



Universidad de Navarra

CIIF

Documento de Investigación

DI nº 641

Julio, 2006

## CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DE ENDESA

Pablo Fernández

José María Carabias

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

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

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

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

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

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

# CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DE ENDESA

Pablo Fernández\*

José María Carabias\*\*

## Resumen

En este documento se cuantifica la creación de valor para los accionistas de Endesa entre diciembre de 1991 y diciembre de 2005. En ese período el aumento de la capitalización de Endesa fue de 18.994 millones de euros; el aumento del valor para los accionistas fue de 24.619 millones de euros, y la creación de valor para los accionistas fue de 13.090 millones de euros (expresado en euros de 2005).

La rentabilidad media anual para los accionistas de Endesa fue del 15,2%, sensiblemente superior a la del IBEX 35 (14,0%): cada euro invertido en acciones de Endesa en diciembre de 1991 se convirtió en 7,63 euros en diciembre de 2005, mientras que 1 euro invertido en el IBEX 35 se convirtió en 6,26 euros. La inflación media fue del 3,4%, y la rentabilidad media de todas las empresas del IBEX, exceptuando Endesa, fue del 13,9%. La rentabilidad para los accionistas de Endesa fue positiva todos los años, excepto en 1994 y en 1999-2002.

La capitalización de Endesa durante estos años osciló entre el 5,3% y el 13,5% de la capitalización del IBEX 35. En diciembre de 1991, Endesa fue la segunda empresa por capitalización (tras Telefónica). En junio de 2006, Endesa fue la cuarta empresa por capitalización del IBEX 35 (tras BSCH, Telefónica y BBVA).

JEL: G12, G31, M21

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

\*\* Investigador IESE

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

## CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DE ENDESA

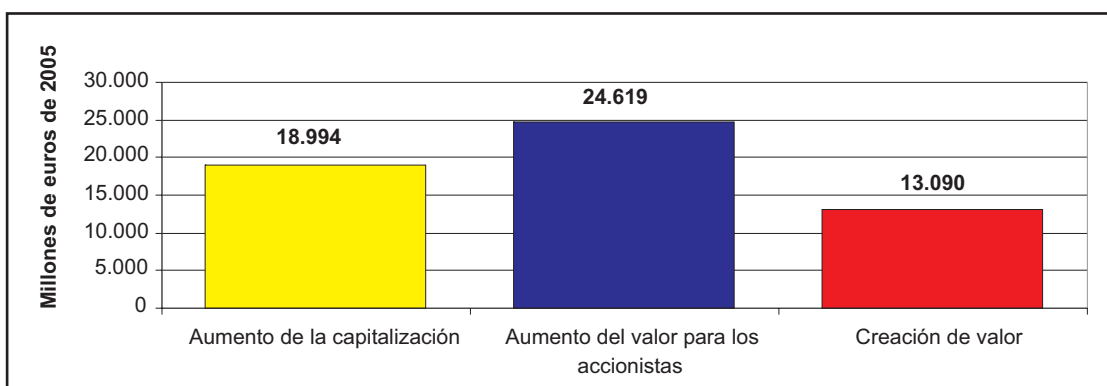
En este documento se analiza la creación de valor para los accionistas de Endesa (ELE) entre diciembre de 1991 y diciembre de 2005.

El 31 de diciembre de 1991, Endesa tenía en circulación 260 millones de acciones, y el precio de cada acción en la bolsa fue de 17,43 euros. El 31 de diciembre de 2005, Endesa tenía en circulación 1.058,8 millones de acciones, y el precio de cada acción en la bolsa fue de 22,22 euros<sup>1</sup>. Por consiguiente, la capitalización<sup>2</sup> aumentó desde 4.532 millones de euros en diciembre de 1991 hasta 23.525 millones de euros en diciembre de 2005<sup>3</sup>. El aumento de la capitalización en ese período fue de 18.994 millones de euros.

La Figura 1 muestra que entre diciembre de 1991 y diciembre de 2005, el aumento de la capitalización de Endesa fue de 18.994 millones de euros, el aumento del valor para los accionistas fue de 24.619 millones de euros, y la creación de valor para los accionistas fue de 13.090 millones de euros (expresado en euros de 2005).

