



CIIF

Occasional Paper

OP nº 06/9

Mayo, 2006

Universidad de Navarra

UNA VALORACION DE ENDESA EN ENERO DE 2006

Pablo Fernández

José Manuel Campa

La finalidad de los IESE Occasional Papers es presentar temas de interés general a un amplio público.

IESE Business School – Universidad de Navarra

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

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

Copyright © 2006 IESE Business School.

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

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

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

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

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

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

UNA VALORACION DE ENDESA EN ENERO DE 2006

Pablo Fernández*

José Manuel Campa**

Resumen

Este documento es una recolección de tres artículos publicados por los autores en la prensa económica nacional en los meses de enero y febrero de 2006 sobre el valor de las acciones de Endesa.

El 6 de enero de 2006, cuando la cotización de Endesa era de 21,95 euros, publicamos en *Expansión* un artículo titulado “Endesa y sus accionistas”, en el que sosteníamos que una valoración conservadora de la acción de Endesa era 28 euros. En el artículo titulado “Una valoración de Endesa”, publicado por *Gaceta de los Negocios* el 18 de enero de 2006, detallamos cómo llegamos a dicha cifra. Tras la OPA de E.ON por 27,5 euros del 21 de febrero, el diario *Expansión* reprodujo el 22 de febrero el artículo del 6 de febrero, porque según el director del periódico, «apuntaba algunas de las grandes claves de la OPA».

Tras la oferta de E.ON, publicamos el 28 de febrero de 2006, en *Cinco Días*, el artículo titulado “Las OPAs sobre Endesa”.

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

** Profesor de Dirección Financiera, Cátedra de Dirección de Instituciones Financieras y Gobierno Corporativo, IESE

JEL Classification: G12, G31, M21

Palabras clave: Endesa, E.ON, Gas Natural, valoración, OPA, rentabilidad para los accionistas.

UNA VALORACION DE ENDESA EN ENERO DE 2006

Este documento es una recolección de tres artículos publicados por los autores en la prensa económica nacional en los meses de enero y febrero de 2006 sobre el valor de las acciones de Endesa.

En primer lugar se presenta el artículo publicado el 6 de enero de 2006 en *Expansión*, cuando la cotización de Endesa era de 21,95 euros, titulado “Endesa y sus accionistas”. En él sosteníamos que una valoración conservadora de la acción de Endesa era 28 euros¹.

En segundo lugar se reproduce el artículo publicado el 18 de enero de 2006 en *La Gaceta de los Negocios*, titulado “Una valoración de Endesa”. En él detallamos cómo llegamos a la cifra de 28 euros.

Finalmente, se presenta el artículo publicado el 28 de febrero de 2006 en *Cinco Días*, tras la oferta de E.ON, titulado “Las OPAs sobre Endesa”.

El Anexo 1 contiene las principales hipótesis y magnitudes de la valoración.

* * * * *

Endesa y sus accionistas

Desde el anuncio de la OPA de Gas Natural sobre Endesa, nos han preguntado en varias ocasiones qué opinábamos sobre la oferta y si era buena o no para los accionistas. Nuestra posición no era fácil. Como profesores de finanzas, nuestros interlocutores creían que debíamos tener una opinión clara sobre la oferta y sus implicaciones para los inversores. La oferta todavía no era (ni es) firme. Necesita la aprobación de las instituciones reguladoras y de la competencia. Así que, como profesores de finanzas y como amigos de accionistas, nos interesó saber qué implicaciones tenía todo esto para los accionistas.

¹ Tras la OPA de E.ON por 27,5 euros del 21 de febrero, el diario *Expansión* reprodujo el 22 de febrero el artículo del 6 de febrero porque según el director del periódico «apuntaba algunas de las grandes claves de la OPA».

Nuestra primera reacción fue mirar la opinión de los expertos en el sector y, en particular, de los analistas financieros de los bancos de inversión. Nuestra sorpresa fue mayúscula cuando descubrimos que casi todos ellos habían dejado de emitir recomendaciones sobre la acción de Endesa. La razón es que su opinión se había restringido porque sus empresas estaban asesorando a alguna de las partes involucradas en la OPA (Gas Natural, Endesa o Iberdrola). La ironía no podía ser mayor: los bancos que controlan más del 95% de la actividad de banca de inversión del mundo no pueden emitir opinión sobre esta transacción. Cuando los inversores necesitan más análisis, es cuando menos análisis existe.

El resultado para los accionistas ha sido claramente positivo a corto plazo. La acción de Endesa se ha apreciado sustancialmente, un 20,5%, desde el anuncio de la oferta el 2 de septiembre y la cotización actual es superior a la oferta de Gas Natural (valorando las acciones que promete Gas Natural a su precio actual de mercado). Esto implica que los inversores que han comprado recientemente, esperan que Gas Natural mejore su oferta o que creen que, aunque no prospere la OPA, la acción de Endesa vale más que la oferta de Gas Natural. Pero la pregunta del millón para el inversor es qué pasará en los próximos meses.

Empecemos reconociendo que la respuesta más sincera es: ¡no sabemos! Pero pasado este no pequeño obstáculo, analizamos las expectativas de generación de valor de Endesa para los accionistas.

Con anterioridad a la OPA, la rentabilidad por dividendos de Endesa era superior al 4% y, por tanto, superior a la rentabilidad de los bonos del Estado. Esto, en empresas con perspectivas de crecimiento y de dividendos estables, es síntoma habitual de infravaloración.

Desde el anuncio de la OPA hemos descubierto también que existen elementos adicionales para mejorar nuestra información. En octubre, la dirección de Endesa hizo una presentación con un compromiso de gestión para el período 2005-2009. Esta presentación constituye por sí misma una buena noticia para el inversor: por primera vez la empresa ha ofrecido unas expectativas (y unos compromisos) de beneficios para los próximos años. Estos compromisos se pueden resumir en un crecimiento anual del beneficio superior al 12%, y dada una relación dividendo/beneficio constante, un incremento de la misma cantidad del dividendo ordinario a los accionistas.

Cómo se generará este crecimiento del beneficio requiere un poco de álgebra y de conocimiento del sector. La lógica económica es sencilla: el aumento del beneficio se derivará de mejoras de eficiencia (parte importante es reducción de costes fijos en España y Portugal). Unas inversiones de 14.600 millones de euros en el período 2005-2009 permitirán conseguir un Ebitda de 7.500 millones en 2009. Los objetivos de este ambicioso plan se encontraban por encima de las expectativas del mercado financiero para Endesa previo a la OPA. La capacidad de Endesa para generar esas mejoras parece lógica, y podremos juzgar su implementación según se vaya ejecutando ese plan y se observen los resultados. Esto, siempre que el equipo directivo actual reciba la confianza de los accionistas para llevarlo a cabo.

Pero además del compromiso de crecimiento del beneficio y del dividendo, la mencionada presentación contiene otras informaciones bastante interesantes para los accionistas. Endesa se compromete a realizar sustanciosas plusvalías latentes que tiene en algunos activos de su balance. Endesa planea vender entre los años 2006 y 2007 participaciones no estratégicas como Euskaltel y Red Eléctrica (200 millones de euros aproximadamente) y poner en valor parte de los más de 40 millones de metros cuadrados de suelo distribuidos por distintas provincias de España, que generarán unas plusvalías de unos 750 millones de euros. Estas plusvalías se sumarían al ya esperado dividendo excepcional, de un euro por acción, por las ganancias

generadas en la venta de Auna en 2005 y que se pagará en 2006 con cargo al ejercicio del 2005. Sorprendentemente, este dividendo extraordinario ha generado mucha discusión en la prensa por su impacto en la oferta de Gas Natural, pero tiene un impacto claro para el accionista: es dinero en el bolsillo. Y, ya se sabe, más vale pájaro en mano que ciento volando.

Una valoración por descuento de flujos que considere creíbles las principales previsiones de la empresa de aquí al año 2009 alcanza los 28 euros por acción con una rentabilidad exigida a la acción del 8% (hipótesis conservadora al ser Endesa una empresa regulada) y un crecimiento residual del 3% (en línea con la inflación esperada). Esta última hipótesis es muy conservadora si se tiene en cuenta que el aumento medio anual del dividendo de Endesa en los últimos diez años ha sido del 11%.

Independientemente del resultado de la OPA, y de las implicaciones que ésta pueda tener sobre la competencia en el sector, y sobre la garantía y calidad en el servicio, sobre lo que nuestras autoridades reguladores tienen la obligación de decidir, los accionistas cuentan con una apreciación de su acción desde su inicio de un 20%. Además, la expectativa de dividendos mayores por la realización de plusvalías ocultas que se pagarán a los accionistas, y una expectativa de mejora en el negocio y de la transparencia sobre la que evaluar la gestión a futuro, son buenas noticias para los accionistas de Endesa.

* * * * *

Una valoración de Endesa

Desde el anuncio de la OPA de Gas Natural sobre Endesa, muchos alumnos y amigos me han preguntado mi opinión sobre esta operación y sobre el precio ofrecido. Por otro lado, muchos analistas financieros de bancos de inversión han dejado de emitir recomendaciones sobre la acción de Endesa porque están asesorando a alguna de las partes involucradas en la OPA (Gas Natural, Endesa o Iberdrola). Cuando los inversores necesitan más análisis, es cuando menos análisis existe.

La acción de Endesa se ha revalorizado más de un 20% desde el anuncio de la oferta (2 de septiembre), y la cotización actual es superior a la oferta de Gas Natural. Qué pasará en las próximas semanas depende en buena medida del caso que preste el Gobierno al informe del Tribunal de Defensa de la Competencia. Lo único que puedo hacer yo para contestar a alumnos y a amigos es valorar la acción de Endesa.

La valoración de una empresa es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos. Las etapas fundamentales para realizar esta valoración por descuento de flujos han sido: 1) análisis histórico y estratégico de la empresa y del sector (análisis financiero, estratégico y competitivo); 2) proyecciones de los flujos futuros que se derivan de las previsiones estratégicas y competitivas; 3) determinación de la rentabilidad exigida de los recursos; 4) actualización de los flujos futuros, y 5) interpretación de resultados.

Para proyectar los flujos futuros es interesante leer la presentación (con un compromiso de gestión para el período 2005-2009) que realizó la dirección de Endesa en octubre. En esta presentación, la empresa ofrece unas expectativas (y unos compromisos) de beneficios para los próximos años. Los compromisos más relevantes para el inversor se pueden resumir en un crecimiento anual del beneficio y del dividendo superior al 12% y en un Ebitda de 7.500 millones de euros en 2009. Además, la mencionada presentación indica que Endesa planea vender en los años 2006 y 2007 participaciones no estratégicas como Euskaltel y Red Eléctrica (200 millones de euros de plusvalía

aproximadamente) y acometer un plan de puesta en valor de activos inmobiliarios (venta de algunos de los más de 40 millones de metros cuadrados de suelo distribuido por distintas provincias de España) que generará en los próximos años plusvalías de más de 750 millones de euros. Estas plusvalías se sumarían al ya esperado dividendo excepcional, de un euro por acción, por las ganancias generadas en la venta de Auna en 2005 y que se pagará en 2006.

