha llevado a cabo un estudio de las cinco fuerzas competitivas de Porter, encontrando que la empresa defiende activamente su posición de liderazgo; que presta una amplia gama de servicios al cliente difícil de igualar por la competencia; que mantiene un elevado poder de negociación con sus proveedores, ya que consigue imponerles el cumplimiento de criterios medioambientales y sociales; que no es fácil para el usuario encontrar productos o servicios sustitutos en una parte del negocio (autopistas) pero sí en parte en el negocio de aeropuertos; que los competidores españoles se mueven de hecho en un mercado internacional, por lo que la competencia entre los grandes se diluye notablemente fuera del territorio nacional. Por su parte, el análisis DAFO apunta a elementos del entorno económico (efecto de la crisis sobre las ventas), del entorno físico (meteorológicos), o

laboral (huelgas) como fuente de debilidades; elementos del entorno político (cambio de gobierno), regulatorio (privatizaciones), económico (crisis, inflación) y financiero (tipos de interés y de cambio) como fuente de amenazas; a elementos de la política de dividendos, de la posición en su sector, de la experiencia y reputación y del acceso a recursos financieros como fuente de fortalezas; y finalmente a elementos de oportunidad de negocio internacional, de experiencia y notoriedad, o tecnológicos, como fuente de oportunidades.

Nuestro análisis de las cifras contables de rentabilidad, mediante las metodologías clásica de DuPont y novedosa de Penman, muestra la gran capacidad de la empresa para mantener estables sus porcentajes de rentabilidad, incluso en épocas de crisis prolongadas como la actual. No solo es capaz de ajustar márgenes y rotaciones para estabilizar la rentabilidad económica u operativa, sino que utiliza la parte financiera de su negocio para compensar las posibles deficiencias. El resultado es un ajuste modélico a las circunstancias cambiantes del entorno, que permite mantener la estabilidad de los ratios en conjunto y en cada uno de los componentes obtenidos por desagregación en ambas metodologías de análisis. Nuestra comparación muestra también cómo el análisis de rentabilidad de Penman permite un mejor conocimiento de la evolución año a año del negocio de la empresa en sus actividades operativas y financieras. En este caso, el análisis permite ver que Abertis consigue su equilibrio y estabilidad en ambos tipos de actividad de forma paralela y complementaria.

En cuanto a la evolución en bolsa, la empresa se comporta sistemáticamente mejor que el mercado, como consecuencia de todos los elementos mencionados. El mercado aprecia el constante crecimiento, la estabilidad en los indicadores del negocio y la estabilidad en una política de dividendos modélica en cuanto a su retribución al accionista elevada y estable. Destacamos como ejemplo la evolución de la acción en 2011. Abertis se desmarcó del comportamiento bajista (-13%) del selectivo IBEX 35 y creció un 3,9%, superando claramente a los grupos que operan en el sector, los cuales se movieron en una horquilla de descensos situada entre el -19% y el -51%. La principal prioridad de la organización sigue marcada por crear las condiciones que aseguren la sostenibilidad y previsibilidad de su conocida política de dividendo y ampliación de capital liberada, una política que viene manteniendo un crecimiento mínimo del 5% anual de los dividendos.