### Figura 1

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

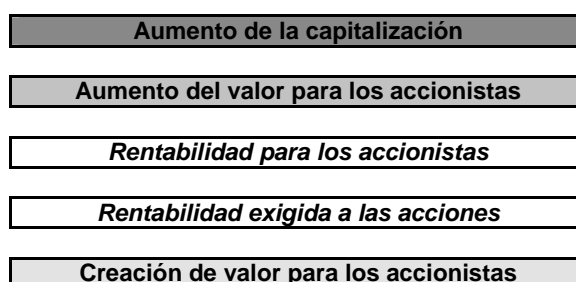


<sup>1</sup> Los datos proceden de Sociedad de Bolsas ([www.sbolsas.es](http://www.sbolsas.es)), de Datastream, de ThomsonFinancial y de la web de la empresa.

<sup>2</sup> La capitalización es el valor de todas las acciones de la empresa. Endesa realizó un *split* 4 x 1 en 1997.

<sup>3</sup> Diciembre de 2005: 1.058,8 millones de acciones x 22,22 euros/acción = 23.525 millones de euros.

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



## 1. Aumento de la capitalización de las acciones

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

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

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

**Tabla 1**

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

(Millones de euros)	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Suma
Millones de acciones	260,0	260,0	260,0	260,0	260,0	260,0	1.040	954,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	
Precio / acción (euros)	17,43	22,27	40,87	32,21	41,29	55,53	16,26	22,60	19,71	18,15	17,57	11,15	15,25	17,29	22,22	
Capitalización	4.532	5.790	10.626	8.376	10.735	14.439	16.908	21.577	20.868	19.216	18.602	11.805	16.146	18.306	23.525	
<b>Δ capitalización</b>		1.258	4.836	-2.250	2.360	3.704	2.469	4.669	-709	-1.652	-614	-6.797	4.341	2.160	5.220	<b>18.994</b>

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

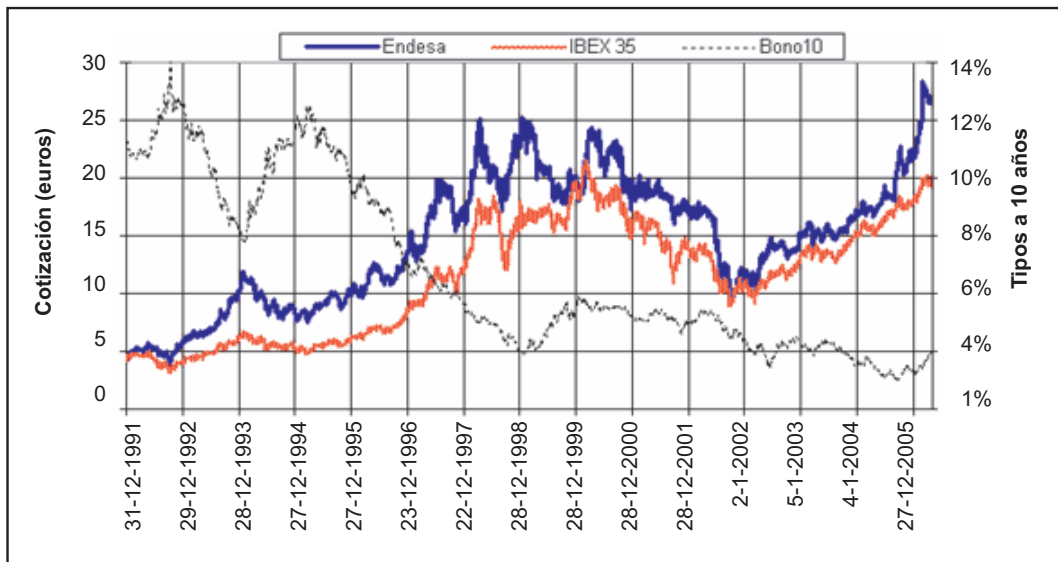
**Figura 2**

Endesa. Evolución de la capitalización (millones de euros)



**Figura 3**

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



\* La evolución del IBEX 35 supone que el 31 de diciembre de 1991 tiene el mismo valor que Endesa. La cotización de Endesa está ajustada por el *split* 4 x 1 realizado en 1997.

Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

## Figura 4

Evolución de la cotización ajustada (incluye dividendos) de Endesa (ELE) y del IBEX 35

31 de diciembre de 1991 = 100



La cotización de Endesa está ajustada por el *split* 4 x 1 realizado en 1997.