Mi valoración de la acción de Endesa es superior a los 28 euros por acción. Una valoración por descuento de flujos que considere creíbles las principales previsiones de la empresa hasta el año 2009 alcanza los 28 euros por acción con una rentabilidad exigida a la acción del 8% (hipótesis conservadora al ser Endesa una empresa regulada) y un crecimiento residual del 3%. El dividendo por acción pagado por Endesa en 2005 fue de 0,74 euros. El dividendo ordinario de 2006 será 0,83 euros (un 12% más). Pero, además, Endesa pagará un dividendo extraordinario de 1,2 euros en 2006 (más de 2 euros en total) y de aproximadamente 0,9 euros en 2007-2009. La valoración de 28 euros por acción se obtiene calculando el valor actual de los dividendos mencionados, suponiendo que el dividendo ordinario crecerá un 12% los próximos cinco años y luego crecerá menos, hasta alcanzar un crecimiento a perpetuidad del 3%.

Esta valoración es muy simple, ¿pero podrá Endesa pagar los dividendos prometidos? Para esto hay que analizar más en profundidad el sector y la empresa. Lo he hecho (para esto se requiere el análisis estratégico y competitivo y una proyección de balances, cuentas de resultados y flujos) y mi previsión es afirmativa.

¿Es el 8% una tasa adecuada? A mi juicio es una tasa más bien conservadora. Aunque las betas calculadas con datos históricos no sirven para mucho, la beta (apalancada) calculada respecto al IBEX 35 con datos de los últimos sesenta meses ha oscilado en los últimos cuatro años entre 0,45 y 1,17, siendo su valor medio 0,74. La misma beta calculada respecto al Eurostoxx 50 ha oscilado en los últimos cuatro años entre 0,37 y 1,01, siendo su valor medio 0,37. El 8% que he utilizado procede de utilizar una beta desapalancada de 1 que, dado el endeudamiento actual y previsto, se transforma en una beta apalancada media de 1,19, superior a ninguna de las calculadas. Por esto, y porque Endesa es una empresa regulada en gran medida, es por lo que un 8% es una tasa más bien conservadora. El riesgo de Endesa por sus inversiones en América del Sur es menor de lo que suele creerse debido a la regulación y a la propiedad porcentual de Endesa de dichas empresas (y de sus flujos).

La valoración por descuento de flujos (también se ha realizado descontando las previsiones de *Free Cash Flow*, de *Capital Cash flow*, de beneficio económico y de EVA, y por el *Adjusted Present Value*, obteniendo en todos los casos el mismo valor) supone que, a pesar de la previsión de dividendos, el endeudamiento de Endesa se reducirá en el futuro de manera que dentro de diez años la deuda financiera será inferior al valor contable de los fondos propios.

¿Cómo puede ser que esta valoración sea superior a la cotización actual en bolsa? En primer lugar, hay que decir que la probabilidad de que una valoración coincida con el valor en bolsa es aproximadamente cero. En segundo lugar, ya hace tiempo que el refranero dice que “sólo el necio confunde el valor con el precio”. En tercer lugar, con anterioridad a la OPA, la rentabilidad por dividendos de Endesa era superior al 4% y, por tanto, superior a la rentabilidad de los bonos del Estado. Esto, en empresas con perspectivas de crecimiento y de dividendos estables, es síntoma habitual de infravaloración. Recomendamos al lector que analice la subida del 100% de cotización que experimentó Red Eléctrica en febrero de 2000 tras haber proporcionado durante varios meses una rentabilidad por dividendos superior a la rentabilidad de los bonos del Estado.

* * * * *

Las OPAs sobre Endesa

El anuncio de la OPA de Gas Natural sobre las acciones de Endesa puso “en juego” a esta última. El hecho de que la oferta de Gas Natural (aproximadamente 21 euros, que resultan de sumar los 7,34 euros en efectivo más el valor de 0,569 acciones de Gas Natural) fuera muy inferior al valor de las acciones de Endesa, ha propiciado la aparición de más ofertas. La oferta de E.ON sobre las acciones de Endesa (27,5 euros por acción, en metálico) ha sido la primera, y seguramente no será la última, porque el valor de las acciones de Endesa para varios compradores es superior a 27,5 euros por acción. Algunos inversores también piensan esto, porque tras el anuncio de E.ON se compraron en el mercado acciones de Endesa a más de 28 euros.

La estrategia seguida por Gas Natural (buscar una empresa infravalorada por el mercado y ofrecer una cantidad sensiblemente inferior al valor) es la más provechosa para sus accionistas, pero tiene el riesgo de que aparezcan otras ofertas con precio superior.

Con mi colega José Manuel Campa, publicamos a primeros de enero un artículo en el que afirmábamos que el valor de la acción de Endesa era superior a 28 euros por acción. Las acciones de Endesa han estado a lo largo de 2005 claramente infravaloradas por el mercado. Un reflejo de la infravaloración es que la rentabilidad por dividendos de Endesa era superior al 4% y, por tanto, superior a la rentabilidad de los bonos del Estado. Esto, en empresas con perspectivas de crecimiento y de dividendos estables, es síntoma habitual de infravaloración. Recomendamos al lector que analice la subida del 100% de cotización que experimentó Red Eléctrica en febrero de 2000 tras haber proporcionado durante varios meses una rentabilidad por dividendos superior a la rentabilidad de los bonos del Estado.

La valoración de una empresa es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos. Las etapas fundamentales para realizar una valoración por descuento de flujos han sido: 1) análisis histórico y estratégico de la empresa y del sector (análisis financiero, estratégico y competitivo); 2) proyecciones de los flujos futuros que se derivan de las previsiones estratégicas y competitivas; 3) determinación de la rentabilidad exigida de los recursos; 4) actualización de los flujos futuros, y 5) interpretación de resultados.

Una valoración de la acción de Endesa por descuento de flujos que considere creíbles las principales previsiones de la empresa hasta el año 2009 alcanza los 28 euros por acción con una rentabilidad exigida a la acción del 8% (hipótesis conservadora al ser Endesa una empresa regulada) y un crecimiento residual del 3%. El 8% utilizado como tasa de descuento es una tasa muy conservadora, porque procede de utilizar una beta desapalancada de 1 que se transforma en una beta apalancada media de 1,19, muy elevada para una empresa eléctrica regulada.

Algunos alumnos nos preguntan si sería más conveniente que la empresa compradora de Endesa tenga su domicilio social en España. Para los accionistas, lo más conveniente es que compre quien esté dispuesto a pagar más. No parece probable que un accionista que venda valore de modo distinto un euro según su procedencia geográfica. Para los consumidores, lo más conveniente es que compre quien sea más eficiente gestionando la empresa. Si el comprador fuera una empresa constructora o de otro sector, cabría cuestionarse su eficiencia en la gestión de una eléctrica, pero no si es otra empresa eléctrica. Para los empleados, lo más conveniente es que compre quien respete más puestos de trabajo. Para el Estado, lo más conveniente es que compre quien sea más eficiente, genere más beneficios y pague más impuestos. No se me ocurre ninguna razón por la que el domicilio social de la empresa compradora tenga que tenerse en cuenta. Sí que cabría tenerlo en cuenta si Endesa fuera una empresa de fabricación de coches o de consultoría,

porque la empresa compradora podría trasladar fabricación y empleo. Pero mientras la electricidad no se pueda distribuir vía satélite o por correo, una empresa eléctrica tiene sus activos y el empleo atados a los domicilios y empresas que suministra, a las líneas que utiliza para la distribución y a las centrales generadoras, que no se pueden construir en otros países. El aprovisionamiento de gas y petróleo en caso de una crisis internacional, depende de la influencia del gobierno español y no de quien sea el propietario de las acciones de Endesa o Iberdrola.

Estamos viviendo una historia muy interesante y que todavía no ha terminado. ¿Pronóstico? No me haga mucho caso el lector (porque no tengo acciones de Endesa), pero creo que los accionistas acabarán recibiendo más de 27,5 euros por acción.