8. BIBLIOGRAFÍA

- AECA (2010): *El análisis contable del rendimiento y la valoración de empresas: Actividades financieras y operativas*, Documento n.º 10, Valoración de empresas, Madrid.
- ABERTIS (2011): *Informes anuales 2007-2011*.
- AECA (2006): *Aplicabilidad del Modelo de Ohlson para la valoración de acciones*, Documento n.º 8, Valoración de empresas, Madrid.
- BARKER, R. (2001): *Determining Value: Valuation Models and Financial Statements*, Prentice Hall, London.
- DAMODARAN, A. (1996): *Investment Valuation*, John Wiley & Sons, New York.
- FELTHAM, G., y OHLSON, J. (1995): «Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities», *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, n.º 2 (Spring), pp. 689-731.
- FERNÁNDEZ, P. (2004): *Valoración de empresas. Cómo medir y gestionar la creación de valor*, Gestión 2000, Barcelona.
- GARCÍA RAMOS, C. (2007): «Estrategias basadas en el modelo de crecimiento sostenible: El caso del grupo telefónica móviles», Comunicación presentada al XIX Congreso Anual y XV Congreso Hispano Francés de la Asociación Española de Dirección y Economía de la Empresa (AEDEM).
- GÓMEZ-BEZARES, F., y SÁNCHEZ, J. L. (2002): *Las ratios: un instrumento de análisis y proyección*, Pirámide, Madrid.
- HICKS, J. (1946): *Value and Capital*, Clarendon Press, Oxford.
- LUENGO, P., ANTÓN, M., SÁNCHEZ, J.P. y VELA, J.J. (2005): *Evaluación de los factores determinantes de la rentabilidad y solvencia de la empresa murciana*, Cuaderno de Investigación, 3, octubre, Servicio de Estudios del Colegio de Economistas de la Región de Murcia.
- INDITEX (2009): *Informes anuales 2005-2008*.
- LUNDHOLM, R., y SLOAN, R. (2007): *Equity Valuation and Analysis with eVal*, McGraw-Hill, New York.
- NISSIM, D., y PENMAN, S. H. (2001): «Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice», *Review of Accounting Studies*, 6(1), 109-154.
- OHLSON, J. A. (1995): «Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation», *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, n.º 2, pp. 661-687.

OHLSON, J. A. (1999): «On Transitory Earnings», *Review of Accounting Studies*, vol. 4, n.º 3-4, pp. 145-162.

PALEPU, K. G.; HEALY, P. M.; BERNARD, V. L., y PEEK, E. (2007): *Business Analysis and Valuation. IFRS Edition*, Thomson, London.

PENMAN, S. H. (2004): *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, McGraw-Hill, New York.

Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.

WESTON, J. F., y BRIGHAM, E. F. (1984): *Finanzas en administración*, Interamericana, México.

9. ANEXOS

ANEXO 1. ARTÍCULO DE PRENSA

“Competencia multa a Abertis con 13,7 millones por abuso en la TDT”

La Comisión considera que la empresa abusó de su posición de dominio

Abertis recurrirá la sanción ante la Audiencia Nacional

[El País Madrid](#) [9 FEB 2012 - 14:06 CET](#)

La Comisión Nacional de Competencia ha sancionado hoy a Abertis Telecom con una multa de 13,755 millones de euros por considerar que la empresa abusó de su posición de dominio en el mercado de los servicios de distribución de la señal de TDT.

El expediente se abrió en abril de 2010 a raíz de una denuncia de Astra, para investigar si Abertis estaba impidiendo la entrada de competidores al mercado de los servicios de TDT.

La Dirección de Investigación constató tras un minucioso análisis de los costes e ingresos de Abertis que, a los precios a los que esta empresa presta el servicio de acceso a sus centros y dadas las condiciones que tiene pactadas con los clientes en el mercado minorista, los competidores tan eficientes como Abertis no tienen margen para sobrevivir en el mercado de los servicios de transporte distribución de la señal de TDT. Este tipo de práctica, que técnicamente se denomina un estrechamiento de márgenes, es considerada abusiva en el derecho de la competencia comunitario y nacional.

En vista de que la conducta es muy grave y de que ha obstaculizado la entrada de competidores en el mercado del transporte y distribución de la señal de TDT, el Consejo de la CNC ha impuesto a Abertis una sanción de 13.755.000 euros.

Abertis ya había sido sancionada por la CNC en mayo de 2009 por un [abuso de posición de dominio](#) porque el diseño de sus contratos en cuanto a plazo y estructura de los descuentos provocaba un cierre de mercado en la provisión del servicio portador de la señal de televisión.

Abertis valora como errónea en forma y en fondo la decisión y ha tomado la decisión de recurrirla ante la Audiencia Nacional, confiando en que su opinión será apreciada. A juicio de Abertis, se han producido importantes defectos de forma durante la tramitación del expediente, como la ausencia de emisión del preceptivo informe determinante por parte de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (CMT). "Dicho informe, previsto en la Ley de Economía Sostenible, habría aportado una valoración relevante para enjuiciar debidamente el expediente, dado que es precisamente la contabilidad regulatoria de abertis telecom la que es objeto de análisis", indica la empresa.