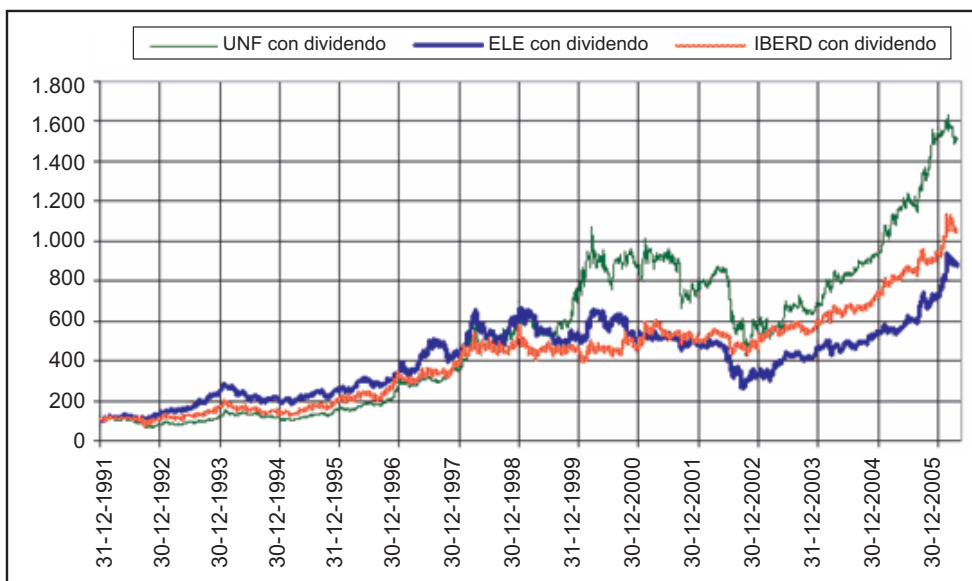
Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

## Figura 5

Evolución de la cotización ajustada (incluyendo dividendos) de las tres grandes eléctricas españolas: Endesa (ELE), Iberdrola (IBERD) y Unión Fenosa (UNF)

31 de diciembre de 1991 = 100

Las cotizaciones están ajustadas por los *splits*



Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

## 2. Aumento del valor para los accionistas

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

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

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

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

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

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

$$\begin{aligned}
 &\text{Aumento del valor para los accionistas} = \\
 &\text{Aumento de la capitalización de las acciones} \\
 &\quad + \text{Dividendos pagados en el año} \\
 &+ \text{Otros pagos a los accionistas (reducciones de nominal, amortización de acciones...)} \\
 &\quad - \text{Desembolsos por ampliaciones de capital} \\
 &\quad - \text{Conversión de obligaciones convertibles}
 \end{aligned}$$

La Tabla 2 muestra el cálculo del aumento del valor para los accionistas en el período 1991-2005. El aumento del valor para los accionistas ha sido superior al aumento de la capitalización todos los años excepto en 1999 (año en el que el Endesa emitió 103,9 millones de acciones para canjearlas por acciones de Fecsa, Enher, Sevillana, ERZ, Gesa, Unelco, Viesgo y Nansa). Endesa repartió como dividendos 0,7 euros/acción en 2004 y 0,74 euros/acción en 2005. En diciembre de 2005 Endesa no tenía acciones en autocartera<sup>5</sup>.

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

<sup>5</sup> El movimiento de la autocartera fue el siguiente:

Endesa, autocartera (millones)	2004			2005		
	Acciones	Euros	Euros/acción	Acciones	Euros	Euros/acción
Autocartera a principio de año	2,1	28,2	13,5	0,0	0,0	-
Compra de acciones	10,5	153,7	14,7	0,25	4,5	17,91
Venta de acciones	12,6	197,9	15,7	0,25	4,6	18,51
Autocartera a final de año	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Plusvalía		16,0			0,2	