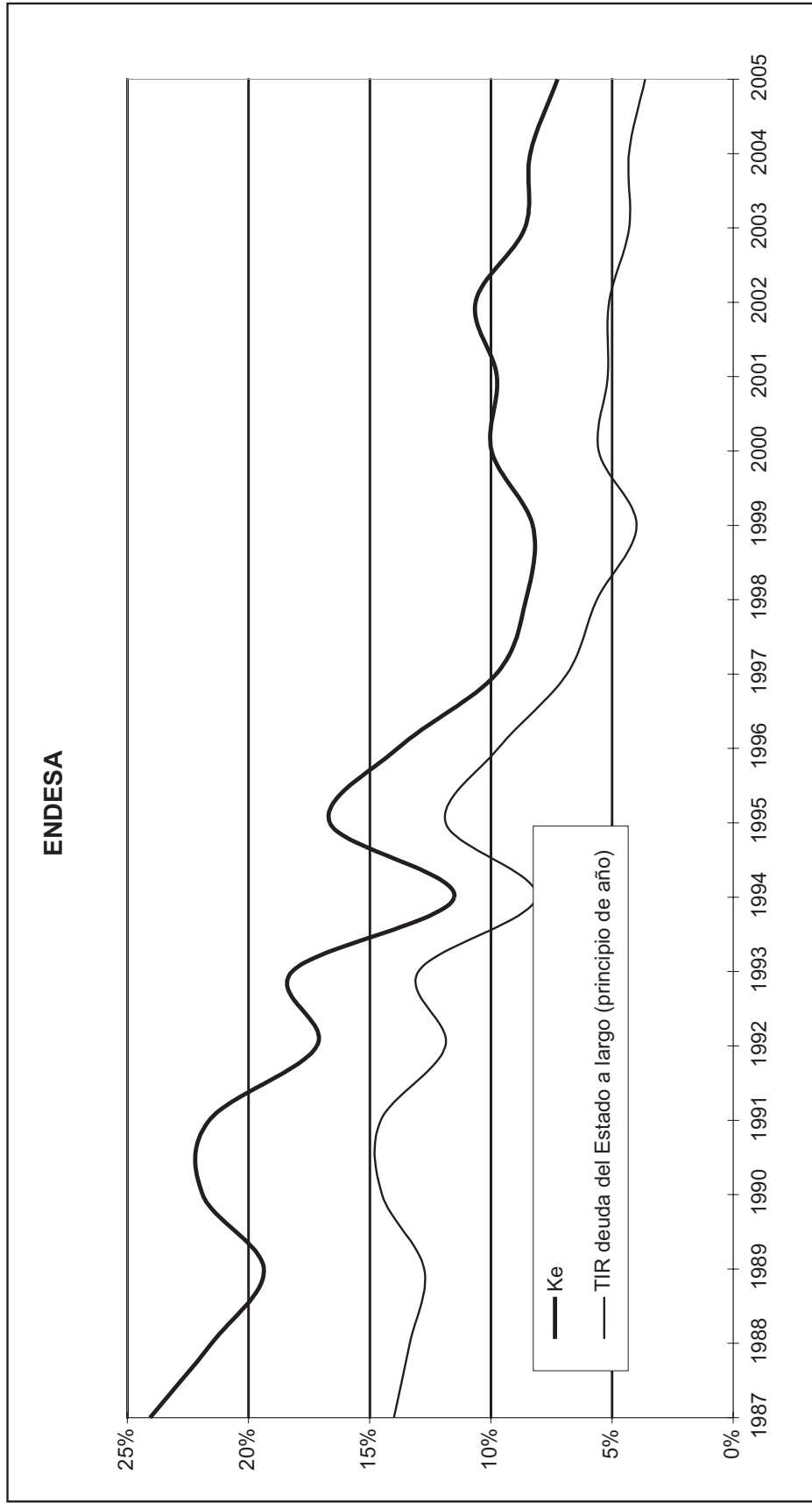
Anexo 1

| ENDESA | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Millones de euros | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Ventas (ventas + otros ingresos) | 2.825,9 | 2.803,9 | 3.425,7 | 3.638,3 | 4.200,3 | 4.321,6 | 4.522,9 | 4.877,4 | 5.312,5 | 7.776,0 | 7.707,3 | 6.832,4 | 13.477,8 | 15.625,8 | 16.036,0 | 17.114,0 | 16.653,0 | 18.042,0 | 19.536,0 |
| Personal | 331,8 | 389,9 | 416,5 | 450,4 | 562,0 | 591,2 | 626,2 | 691,9 | 718,9 | 1.184,4 | 1.102,7 | 1.012,7 | 1.337,8 | 1.362,3 | 1.332,0 | 1.251,0 | 1.186,0 | 1.288,0 | 1.402,0 |
| Amortización | 421,5 | 511,5 | 554,3 | 564,8 | 636,0 | 606,4 | 634,3 | 706,4 | 725,9 | 1.128,2 | 1.313,9 | 1.196,6 | 1.773,0 | 2.030,7 | 1.829,0 | 1.696,0 | 1.606,0 | 1.643,0 | 1.751,0 |
| Resultado operativo | 1.015,1 | 995,3 | 1.138,7 | 1.218,2 | 1.350,8 | 1.417,2 | 1.471,5 | 1.405,3 | 1.599,7 | 2.272,8 | 2.017,2 | 1.898,5 | 2.884,5 | 3.004,7 | 3.126,6 | 3.458,9 | 3.153,0 | 3.219,0 | 3.866,7 |
| Intereses (gastos financieros-ing. financieros) | 633,8 | 556,9 | 572,8 | 558,2 | 521,2 | 506,5 | 482,1 | 352,2 | 368,5 | 574,1 | 562,4 | 303,1 | 238,7 | 1.124,8 | 1.718,0 | 1.625,0 | 730,0 | 923,0 | 1.186,0 |
| Resultados extraordinarios (venta activos) | -12,4 | 10,8 | -5,6 | -7,5 | -69,6 | -49,1 | -60,4 | -27,3 | 113,6 | -193,8 | -81,5 | -93,5 | -391,1 | 913,2 | 579,0 | 71,0 | 277,0 | 146,0 | 1.541,1 |
| Beneficio antes de impuestos (incluye minoritarios) | 385,8 | 465,5 | 578,4 | 674,3 | 819,4 | 928,6 | 1.025,1 | 1.152,6 | 1.290,9 | 1.602,6 | 1.432,1 | 1.601,5 | 2.059,9 | 2.612,4 | 1.625,0 | 1.571,0 | 2.427,0 | 2.233,0 | 4.221,8 |
| Impuestos | 62,8 | 77,6 | 128,9 | 175,7 | 229,3 | 257,4 | 286,2 | 315,7 | 338,0 | 420,6 | 324,2 | 314,4 | 768,6 | 618,7 | 88,0 | 437,0 | 550,0 | 400,0 | 957,2 |
| Resultado consolidado del ejercicio (incluye minoritarios) | 323,0 | 387,9 | 449,6 | 498,6 | 590,1 | 671,3 | 739,0 | 836,8 | 952,9 | 1.182,1 | 1.107,9 | 1.287,1 | 1.291,3 | 1.993,8 | 1.537,0 | 1.134,0 | 1.877,0 | 1.833,0 | 3.264,6 |
| Resultado atribuido a la sociedad dominante (beneficio neto) | 306,9 | 370,6 | 430,9 | 478,8 | 562,3 | 638,9 | 702,1 | 797,7 | 900,6 | 992,2 | 1.002,1 | 1.097,2 | 1.278,1 | 1.406,6 | 1.479,0 | 1.270,0 | 1.312,0 | 1.379,0 | 2.834,3 |
| Tasa de impuestos | 16,3% | 16,7% | 22,3% | 26,1% | 28,0% | 27,7% | 27,9% | 27,4% | 26,2% | 26,2% | 22,6% | 19,6% | 37,3% | 23,7% | 5,4% | 27,8% | 22,7% | 17,9% | 22,7% |
| Dividendos contra reservas del año | 116,2 | 123,1 | 140,6 | 162,4 | 177,1 | 195,3 | 200,5 | 235,0 | 264,1 | 315,3 | 455,9 | 489,4 | 550,1 | 648,8 | 713,0 | 723,0 | 723,0 | 752,0 | 781,6 |
| Payout | 38% | 33% | 33% | 34% | 32% | 31% | 29% | 29% | 29% | 32% | 45% | 45% | 43% | 46% | 48% | 57% | 55% | 55% | 28% |
| Dividendos brutos pagados en el año | 116,2 | 199,2 | 140,6 | 162,4 | 177,1 | 195,3 | 212,5 | 239,0 | 246,9 | 306,3 | 437,5 | 441,9 | 560,0 | 623,6 | 688,2 | 722,6 | 722,6 | 744,3 | 781,6 |

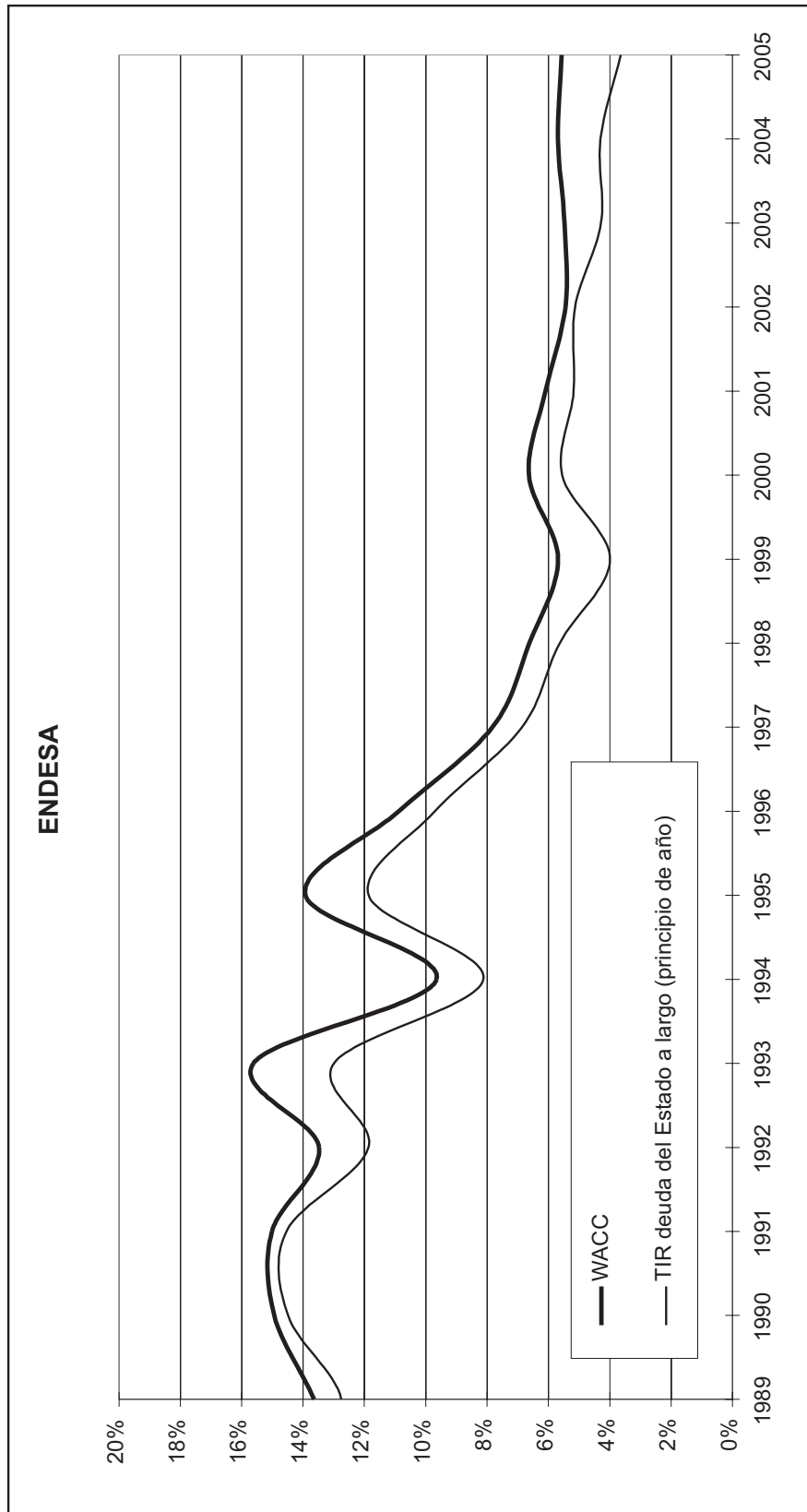
Anexo 1 (continuación)