Abertis considera que, contrariamente a los argumentos recogidos en la resolución de la CNC, ninguna de las conductas imputadas es constitutiva de abuso de posición de dominio en el mercado de transporte de la distribución de señales de TDT en España. La empresa considera que su actuación no ha excluido a potenciales competidores en la prestación de servicios de transporte de distribución de la señal de TDT. Por otro lado, la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (CMT) tiene impuestas a Abertis Telecom, como operador con peso significativo en el mercado, obligaciones de acceso a precios regulados que facilitan la entrada de potenciales competidores en este mercado.

ANEXO 2. CUENTAS ANUALES

BALANCE Y CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADOS DE ABERTIS EN 2011 Y 2010

Balances de situación consolidados a 31 de diciembre
(en miles de euros)

	Notas	2011	2010
ACTIVOS			
Activos no corrientes			
Inmovilizado material	5	1.741.827	1.880.755
Fondo de Comercio	6	4.263.123	4.397.724
Otros activos intangibles	6	11.217.068	12.549.808
Inmuebles de inversión	7	-	444.150
Participaciones en entidades asociadas	8	1.899.059	1.461.077
Activos por impuestos diferidos	17.c	676.181	798.485
Activos financieros disponibles para la venta	9	13.577	474.997
Instrumentos financieros derivados	10	235.186	235.218
Deudores y otras cuentas a cobrar	11	1.357.140	971.733
Activos no corrientes		21.403.161	23.213.947
Activos corrientes			
Existencias	-	21.123	33.581
Deudores y otras cuentas a cobrar	11	933.389	949.136
Instrumentos financieros derivados	10	512	862
Efectivo y equivalentes del efectivo	12	391.010	482.328
Activos corrientes		1.346.034	1.465.907
Activos de grupos enajenables mantenidos para la venta	26	-	612.325
Activos		22.749.195	25.292.179

Los presentes balances de situación consolidados deben ser leídos conjuntamente con las Notas incluidas en las páginas 10 a 173.

Balances de situación consolidados a 31 de diciembre
(en miles de euros)

	Notas	2011	2010
PATRIMONIO NETO			
Capital y reservas atribuibles a los accionistas de la Sociedad			
Capital social	13.a	2.327.969	2.217.113
Prima de emisión	13.a	11.262	417.733
Acciones propias	13.a	(411.354)	(258.996)
Reservas	13.b	(66.678)	(55.314)
Ganancias acumuladas y otras reservas	13.c	1.203.156	1.699.946
		3.064.355	4.020.482
Participaciones no dominantes	13.d	1.351.358	1.433.000
Patrimonio neto		4.415.713	5.453.482
PASIVOS			
Pasivos no corrientes			
Deudas financieras	14	13.462.360	14.247.781
Instrumentos financieros derivados	10	280.116	402.311
Ingresos diferidos	15	28.741	47.226
Pasivos por impuestos diferidos	17.c	1.654.197	1.773.729
Obligaciones por prestaciones a empleados	18	70.576	70.529
Provisiones y otros pasivos	19	832.280	1.003.757
Pasivos no corrientes		16.328.270	17.545.333
Pasivos corrientes			
Deudas financieras	14	1.083.309	1.128.173
Instrumentos financieros derivados	10	4.466	7.535
Proveedores y otras cuentas a pagar	16	541.479	633.842
Pasivos por impuestos corrientes	-	184.647	217.949
Provisiones y otros pasivos	19	191.311	305.865
Pasivos corrientes		2.005.212	2.293.364
Pasivos		18.333.482	19.838.697
Patrimonio neto y pasivos		22.749.195	25.292.179

Los presentes balances de situación consolidados deben ser leídos conjuntamente con las Notas incluidas en las páginas 10 a 173.

Cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas a 31 de diciembre (en miles de euros)

	Notas	2011	2010 (*)
Prestación de servicios	20.a	3.810.683	3.802.345
Otros ingresos de explotación	20.b	85.467	89.836
Trabajos para el inmovilizado	-	14.112	16.864
Otros ingresos	20.b	4.527	7.521
Ingresos de las operaciones		3.914.789	3.916.566
Ingresos por mejora de las infraestructuras	-	265.239	337.200
Ingresos de explotación		4.180.028	4.253.766
Gastos de personal	20.c	(615.334)	(572.332)
Otros gastos de explotación	-	(832.523)	(926.017)
Variaciones provisiones de tráfico	-	(12.184)	(8.343)
Variación provisión por deterioro de activos	9	(1.678)	(187)
Dotación a la amortización del inmovilizado	5/6/7/26	(934.710)	(922.789)
Otros gastos	-	(1.002)	(2.848)
Gastos de las operaciones		(2.397.431)	(2.432.516)
Gastos por mejora de las infraestructuras	-	(265.239)	(337.200)
Gastos de explotación		(2.662.670)	(2.769.716)
Beneficio de las operaciones		1.517.358	1.484.050
Variación valoración instrumentos cobertura	20.d	(4.213)	(1.076)
Ingresos financieros	20.d	226.415	169.847
Gastos financieros	20.d	(839.063)	(836.929)
Resultado financiero neto		(616.861)	(668.158)
Resultado sociedades registradas por el método de la participación	8/13.c.iii/ 26	124.542	116.919
Beneficio antes de impuestos		1.025.039	932.811
Impuesto sobre el beneficio	17.b	(249.628)	(223.201)
Beneficio de las actividades continuadas		775.411	709.610
Resultado de las actividades interrumpidas	26	19.100	33.739
Beneficio del ejercicio		794.511	743.349
Atribuible a participaciones no dominantes	13.c.iii	74.417	81.734
Atribuible a los accionistas de la Sociedad		720.094	661.615
Beneficio por acción actividades continuadas e interrumpidas (€ por acción)			
- básico de las actividades continuadas	13.f	0,93	0,83
- básico de las actividades interrumpidas	-	0,02	0,04
- diluido de las actividades continuadas	13.f	0,93	0,83
- diluido de las actividades interrumpidas	-	0,02	0,04

Las presentes cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas deben ser leídas conjuntamente con las Notas incluidas en las páginas 10 a 173.

(*) Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada del ejercicio 2010 incluyendo el impacto de la clasificación de las actividades interrumpidas en aplicación de la NIIF 5 tal como se indica en la Nota 1 y 26 y detallando ingresos y gastos por mejora de las infraestructuras como se detalla en la Nota 1.

BALANCE Y CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADOS DE ABERTIS EN 2009 Y 2008

Balances de situación consolidados a 31 de diciembre (en miles de euros)

	Notas	2009	2008
ACTIVOS			
Activos no corrientes			
Inmovilizado material y activos revertibles	5	10.439.659	9.947.038
Fondo de Comercio	6	4.350.453	4.185.015
Otros activos intangibles	6	4.354.768	3.376.392
Inmuebles de inversión	7	361.812	291.914
Participaciones en entidades asociadas	8	1.373.983	1.340.013
Activos por impuestos diferidos	17.c	495.462	377.763
Activos financieros disponibles para la venta	9	1.342.010	983.998
Instrumentos financieros derivados	10	248.941	317.634
Deudores y otras cuentas a cobrar	11	425.568	173.927
Activos no corrientes		23.392.656	20.993.694
Activos corrientes			
Existencias	-	35.356	26.383
Deudores y otras cuentas a cobrar	11	867.497	896.727
Instrumentos financieros derivados	10	70	4.570
Efectivo y equivalentes del efectivo	12	341.769	299.227
Activos corrientes		1.244.692	1.226.907
Activos		24.637.348	22.220.601

Los presentes balances de situación consolidados deben ser leídos conjuntamente con las Notas incluidas en las páginas 7 a 73.