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

## Tabla 2

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

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Suma
Aumento de la capitalización	1.258	4.836	-2.250	2.360	3.704	2.469	4.669	-709	-1.652	-614	-6.797	4.341	2.160	5.220	18.994
+ Dividendos	195	213	120	247	290	437	481	505	624	688	647	723	739	782	6.690
+ Otros pagos a accionistas							1.704								1.704
+ Recompra de acciones															0
- desembolsos de los accionistas								-2.183							-2.183
- convertibles convertidas															0
Ajustes temporales y otros	-33	-3	-43	-20	-25	-117	180	-27	-159	-151	-213	14	-22	34	-587
<b>Aumento de valor para los accionistas</b>	<b>1.421</b>	<b>5.046</b>	<b>-2.173</b>	<b>2.586</b>	<b>3.969</b>	<b>2.789</b>	<b>7.034</b>	<b>-2.413</b>	<b>-1.187</b>	<b>-77</b>	<b>-6.364</b>	<b>5.077</b>	<b>2.877</b>	<b>6.035</b>	<b>24.619</b>
Aumento de valor euros de 2005	5.253	15.890	-6.124	6.255	8.439	5.369	12.368	-3.955	-1.770	-105	-7.932	5.848	3.076	6.035	48.648

## Tabla 3

Endesa. Ampliaciones y reducciones de capital

	Acciones nuevas	Acciones después	Proporción	Observaciones
17-7-1999	103.944.494	1.058.752.117	1000 X 9185	Absorción de Fecsa, Enher, Sevillana, ERZ, Gesa, Unelco, Viesgo y Nansa
1-7-1998	85.214.773	954.807.623		Amortización por devolución de aportaciones
24-7-1997	780.016.797	1.040.022.396	4x1	Split 4 x 1
20-12-1985	86.668.533	260.005.599	1 x 2, 20%	
26-1-1985	11.555.804	173.337.066	1 x 14, 50%	
15-1-1984	32.356.252	161.781.262	1 x 4, 75%	
20-12-1982	43.141.670	129.425.009	1 x 2, 40%	
21-12-1981	39.823.080	86.283.340	6 x 7, 40%	
22-12-1980	5.899.716	46.460.260	8 x 55, 81%	
20-12-1979	6.337.585	40.560.544	5 x 27, 100%	
15-12-1978	11.407.653	34.222.959	1 x 2, 30%	
		22.815.306		

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

## 3. Rentabilidad para los accionistas

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

$$\text{Rentabilidad para los accionistas} = \text{Aumento del valor para los accionistas} / \text{Capitalización}$$

Como muestra la Tabla 4, la rentabilidad para los accionistas de Endesa en el año 2005 fue del 33%: el aumento del valor para los accionistas del año 2005 (6.035 millones de euros) dividido entre la capitalización al final de 2004 (18.306 millones de euros). La rentabilidad anual media del periodo fue del 15,2%<sup>6</sup>.

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

**Tabla 4**

Rentabilidad para los accionistas de Endesa

(Millones de euros)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Media
Capitalización	5.790	10.626	8.376	10.735	14.439	16.908	21.577	20.868	19.216	18.602	11.805	16.146	18.306	23.525	
Δ capitalización	1.258	4.836	-2.250	2.360	3.704	2.469	4.669	-709	-1.652	-614	-6.797	4.341	2.160	5.220	
Aumento valor accionistas	1.421	5.046	-2.173	2.586	3.969	2.789	7.034	-2.413	-1.187	-77	-6.364	5.077	2.877	6.035	
<b>Rentabilidad accionistas</b>	<b>31,3%</b>	<b>87,1%</b>	<b>-20,4%</b>	<b>30,9%</b>	<b>37,0%</b>	<b>19,3%</b>	<b>41,6%</b>	<b>-11,2%</b>	<b>-5,7%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>-34,2%</b>	<b>43,0%</b>	<b>17,8%</b>	<b>33,0%</b>	<b>15,2%</b>
<i>Rentabilidad del precio</i>	<i>27,8%</i>	<i>83,5%</i>	<i>-21,2%</i>	<i>28,2%</i>	<i>34,5%</i>	<i>17,1%</i>	<i>39,0%</i>	<i>12,8%</i>	<i>-7,9%</i>	<i>-3,2%</i>	<i>-36,5%</i>	<i>36,8%</i>	<i>13,4%</i>	<i>28,5%</i>	<i>12,3%</i>
<i>Rentabilidad por dividendos</i>	<i>4,3%</i>	<i>3,7%</i>	<i>1,1%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,7%</i>	<i>3,0%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,3%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,5%</i>	<i>6,1%</i>	<i>4,6%</i>	<i>4,3%</i>	<i>3,4%</i>
<i>Otros ajustes en la rentabilidad</i>	<i>-1,4%</i>	<i>-1,6%</i>	<i>-0,2%</i>	<i>-0,8%</i>	<i>-0,8%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>-0,9%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>0,2%</i>	<i>-1,5%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-0,8%</i>	<i>-0,8%</i>