| ENDESA | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|---|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| Activo circulante | 1.062 | 919 | 893 | 957 | 1.079 | 1.085 | 1.060 | 1.177 | 1.219 | 1.999 | 2.136 | 3.056 | 6.403 | 5.534 | 6.123 | 6.876 | 4.786 | 5.313 | 7.089,1 |
| Inversiones financieras | 299 | 396 | 487 | 482 | 1.617 | 1.840 | 2.226 | 2.578 | 2.658 | 2.593 | 4.708 | 5.202 | 5.413 | 5.930 | 7.037 | 7.451 | 8.498 | 8.093 | 6.000,0 |
| Activos fijos brutos | 9.351 | 9.816 | 10.239 | 10.795 | 12.328 | 12.613 | 13.100 | 15.768 | 16.581 | 31.501 | 32.344 | 34.199 | 52.988 | 55.584 | 57.919 | 56.562 | 57.235 | 61.349 | 59.324 |
| Amortización acumulada | 2.433 | 2.939 | 3.489 | 4.056 | 5.097 | 5.484 | 6.046 | 7.229 | 7.765 | 13.611 | 14.726 | 15.922 | 17.695 | 19.726 | 21.555 | 23.251 | 25.149 | 27.391 | 25.142 |
| Activos fijos netos | 6.917 | 6.876 | 6.750 | 6.739 | 7.231 | 7.129 | 7.054 | 8.539 | 8.816 | 17.890 | 17.618 | 18.277 | 35.293 | 35.858 | 36.364 | 33.311 | 32.086 | 33.958 | 34.182,0 |
| Otros activos (gastos distrib. ejercicios...) | 3 | 79 | 13 | 106 | 19 | 29 | 160 | 142 | 140 | 294 | 1.811 | 1.396 | 2.609 | 681 | 663 | 538 | 677 | 667 | 700,0 |
| Total activo | 8.280 | 8.269 | 8.142 | 8.284 | 9.945 | 10.083 | 10.501 | 12.436 | 12.833 | 22.776 | 26.273 | 27.930 | 49.718 | 48.003 | 50.187 | 48.176 | 46.047 | 48.031 | 47.970 |
| Pasivo circulante | 668 | 737 | 779 | 898 | 1.047 | 1.188 | 1.447 | 2.048 | 1.959 | 2.827 | 2.696 | 1.064 | 1.960 | 2.078 | 2.279 | 2.593 | 2.394 | 2.988 | 8.106,8 |
| Deuda retribuida (a corto y a largo) al final del ejercicio | 4.861 | 4.609 | 4.178 | 3.748 | 4.230 | 3.680 | 3.194 | 3.567 | 3.436 | 7.131 | 8.510 | 12.306 | 26.495 | 26.581 | 30.031 | 28.775 | 23.880 | 23.325 | 19.611,8 |
| Provisiones | 171 | 201 | 223 | 437 | 770 | 857 | 953 | 1.077 | 1.231 | 1.976 | 3.759 | 4.509 | 6.598 | 5.370 | 4.216 | 4.221 | 4.502 | 4.369 | 5.540,3 |
| Ingresos a distribuir en varios ejercicios | 167 | 51 | 60 | 95 | 173 | 152 | 177 | 243 | 278 | 506 | 658 | 799 | 1.062 | 1.113 | 1.214 | 1.356 | 1.512 | 2.149 | 1.405,5 |
| Fondos propios (no incluye socios externos) | 2.170 | 2.418 | 2.632 | 2.838 | 3.167 | 3.611 | 4.100 | 4.667 | 5.302 | 8.806 | 9.090 | 7.566 | 9.317 | 8.638 | 8.656 | 8.043 | 8.801 | 9.477 | 9.548,1 |
| Socios externos | 243 | 255 | 269 | 267 | 314 | 337 | 362 | 591 | 494 | 1.492 | 1.519 | 1.659 | 4.263 | 4.190 | 3.762 | 3.175 | 4.945 | 5.711 | 3.757,5 |
| Diferencias negativas de consolidación | 0 | 0 | 0 | 0 | 243 | 259 | 266 | 243 | 132 | 39 | 42 | 28 | 23 | 31 | 29 | 13 | 13 | 12 | 0,0 |
| Total pasivo | 8.280 | 8.269 | 8.142 | 8.284 | 9.945 | 10.083 | 10.501 | 12.436 | 12.833 | 22.776 | 26.273 | 27.930 | 49.718 | 48.003 | 50.187 | 48.176 | 46.047 | 48.031 | 47.970,0 |

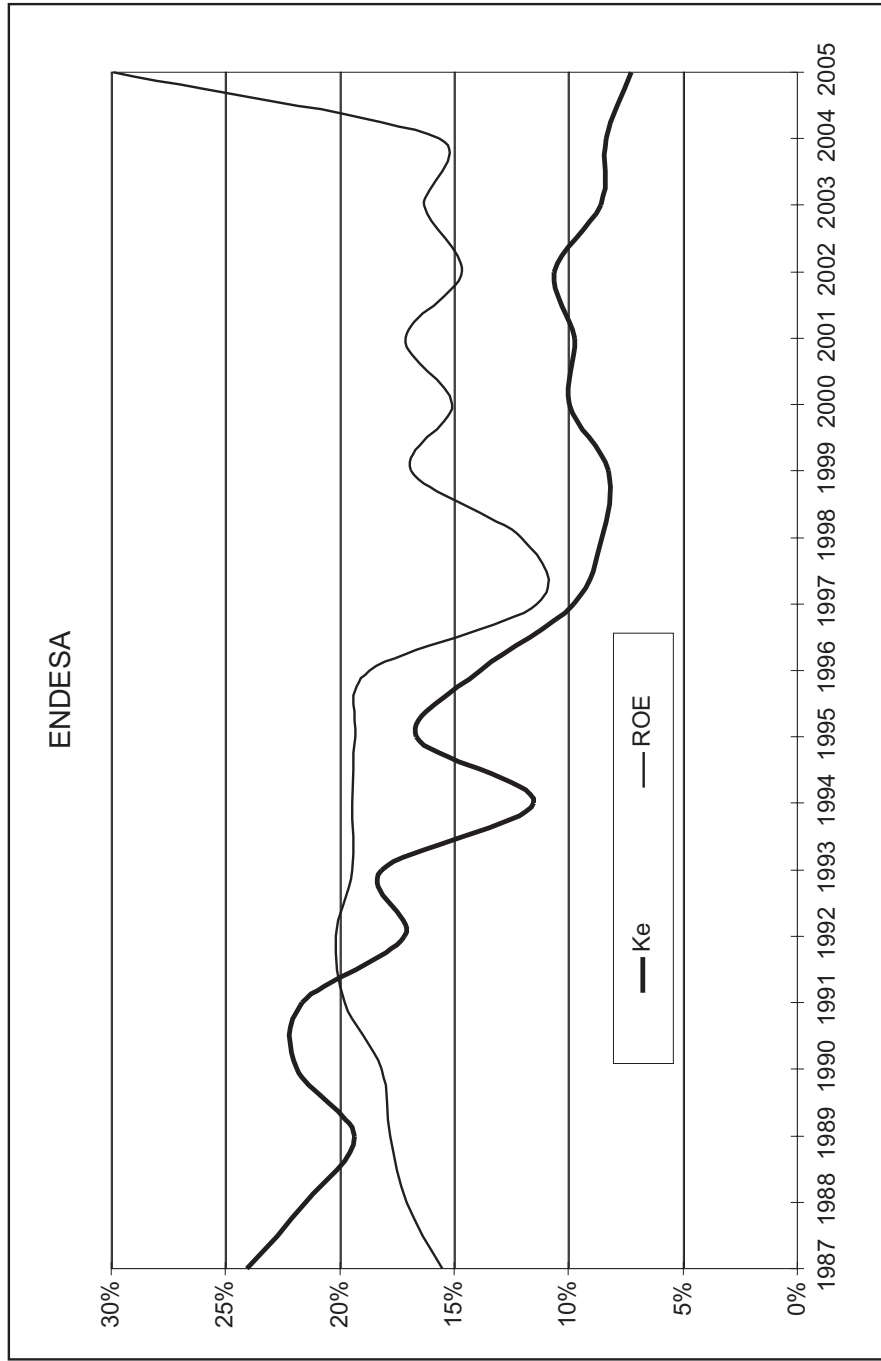
Anexo 1 (continuación)



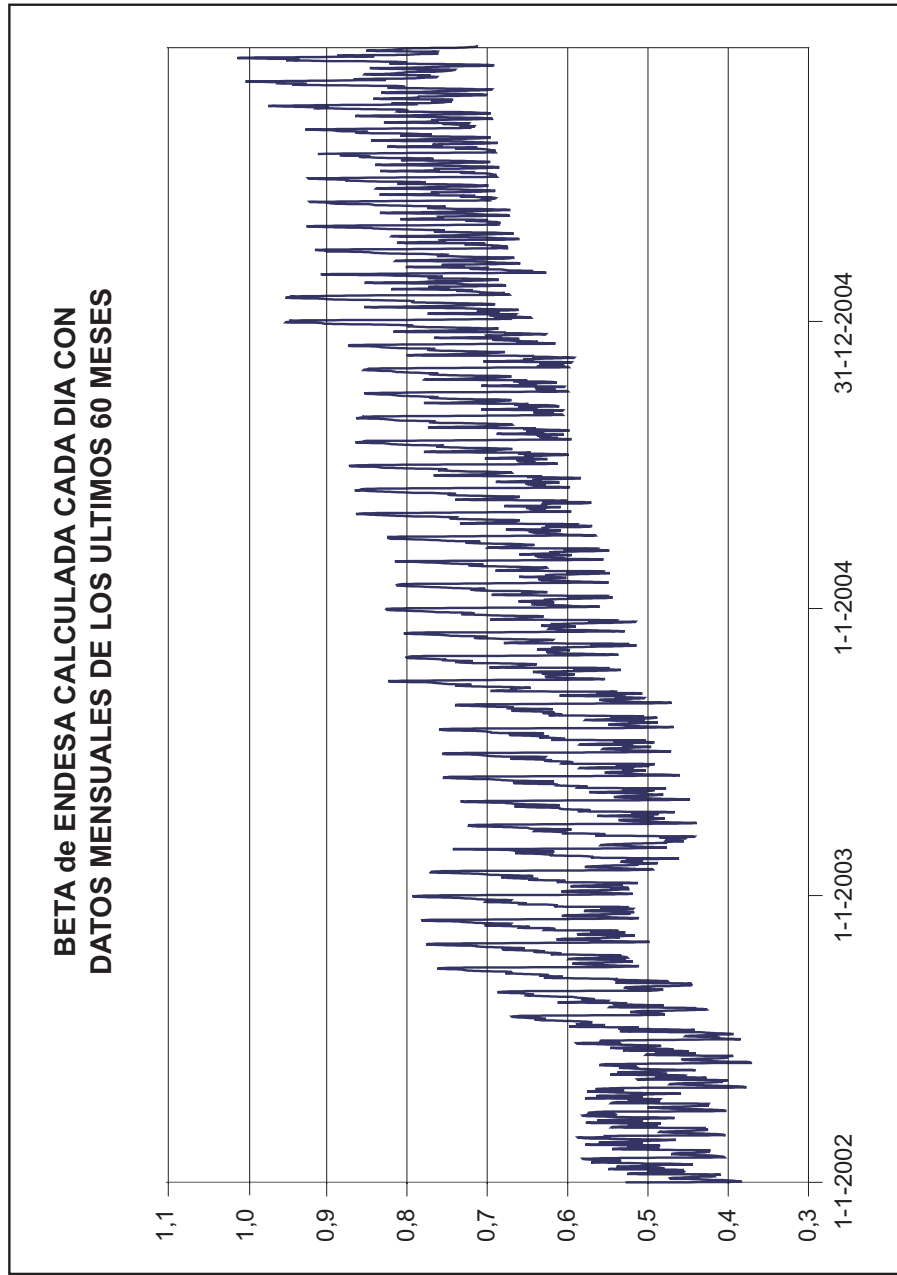
Anexo 1 (continuación)