Balances de situación consolidados a 31 de diciembre (en miles de euros)

	Notas	2009	2008
PATRIMONIO NETO			
Capital y reservas atribuibles a los accionistas de la Sociedad			
Capital social	13.a	2.111.537	2.010.987
Prima de emisión	13.a	523.309	579.690
Acciones propias	13.a	(261.113)	(262.607)
Reservas	13	154.860	(183.503)
Ganancias acumuladas y otras reservas	13.c	1.763.387	1.228.034
		4.291.980	3.372.601
Intereses minoritarios	13	1.469.794	1.406.365
Patrimonio neto		5.761.774	4.778.966
PASIVOS			
Pasivos no corrientes			
Deudas financieras	14	13.847.881	12.763.366
Instrumentos financieros derivados	10	344.048	107.402
Ingresos diferidos	15	156.400	45.653
Pasivos por impuestos diferidos	17.c	1.728.236	1.394.542
Obligaciones por prestaciones a empleados	18	74.274	57.102
Provisiones y otros pasivos	19	336.607	283.066
Pasivos no corrientes		16.487.446	14.651.131
Pasivos corrientes			
Deudas financieras	14	1.337.640	1.863.988
Instrumentos financieros derivados	10	10.494	3.015
Proveedores y otras cuentas a pagar	16	615.762	596.874
Pasivos por impuestos corrientes	-	214.724	146.155
Provisiones y otros pasivos	19	209.508	180.472
Pasivos corrientes		2.388.128	2.790.504
Pasivos		18.875.574	17.441.635
Patrimonio neto y pasivos		24.637.348	22.220.601

Los presentes balances de situación consolidados deben ser leídos conjuntamente con las Notas incluidas en las páginas 7 a 73.

Cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas a 31 de diciembre (en miles de euros)

	Notas	2009	2008
Prestación de servicios	20.a	3.836.695	3.575.113
Otros ingresos de explotación	20.b	73.549	71.670
Trabajos para el inmovilizado	-	19.926	19.257
Otros ingresos	20.b	4.736	13.390
Ingresos de las operaciones		3.934.906	3.679.430
Gastos de personal	20.c	(604.504)	(574.285)
Otros gastos de explotación	-	(877.857)	(839.678)
Variaciones provisiones de tráfico	-	(14.867)	(6.128)
Deterioro de activos	5/6	(3.471)	132
Dotación a la amortización del inmovilizado	5/6/7	(948.274)	(807.612)
Otros gastos	-	(2.618)	(3.581)
Gastos de las operaciones		(2.451.591)	(2.231.152)
Beneficio de las operaciones		1.483.315	1.448.278
Variación valoración instrumentos cobertura	20.d	(373)	4.211
Ingresos financieros	20.d	167.689	197.024
Gastos financieros	20.d	(740.207)	(749.516)
Resultado financiero neto		(572.891)	(548.281)
Resultado sociedades puestas en equivalencia	13.c/8	78.014	78.794
Beneficio antes de impuestos		988.438	978.791
Impuesto sobre el beneficio	17.b	(265.967)	(293.643)
Beneficio del ejercicio		722.471	685.148
Atribuible a intereses minoritarios	13	69.407	66.796
Atribuible a los accionistas de la Sociedad		653.064	618.352
Beneficio por acción (expresado en € por acción)			
- básico	13.e	0,95	0,89
- diluido	13.e	0,95	0,89

Las presentes cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas deben ser leídas conjuntamente con las Notas incluidas en las páginas 7 a 73.

BALANCE Y CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADOS DE ABERTIS EN 2007 Y 2006

Balances de situación consolidados a 31 de diciembre (en miles de euros)