## 4. Rentabilidad exigida a las acciones

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

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

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

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

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

<sup>6</sup> La rentabilidad media es la media geométrica de las rentabilidades de los 14 años:

$$15,2\% = [(1+0,313) \times (1+0,871) \times \dots \times (1+0,178) \times (1+0,33)]^{(1/14)} - 1.$$

Poniendo esta idea en forma de ecuación, diremos que la rentabilidad exigida a las acciones de la empresa, (Ke), es igual a la tasa sin riesgo más la prima de riesgo de la empresa. La prima de riesgo de la empresa es función del riesgo que se percibe de la empresa<sup>7</sup>:

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

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

**Tabla 5**

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

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

\* Tipos de interés al final del año anterior.

## 5. Creación de valor para los accionistas

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

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

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

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

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

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

La Tabla 6 muestra que Endesa creó valor para sus accionistas todos los años, excepto en 1994 y 1999-2002.

<sup>7</sup> Si en lugar de invertir en acciones de una sola empresa invertimos en acciones de todas las empresas (en una cartera diversificada), entonces exigiremos una rentabilidad que es la siguiente:

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

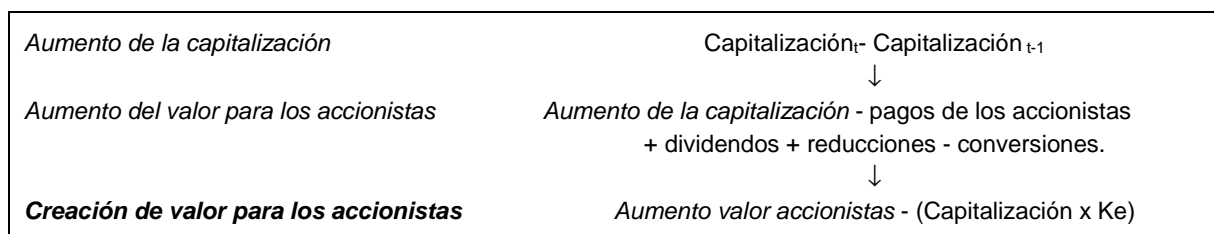
Como referencia, en el año 2005, los analistas de bolsa utilizaban en su mayoría una prima de riesgo del mercado comprendida entre el 3,5% y el 4,5%.

**Tabla 6**

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

(Millones de euros)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Suma
Capitalización	5.790	10.626	8.376	10.735	14.439	16.908	21.577	20.868	19.216	18.602	11.805	16.146	18.306	23.525	
Δ capitalización	1.258	4.836	-2.250	2.360	3.704	2.469	4.669	-709	-1.652	-614	-6.797	4.341	2.160	5.220	18.994
Aumento valor accionistas	1.421	5.046	-2.173	2.586	3.969	2.789	7.034	-2.413	-1.187	-77	-6.364	5.077	2.877	6.035	24.619
Rentabilidad accionistas	31,3%	87,1%	-20,4%	30,9%	37,0%	19,3%	41,6%	-11,2%	-5,7%	-0,4%	-34,2%	43,0%	17,8%	33,0%	628,3%
Rentabilidad exigida acciones	15,8%	17,4%	11,7%	16,5%	13,8%	10,5%	9,5%	7,3%	10,0%	9,6%	9,1%	8,2%	7,7%	6,9%	328,1%
<b>Creación de valor</b>	<b>706</b>	<b>4.037</b>	<b>-3.418</b>	<b>1.201</b>	<b>2.492</b>	<b>1.279</b>	<b>5.431</b>	<b>-3.987</b>	<b>-3.264</b>	<b>-1.918</b>	<b>-8.063</b>	<b>4.108</b>	<b>1.629</b>	<b>4.770</b>	<b>5.002</b>
Creación valor (euros de 2005)	2.612	12.713	-9.635	2.904	5.300	2.462	9.549	-6.534	-4.865	-2.609	-10.049	4.731	1.742	4.770	13.090