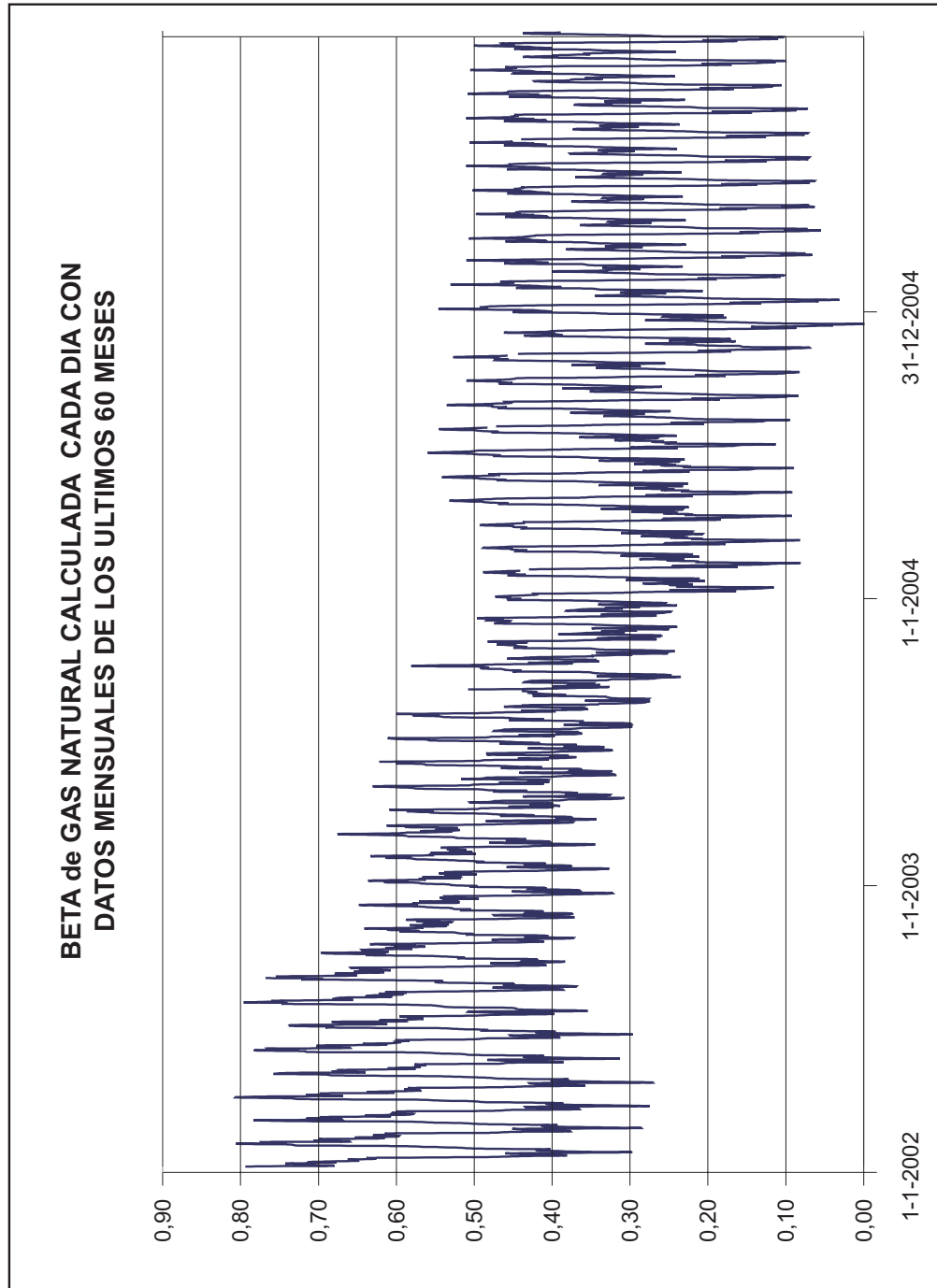
Anexo 1 (continuación)



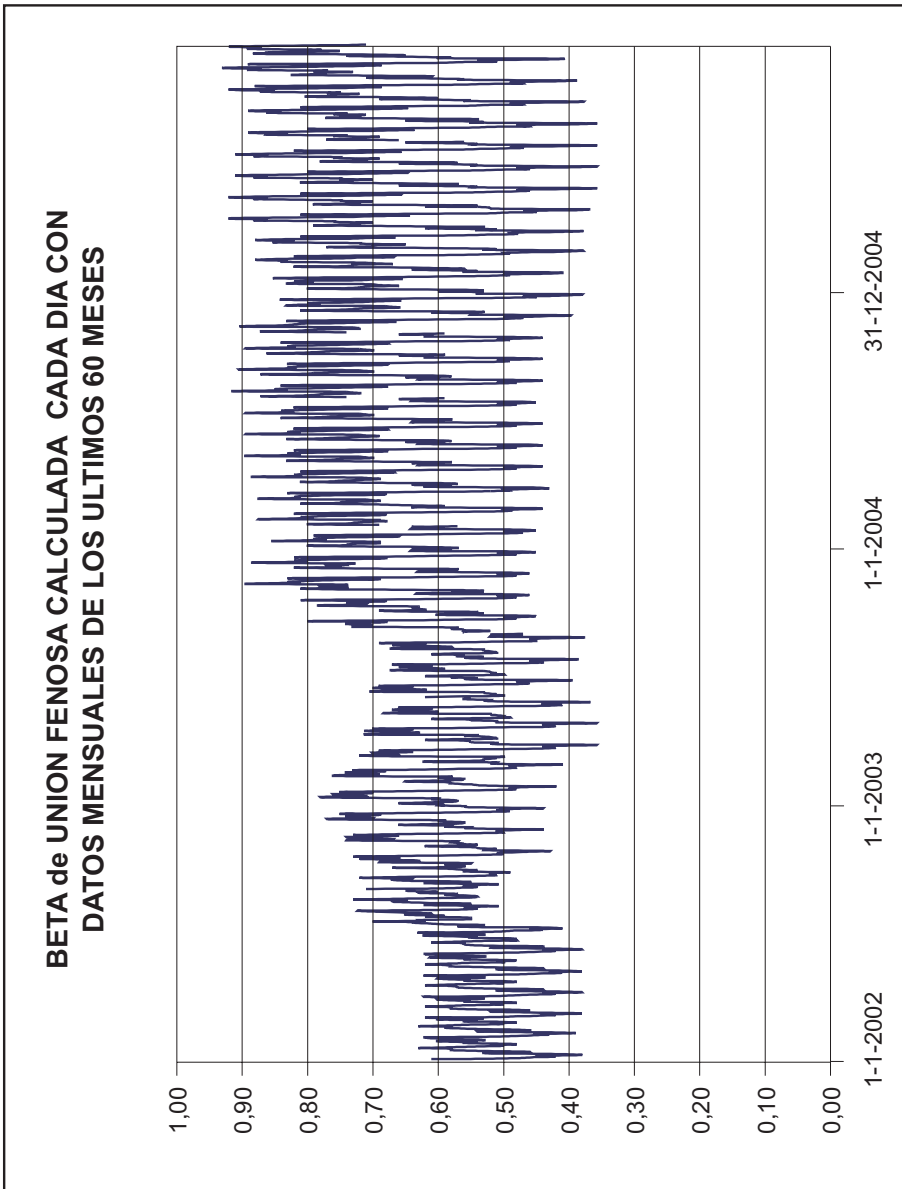
Anexo 1 (continuación)



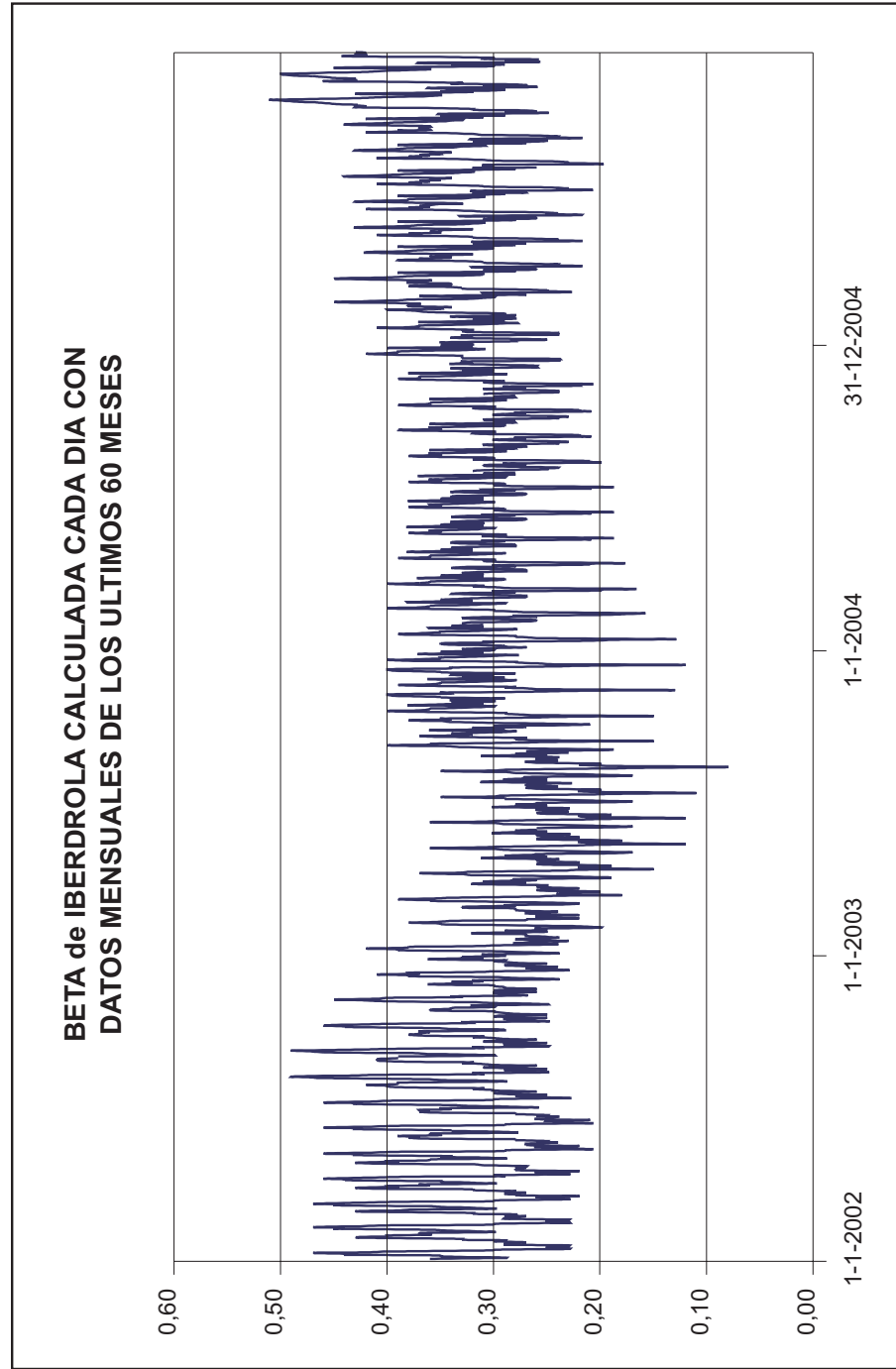
Anexo 1 (continuación)