ACTIVOS	Notas	2007	2006
Activos no corrientes			
Inmovilizado material y activos revertibles	5	9.559.380	9.609.848
Fondo de Comercio	6	3.957.454	3.935.343
Otros activos intangibles	6	2.730.812	2.869.807
Inmuebles de inversión	7	235.414	-
Participaciones en entidades asociadas	8	1.711.019	690.233
Activos por impuestos diferidos	17	454.160	491.533
Activos financieros disponibles para la venta	9	893.770	579.855
Instrumentos financieros derivados	10	115.208	16.625
Deudores y otras cuentas a cobrar	11	105.118	77.840
Activos no corrientes		19.762.335	18.271.084
Activos corrientes			
Existencias	-	22.780	12.978
Deudores y otras cuentas a cobrar	11	679.579	600.323
Instrumentos financieros derivados	10	191	485
Efectivo y equivalentes del efectivo	12	362.626	332.465
Activos corrientes		1.065.176	946.251
Activos		20.827.511	19.217.335

Los presentes balances de situación consolidados deben ser leídos conjuntamente con las Notas incluidas en las páginas 12 a 67.

Balances de situación consolidados a 31 de diciembre (en miles de euros)

PATRIMONIO NETO	Notas	2007	2006
Capital y reservas atribuibles a los accionistas de la Sociedad			
Capital social	13	1.915.226	1.824.025
Prima de emisión	13	579.690	579.690
Acciones propias	13	(62.627)	(68.000)
Reservas	13	320.979	271.402
Ganancias acumuladas y otras reservas	13	1.137.597	845.674
		3.890.865	3.452.791
Intereses minoritarios	13	1.128.713	993.830
Patrimonio neto		5.019.578	4.446.621
PASIVOS			
Pasivos no corrientes			
Deudas financieras	14	11.668.353	11.103.688
Instrumentos financieros derivados	10	118.242	88.872
Ingresos diferidos	15	43.464	51.021
Pasivos por impuestos diferidos	17	1.200.090	1.249.548
Obligaciones por prestaciones a empleados	18	70.481	80.034
Provisiones y otros pasivos	19	197.292	201.337
Pasivos no corrientes		13.297.922	12.774.500
Pasivos corrientes			
Deudas financieras	14	1.495.821	1.330.794
Instrumentos financieros derivados	10	585	2.510
Proveedores y otras cuentas a pagar	16	466.294	400.681
Pasivos por impuestos corrientes	-	205.477	138.910
Provisiones y otros pasivos	19	341.834	123.319
Pasivos corrientes		2.510.011	1.996.214
Pasivos		15.807.933	14.770.714
Patrimonio neto y pasivos		20.827.511	19.217.335

Los presentes balances de situación consolidados deben ser leídos conjuntamente con las Notas incluidas en las páginas 12 a 67.

Cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas a 31 de diciembre (en miles de euros)

	Notas	2007	2006
Prestación de servicios	20	3.539.607	3.242.986
Otros ingresos de explotación	20	54.285	59.878
Trabajos para el inmovilizado	-	13.755	10.058
Otros ingresos	20	12.489	22.070
Ingresos de las operaciones		3.620.136	3.334.992
Gastos de personal	20	(546.811)	(472.822)
Otros gastos de explotación	-	(778.683)	(751.006)
Variaciones provisiones de tráfico	-	(862)	551
Variación provisión por deterioro de activos	5/6/9	4.829	(4.902)
Dotación a la amortización del inmovilizado	5/6/7	(789.351)	(750.434)
Otros gastos	-	(24.498)	(13.178)
Gastos de las operaciones		(2.135.376)	(1.991.791)
Beneficio de las operaciones		1.484.760	1.343.201
Variación valoración instrumentos cobertura	20	4.585	7.281
Ingresos financieros	20	126.532	88.295
Gastos financieros	20	(669.802)	(556.109)
Resultado financiero neto		(538.685)	(460.533)
Resultado sociedades puestas en equivalencia	13	100.168	46.942
Beneficio antes de impuestos		1.046.243	929.610
Impuesto sobre el beneficio	17	(289.744)	(354.778)
Beneficio del ejercicio		756.499	574.832
Atribuible a intereses minoritarios	13	74.319	44.802
Atribuible a los accionistas de la Sociedad		682.180	530.030
Beneficio por acción (expresado en € por acción)			
- básico	13	1,098	0,899
- diluido	13	1,098	0,899

Las presentes cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas deben ser leídas conjuntamente con las Notas incluidas en las páginas 12 a 67.