Anexo 1 (continuación)



Anexo 1 (continuación)



Anexo 1 (continuación)

| | | Crecimiento esperado (g) a partir del año 2014 | | | | | | | | | |
|----|-------|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| | | 1,00% | 1,50% | 2,00% | 2,50% | 3,00% | 3,50% | 4,00% | 4,50% | 5,00% | |
| Ke | 7,00% | 25 | 26 | 28 | 30 | 32 | 36 | 40 | 47 | 56 | |
| | 7,25% | 24 | 25 | 26 | 28 | 31 | 34 | 37 | 43 | 50 | |
| | 7,50% | 23 | 24 | 25 | 27 | 29 | 31 | 35 | 39 | 45 | |
| | 7,75% | 22 | 23 | 24 | 26 | 27 | 30 | 32 | 36 | 41 | |
| | 8,00% | 21 | 22 | 23 | 24 | 26 | 28 | 30 | 34 | 38 | |
| | 8,25% | 20 | 21 | 22 | 23 | 25 | 27 | 29 | 31 | 35 | |
| | 8,50% | 20 | 20 | 21 | 22 | 24 | 25 | 27 | 29 | 33 | |
| | 8,75% | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | 24 | 26 | 28 | 30 | |
| | 9,00% | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | 24 | 26 | 29 | |

Anexo 1 (continuación)

| | |
|------------------|-------|
| Beta U | 1,00 |
| Rf | 3,48% |
| Prima de mercado | 3,80% |
| r | 5,52% |

Proyección de balance y cuenta de resultados

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| NOF | -7.965 | -7.965 | -7.965 | -7.965 | -7.965 | -7.965 | -7.965 | -7.965 | -7.965 | -7.965 | -7.965 | -7.965 | -7.965 | -8.203 |
| <i>Inversiones financieras</i> | 6.000 | 6.000 | 6.000 | 6.000 | 6.000 | 6.000 | 6.000 | 6.000 | 6.000 | 6.000 | 6.000 | 6.000 | 6.000 | 6.180 |
| Activo fijo neto | 34.182 | 36.037 | 37.143 | 40.173 | 43.145 | 43.335 | 43.531 | 43.733 | 43.941 | 44.156 | 44.376 | 44.604 | 45.942 | 47.320 |
| Otros activos | 700 | 749 | 794 | 834 | 859 | 884 | 911 | 938 | 966 | 995 | 1.025 | 1.056 | 1.088 | 1.120 |
| TOTAL ACTIVO NETO | 32.918 | 34.821 | 35.973 | 39.043 | 42.039 | 42.255 | 42.478 | 42.707 | 42.943 | 43.187 | 43.437 | 43.695 | 45.006 | 46.356 |
| Otros pasivos | 3.758 | 4.021 | 4.262 | 4.475 | 4.609 | 4.747 | 4.890 | 5.037 | 5.188 | 5.343 | 5.504 | 5.669 | 5.839 | 6.014 |
| Deuda (N) | 19.612 | 20.998 | 20.450 | 22.582 | 24.291 | 23.417 | 22.526 | 21.593 | 20.603 | 19.538 | 18.395 | 17.372 | 17.893 | 18.430 |
| Fondos propios (valor contable) | 9.548 | 9.803 | 11.261 | 11.985 | 13.139 | 14.090 | 15.062 | 16.078 | 17.153 | 18.305 | 19.538 | 20.655 | 21.275 | 21.913 |
| TOTAL PASIVO NETO | 32.918 | 34.821 | 35.973 | 39.043 | 42.039 | 42.255 | 42.478 | 42.707 | 42.943 | 43.187 | 43.437 | 43.695 | 45.006 | 46.356 |
| Deuda/Fondos propios | 2.05 | 2.14 | 1.82 | 1.88 | 1.85 | 1.66 | 1.50 | 1.34 | 1.20 | 1.07 | 0.94 | 0.84 | 0.84 | 0.84 |

g = 3,00%

CF acciones = Dividendos

| | |
|------------------|------|
| Valor por acción | 28,5 |
|------------------|------|

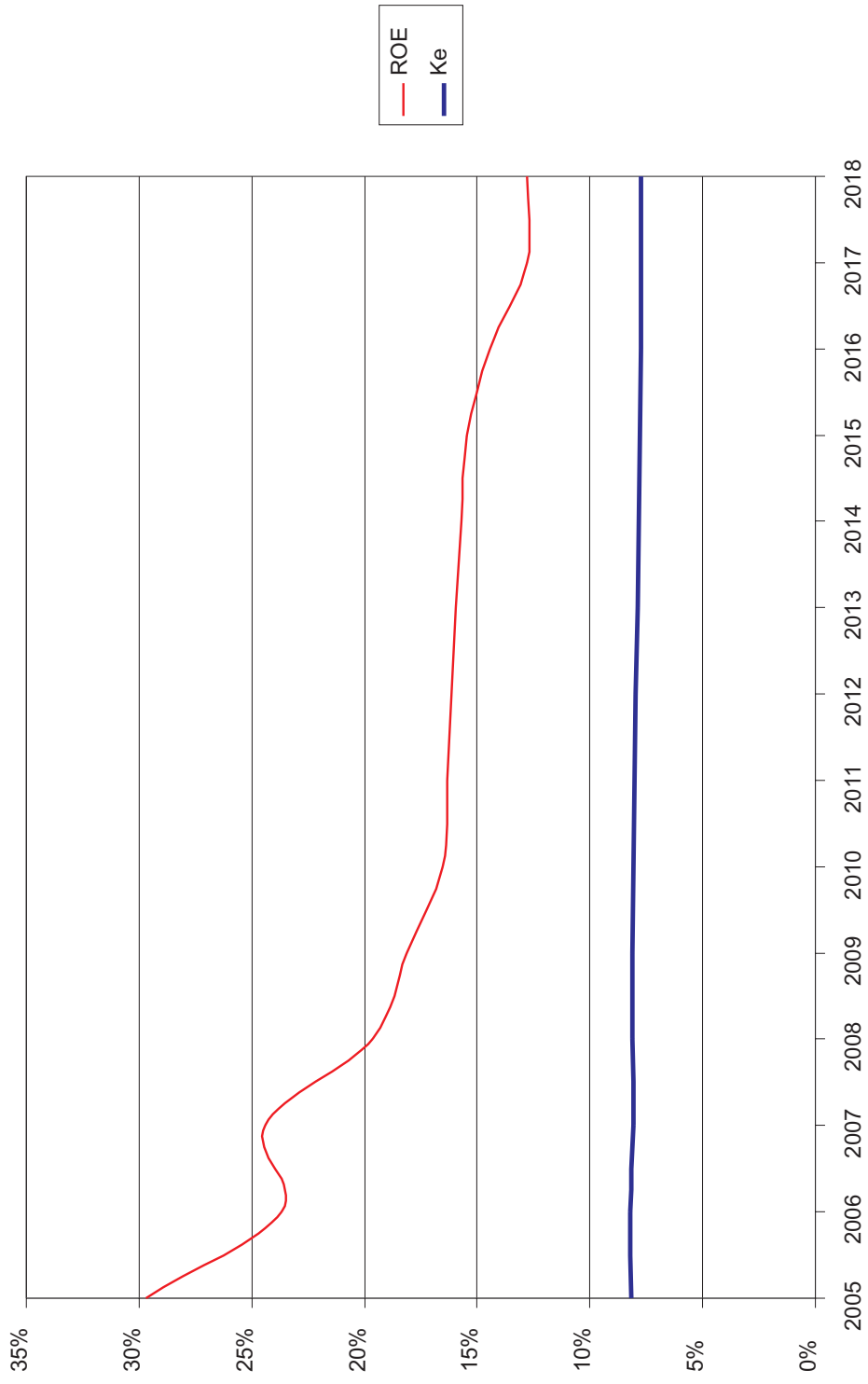
782 2.067 1.290 1.630 1.230 1.377 1.488 1.577 1.656 1.722 1.791 1.862 2.095 2.158

| | 2.004 | 2.005 | 2.006 | 2.007 | 2.008 | 2.009 | 2.010 | 2.011 | 2.012 | 2.013 | 2.014 | 2.015 | 2.016 | 2.017 | 2.018 |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Cuenta de resultados | | | | | | | | | | | | | | | |
| Ventas | 18.042 | 19.536 | 20.904 | 22.158 | 23.266 | 23.964 | 24.682 | 25.423 | 26.186 | 26.971 | 27.780 | 28.614 | 29.472 | 30.356 | 31.267 |
| Coste de ventas | 6.546 | 7.088 | 7.441 | 7.744 | 7.989 | 8.085 | 8.328 | 8.578 | 8.835 | 9.100 | 9.373 | 9.654 | 10.239 | 10.546 | 10.862 |
| Personal | 2.375 | 2.572 | 2.752 | 2.917 | 3.062 | 3.154 | 3.249 | 3.346 | 3.447 | 3.550 | 3.657 | 3.766 | 3.879 | 4.299 | 4.428 |
| Gastos generales, otros | 4.259 | 4.259 | 4.557 | 4.830 | 5.072 | 5.224 | 5.381 | 5.542 | 5.708 | 5.880 | 6.056 | 6.238 | 6.425 | 6.921 | 7.129 |
| Amortización | 1.643 | 1.751 | 1.821 | 1.894 | 1.970 | 2.029 | 2.090 | 2.152 | 2.217 | 2.283 | 2.352 | 2.422 | 2.495 | 2.570 | 2.647 |
| Margen | 3.219 | 3.867 | 4.333 | 4.772 | 5.173 | 5.471 | 5.635 | 5.804 | 5.978 | 6.158 | 6.342 | 6.533 | 6.434 | 6.020 | 6.200 |
| Intereses | 923 | 1.186 | 1.083 | 1.160 | 1.130 | 1.248 | 1.342 | 1.294 | 1.244 | 1.193 | 1.138 | 1.079 | 1.016 | 960 | 988 |
| Resultado extraordinario | 146 | 1.541 | 400 | 700 | | | | | | | | | | | |
| BAT | 2.233 | 4.222 | 3.649 | 4.312 | 4.043 | 4.223 | 4.293 | 4.511 | 4.734 | 4.965 | 5.204 | 5.453 | 5.418 | 5.060 | 5.212 |
| Impuestos | 400 | 957 | 827 | 1.035 | 1.132 | 1.267 | 1.374 | 1.443 | 1.515 | 1.589 | 1.665 | 1.745 | 1.734 | 1.619 | 1.668 |
| Minoritarios | 454 | 430 | 500 | 530 | 557 | 573 | 590 | 608 | 626 | 645 | 664 | 684 | 705 | 726 | 748 |
| BDT (beneficio neto) | 1.379 | 2.834 | 2.322 | 2.747 | 2.355 | 2.383 | 2.329 | 2.459 | 2.593 | 2.731 | 2.874 | 3.024 | 2.979 | 2.715 | 2.796 |

Anexo 1 (continuación)

| <u>Flujos:</u> | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| BDT (beneficio neto) | 2.322 | 2.747 | 2.355 | 2.383 | 2.329 | 2.459 | 2.593 | 2.731 | 2.874 | 3.024 | 2.979 | 2.715 | 2.796 |
| + Amortización | 1.821 | 1.894 | 1.970 | 2.029 | 2.090 | 2.152 | 2.217 | 2.283 | 2.352 | 2.422 | 2.495 | 2.570 | 2.647 |
| + Δ Deuda | 1.386 | -548 | 2.132 | 1.709 | -874 | -891 | -933 | -990 | -1.065 | -1.143 | -1.024 | 521 | 537 |
| - Δ NOF | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 239 | 246 |
| - Inversiones | -3.676 | -3.000 | -5.000 | -5.000 | -2.280 | -2.348 | -2.419 | -2.491 | -2.566 | -2.643 | -2.722 | -3.908 | -4.025 |
| - Inversiones. Otros activos | -49 | -45 | -40 | -25 | -26 | -27 | -27 | -28 | -29 | -30 | -31 | -212 | -218 |
| - Otros pasivos | 263 | 241 | 213 | 134 | 138 | 142 | 147 | 151 | 156 | 160 | 165 | 170 | 175 |
| CF acciones = Dividendos | 782 | 2.067 | 1.630 | 1.230 | 1.377 | 1.488 | 1.577 | 1.656 | 1.722 | 1.791 | 1.862 | 2.095 | 2.158 |
| FCF | 1.519 | 2.719 | 311 | 394 | 3.164 | 3.259 | 3.356 | 3.457 | 3.561 | 3.668 | 3.577 | 2.227 | 2.293 |
| CFd | -303 | 1.708 | -1.003 | -461 | 2.216 | 2.185 | 2.178 | 2.183 | 2.203 | 2.222 | 2.040 | 439 | 18.881 |
| CCF | 1.765 | 2.998 | 627 | 769 | 3.593 | 3.673 | 3.755 | 3.839 | 3.925 | 4.013 | 3.902 | 2.534 | 2.610 |
| Crecimiento flujos: | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| BDT (beneficio neto) | | 19,3% | -14,3% | 1,2% | -2,3% | 5,6% | 5,4% | 5,3% | 5,3% | 5,2% | -1,5% | -8,9% | 3,0% |
| + Amortización | | 4,0% | 4,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% |
| + Δ Deuda | | -139,5% | -489,3% | -19,9% | -151,1% | 2,0% | 4,7% | 6,1% | 7,5% | 7,3% | -10,4% | -150,9% | 3,0% |
| - Δ NOF | | | | | | | | | | | | | 3,0% |
| - Inversiones | | -18,4% | 66,7% | 0,0% | -54,4% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 43,5% | 3,0% |
| - Inversiones. Otros activos | | -8,3% | -11,7% | -37,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 588,2% | 3,0% |
| - Otros pasivos | | -8,3% | -11,7% | -37,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% |
| CF acciones = Dividendos | | -37,6% | 26,4% | -24,6% | 12,0% | 8,0% | 6,0% | 5,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 12,5% | 3,0% |
| ROE | 29,7% | 24,4% | 19,6% | 18,1% | 16,5% | 16,3% | 16,1% | 15,9% | 15,7% | 15,5% | 14,4% | 12,8% | 12,8% |
| Ke | 8,2% | 8,1% | 8,1% | 8,1% | 8,1% | 8,0% | 8,0% | 7,9% | 7,8% | 7,8% | 7,8% | 7,8% | 7,8% |

Anexo 1 (continuación)



Anexo 1 (continuación)

Valoración por descuento de flujos por ocho métodos distintos

BETAu = 1; Rf = 3,48%; Pm = 3,80%

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| APV (Adjusted present value) | | | | | | | | | | | | | | |
| Ku | 7,28% | 7,28% | 7,28% | 7,28% | 7,28% | 7,28% | 7,28% | 7,28% | 7,28% | 7,28% | 7,28% | 7,28% | 7,28% | 7,28% |
| FCF* | 1.519 | 2.719 | 311 | 394 | 3.164 | 3.259 | 3.356 | 3.457 | 3.561 | 3.668 | 3.577 | 2.226,60 | 57.485 | |
| Vu = VAN (Ku; FCF) | 42.089 | 43.635 | 44.092 | 46.991 | 50.017 | 50.495 | 50.913 | 51.263 | 51.538 | 51.729 | 51.827 | 52.023 | 53.584 | 55.191,5 |
| Crecimiento de Vu | 3,67% | 1,05% | 6,57% | 6,44% | 0,95% | 0,83% | 0,69% | 0,54% | 0,37% | 0,19% | 0,38% | 3,00% | 3,00% | 3,00% |
| N = D = VAN(CF<i>d</i>; K<i>d</i>) | 19.612 | 20.998 | 20.450 | 22.582 | 24.291 | 23.417 | 22.526 | 21.593 | 20.603 | 19.538 | 18.395 | 17.372 | 17.893 | 18.430 |
| r = K<i>d</i> | 5,52% | 5,52% | 5,52% | 5,52% | 5,52% | 5,52% | 5,52% | 5,52% | 5,52% | 5,52% | 5,52% | 5,52% | 5,52% | 5,52% |
| Beta <i>d</i> | 0,538 | 0,538 | 0,538 | 0,538 | 0,538 | 0,538 | 0,538 | 0,538 | 0,538 | 0,538 | 0,538 | 0,538 | 0,538 | 0,538 |
| VTS = VAN(Ku; D T Ku + T (Nr - DK<i>d</i>)) | 7.737 | 7.977 | 8.191 | 8.370 | 8.486 | 8.538 | 8.614 | 8.717 | 8.848 | 9.012 | 9.213 | 9.455 | 9.739 | 10.448 |
| VTS + Vu | 49.827 | 51.611 | 52.283 | 55.361 | 58.504 | 59.033 | 59.527 | 59.979 | 60.386 | 60.741 | 61.041 | 61.479 | 63.323 | |
| E 1 | 30.215 | 30.614 | 31.833 | 32.779 | 34.213 | 35.616 | 37.001 | 38.386 | 39.783 | 41.203 | 42.645 | 44.107 | 45.430 | |
| Descuento de flujos para los accionistas | | | | | | | | | | | | | | |
| BETAe | 1,232 | 1,241 | 1,214 | 1,223 | 1,223 | 1,207 | 1,191 | 1,177 | 1,163 | 1,149 | 1,136 | 1,124 | 1,124 | |
| Ke | 8,16% | 8,20% | 8,09% | 8,13% | 8,13% | 8,06% | 8,01% | 7,95% | 7,90% | 7,85% | 7,79% | 7,75% | 7,75% | 7,75% |
| CF acciones = Dividendos | 2.067 | 1.290 | 1.630 | 1.630 | 1.230 | 1.377 | 1.488 | 1.577 | 1.656 | 1.722 | 1.791 | 1.862 | 2.095 | 48.951 |
| VANo CFacc t | 1.911 | 1.102 | 1.289 | 899 | 931 | 931 | 931 | 914 | 889 | 856 | 826 | 797 | 832 | 18.039 |
| E 2 = VAN(Ke; CFacc) | 30.215 | 30.614 | 31.833 | 32.779 | 34.213 | 35.616 | 37.001 | 38.386 | 39.783 | 41.203 | 42.645 | 44.107 | 45.430 | |
| Et = Et-1 * (1+Ke) - CFacc | 30.215 | 30.614 | 31.833 | 32.779 | 34.213 | 35.616 | 37.001 | 38.386 | 39.783 | 41.203 | 42.645 | 44.107 | 45.430 | |
| Ke media | 8,00% | | | | | | | | | | | | | |
| Valor por acción | 28,5 | | | | | | | | | | | | | |

Anexo 1 (continuación)

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Descuento del FCF al WACC | | | | | | | | | | | | | | |
| WACC | 6,630% | 6,569% | 6,483% | 6,399% | 6,313% | 6,356% | 6,398% | 6,441% | 6,485% | 6,531% | 6,578% | 6,622% | 6,622% | 6,622% |
| FCF | | 1.519 | 2.719 | 311 | 394 | 3.164 | 3.259 | 3.356 | 3.457 | 3.561 | 3.668 | 3.577 | 2.227 | 67.516 |
| D+E = VAN(WACC;FCF) | 49.827 | 51.611 | 52.283 | 55.361 | 58.504 | 59.033 | 59.527 | 59.979 | 60.386 | 60.741 | 61.041 | 61.479 | 63.323 | |
| E3 | 30.215 | 30.614 | 31.833 | 32.779 | 34.213 | 35.616 | 37.001 | 38.386 | 39.783 | 41.203 | 42.645 | 44.107 | 45.430 | |
| $(D+E) \cdot (1 - (1+WACC)^{-t})$ | 49.827 | 51.611 | 52.283 | 55.361 | 58.504 | 59.033 | 59.527 | 59.979 | 60.386 | 60.741 | 61.041 | 61.479 | 63.323 | |
| Descuento del CCF al WACCbt | | | | | | | | | | | | | | |
| WACC _{bt} | 7,123% | 7,109% | 7,088% | 7,065% | 7,047% | 7,057% | 7,067% | 7,078% | 7,088% | 7,099% | 7,111% | 7,121% | 7,121% | 7,121% |
| CCF | | 1.765 | 2.998 | 627 | 769 | 3.593 | 3.673 | 3.755 | 3.839 | 3.925 | 4.013 | 3.902 | 2.534 | 67.832 |
| D+E = VAN(WACC_{bt};CCF) | 49.827 | 51.611 | 52.283 | 55.361 | 58.504 | 59.033 | 59.527 | 59.979 | 60.386 | 60.741 | 61.041 | 61.479 | 63.323 | |
| E4 | 30.215 | 30.614 | 31.833 | 32.779 | 34.213 | 35.616 | 37.001 | 38.386 | 39.783 | 41.203 | 42.645 | 44.107 | 45.430 | |
| Descuento del BE al Ke | | | | | | | | | | | | | | |
| BE (Beneficio económico) | | 1.543 | 1.944 | 1.443 | 1.409 | 1.261 | 1.323 | 1.387 | 1.453 | 1.520 | 1.588 | 1.456 | 1.114 | 26.028 |
| VAN(Ke;BE) | 20.667 | 20.811 | 20.572 | 20.793 | 21.074 | 21.526 | 21.939 | 22.309 | 22.630 | 22.898 | 23.107 | 23.452 | 24.156 | |
| E5 = VAN(Ke;BE) + Evc = | 30.215 | 30.614 | 31.833 | 32.779 | 34.213 | 35.616 | 37.001 | 38.386 | 39.783 | 41.203 | 42.645 | 44.107 | 45.430 | |
| Descuento del EVA al WACC | | | | | | | | | | | | | | |
| EVA | | 1.226 | 1.606 | 1.112 | 1.048 | 879 | 955 | 1.034 | 1.116 | 1.200 | 1.286 | 1.175 | 849 | |
| VAN(WACC;EVA) | 20.667 | 20.811 | 20.572 | 20.793 | 21.074 | 21.526 | 21.939 | 22.309 | 22.630 | 22.898 | 23.107 | 23.452 | 24.156 | |
| E6 = VAN(WACC;EVA) + Evc - (D-N)= | 30.215 | 30.614 | 31.833 | 32.779 | 34.213 | 35.616 | 37.001 | 38.386 | 39.783 | 41.203 | 42.645 | 44.107 | 45.430 | |
| Descuento del CFacc\Ku al Ku | | | | | | | | | | | | | | |
| CFacc\Ku | | 1.801 | 1.010 | 1.372 | 952 | 1.087 | 1.208 | 1.308 | 1.398 | 1.476 | 1.558 | 1.643 | 1.888 | 1.944 |
| E7 = VAN(Ku;CFacc\Ku) | 30.215 | 30.614 | 31.833 | 32.779 | 34.213 | 35.616 | 37.001 | 38.386 | 39.783 | 41.203 | 42.645 | 44.107 | 45.430 | |
| Descuento del FCF\Ku al Ku | | | | | | | | | | | | | | |
| FCF\Ku | | 1.843 | 3.086 | 728 | 888 | 3.730 | 3.804 | 3.881 | 3.960 | 4.041 | 4.123 | 4.006 | 2.631 | 2.710 |
| VAN(Ku;FCF\Ku) | 49.827 | 51.611 | 52.283 | 55.361 | 58.504 | 59.033 | 59.527 | 59.979 | 60.386 | 60.741 | 61.041 | 61.479 | 63.323 | |
| E8 = VAN(Ku;FCF\Ku) - D | 30.215 | 30.614 | 31.833 | 32.779 | 34.213 | 35.616 | 37.001 | 38.386 | 39.783 | 41.203 | 42.645 | 44.107 | 45.430 | |

Anexo 1 (continuación)

ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

| Rf | Valor por acción | | g | Ku | Ke | Valor por acción | BETAu | Ku | Ke | Valor por acción | Tasa de impuestos tras 2010 | Valor por acción |
|-------|------------------|--------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-----------------------------|------------------|
| | Ku | Ke | | | | | | | | | | |
| 3,48% | 7,28% | 8,16% | 3,00% | 7,28% | 8,16% | 28,5 | 1,000 | 7,28% | 8,16% | 28,5 | 32% | 28,5 |
| 3,50% | 7,30% | 8,20% | 0,00% | 7,28% | 8,35% | 23,4 | 0,800 | 6,52% | 6,91% | 37,0 | 16% | 38,2 |
| 3,60% | 7,40% | 8,38% | 0,25% | 7,28% | 8,34% | 23,7 | 0,825 | 6,62% | 7,05% | 35,7 | 17% | 37,5 |
| 3,70% | 7,50% | 8,56% | 0,50% | 7,28% | 8,33% | 24,0 | 0,850 | 6,71% | 7,20% | 34,6 | 18% | 36,9 |
| 3,80% | 7,60% | 8,75% | 0,75% | 7,28% | 8,32% | 24,3 | 0,875 | 6,81% | 7,35% | 33,4 | 19% | 36,2 |
| 3,90% | 7,70% | 8,95% | 1,00% | 7,28% | 8,30% | 24,6 | 0,900 | 6,90% | 7,51% | 32,4 | 20% | 35,6 |
| 4,00% | 7,80% | 9,14% | 1,25% | 7,28% | 8,29% | 25,0 | 0,925 | 7,00% | 7,67% | 31,3 | 21% | 35,0 |
| 4,10% | 7,90% | 9,35% | 1,50% | 7,28% | 8,27% | 25,3 | 0,950 | 7,09% | 7,83% | 30,4 | 22% | 34,4 |
| 4,20% | 8,00% | 9,55% | 1,75% | 7,28% | 8,26% | 25,8 | 0,975 | 7,19% | 7,99% | 29,4 | 23% | 33,8 |
| 4,30% | 8,10% | 9,76% | 2,00% | 7,28% | 8,24% | 26,2 | 1,000 | 7,28% | 8,16% | 28,5 | 24% | 33,2 |
| 4,40% | 8,20% | 9,98% | 2,25% | 7,28% | 8,22% | 26,7 | 1,025 | 7,38% | 8,33% | 27,7 | 25% | 32,6 |
| 4,50% | 8,30% | 10,20% | 2,50% | 7,28% | 8,20% | 27,3 | 1,050 | 7,47% | 8,51% | 26,9 | 26% | 32,0 |
| 4,60% | 8,40% | 10,43% | 2,75% | 7,28% | 8,18% | 27,9 | 1,075 | 7,57% | 8,69% | 26,1 | 27% | 31,4 |
| 4,70% | 8,50% | 10,66% | 3,00% | 7,28% | 8,16% | 28,5 | 1,100 | 7,66% | 8,87% | 25,3 | 28% | 30,8 |
| 4,80% | 8,60% | 10,89% | 3,25% | 7,28% | 8,14% | 29,3 | 1,125 | 7,76% | 9,05% | 24,6 | 29% | 30,2 |
| 4,90% | 8,70% | 11,14% | 3,50% | 7,28% | 8,11% | 30,1 | 1,150 | 7,85% | 9,24% | 23,9 | 30% | 29,7 |
| 5,00% | 8,80% | 11,39% | 3,75% | 7,28% | 8,09% | 31,1 | 1,175 | 7,95% | 9,44% | 23,2 | 31% | 29,1 |
| | | | 4,00% | 7,28% | 8,06% | 32,2 | 1,200 | 8,04% | 9,64% | 22,6 | 32% | 28,5 |
| | | | 4,25% | 7,28% | 8,03% | 33,5 | 1,225 | 8,14% | 9,84% | 22,0 | 33% | 28,0 |
| | | | 4,50% | 7,28% | 8,00% | 35,0 | 1,250 | 8,23% | 10,04% | 21,4 | 34% | 27,4 |
| | | | 4,75% | 7,28% | 7,96% | 36,8 | 1,275 | 8,33% | 10,26% | 20,8 | 35% | 26,9 |
| | | | 5,00% | 7,28% | 7,92% | 39,0 | 1,300 | 8,42% | 10,47% | 20,2 | 36% | 26,4 |

Anexo 1 (continuación)

Comparación de los múltiplos resultantes de la valoración a 28,5 euros/acción

| PER | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | DIC05 |
|--|------|------|------|------|-------|-------|
| LECHWERKE | 96,2 | 92,2 | 86,2 | 89,2 | 119,3 | 111,3 |
| CEZ (FRA) | 26,9 | 21,8 | 8 | 12,5 | 14,9 | 36,1 |
| UNION FENOSA | 24,4 | 22,7 | 11,7 | 13,5 | 17,6 | 27,7 |
| INTERNATIONAL POWER (FRA) | 9,3 | 9,7 | 5,8 | 12,1 | 16,3 | 20,8 |
| ELECTRICIDAD DE PORTUGAL (BER)/SPNADR. | 20,9 | 16,5 | 21,6 | 31,5 | 14,1 | 20,7 |
| ENDESA | 13,4 | 13 | 8,3 | 11,3 | 12,8 | 20,6 |
| ENERGIAS DE PORTUGAL | 20,7 | 14,4 | 14,5 | 29,9 | 17,7 | 20,2 |
| IBERDROLA | 16,5 | 18 | 12,4 | 13,4 | 16 | 19,1 |
| ELECTRABEL | 14,5 | 14,5 | 16 | 15,6 | 16,7 | 18,1 |

| ENTERPRISE VALUE TO EBITDA | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|---------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|
| ENDESA | 5,3 | 5,7 | 6,2 | 7,4 | 9,2 | 7,5 | 6,1 | 7,8 | 6,5 | 5,5 | 8,9 |
| INTERNATIONAL POWER | 6,2 | 5,2 | 5,0 | 7,4 | 8,0 | 7,1 | 56,7 | 11,2 | 6,0 | -24,2 | 23,3 |
| LECHWERKE | 6,3 | 4,6 | | 7,4 | 5,5 | 9,7 | 13,5 | 11,3 | 10,0 | 12,0 | 15,3 |
| ELECTRICIDAD DE PORTUGAL SPNADR | | | | 7,9 | 9,0 | 8,8 | 33,7 | 25,6 | 23,0 | 7,3 | 9,1 |
| BKW FMB ENERGIE | | | | | | | | | | 5,9 | 8,8 |
| IBERDROLA | 6,6 | 6,7 | 6,2 | 7,4 | 10,6 | 9,1 | 8,6 | 9,0 | 8,5 | 9,2 | 8,8 |
| ELECTRABEL | 4,8 | 5,3 | 6,4 | 6,7 | 11,3 | 9,6 | 6,9 | 6,6 | 4,7 | 6,4 | 8,6 |
| ENERGIAS DE PORTUGAL | | | | 8,1 | 8,5 | 9,2 | 8,7 | 7,9 | 8,2 | 6,6 | 8,3 |
| GAS NATURAL SDG | 8,0 | 8,9 | 11,3 | 8,5 | 15,2 | 10,8 | 8,8 | 8,2 | 5,6 | 7,5 | 8,0 |
| UNION FENOSA | 5,4 | 5,6 | 7,0 | 7,4 | 10,3 | 4,8 | 10,8 | 10,8 | 9,6 | 7,6 | 7,7 |