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



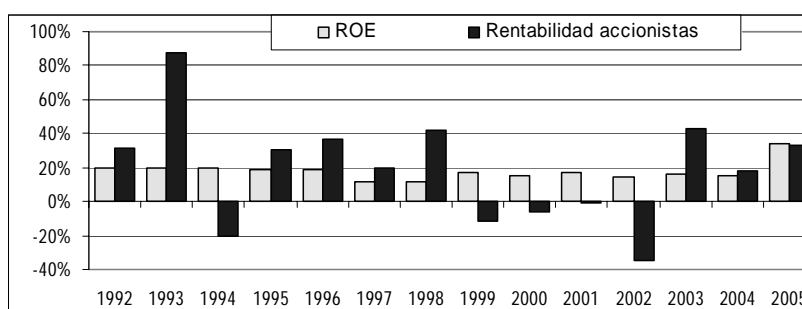
## 6. El ROE no es la rentabilidad para los accionistas

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

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

**Figura 6**

ROE y la rentabilidad para los accionistas de Endesa



	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	NIC 2005
Fondos propios	3.615	4.100	4.667	5.302	8.806	9.090	7.566	9.317	8.638	8.656	8.043	8.801	9.477	8.728
Benef. neto	639	702	798	901	992	1.002	1.097	1.278	1.407	1.479	1.270	1.312	1.379	3.182
Benef. a. de impuestos	929	1.025	1.153	1.291	1.603	1.432	1.602	2.060	2.612	1.625	1.571	2.427	2.233	4.547
ROE	20%	19%	19%	19%	19%	11%	12%	17%	15%	17%	15%	16%	16%	34%
Rentabilidad accionistas	31%	87%	-20%	31%	37%	19%	42%	-11%	-6%	0%	-34%	43%	18%	33%

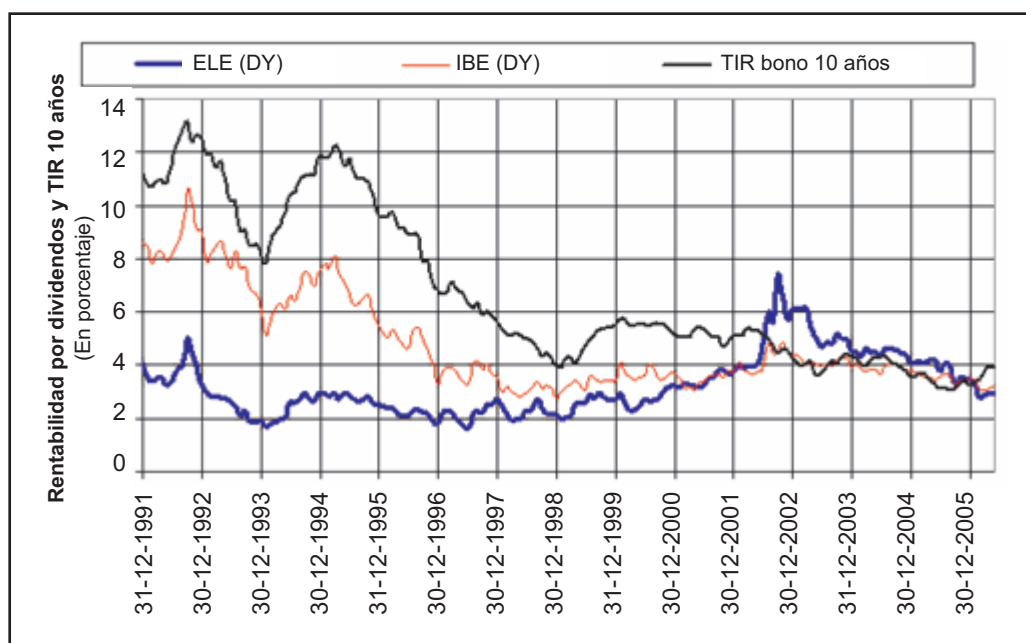
Nótese la variación de los estados contables en 2005 por la introducción de las NIC. Según las NIC, los fondos propios de 2004 fueron 11.590, el beneficio neto, 1.253, y el beneficio antes de impuestos, 2.013.

Fuente: Datastream.

La Figura 7 muestra la rentabilidad por dividendos de Endesa comparada con la TIR de los bonos del Estado a 10 años. Puede comprobarse que la rentabilidad por dividendos fue superior a la TIR de los bonos del Estado a 10 años desde mediados de 2002 hasta final de 2005. El que la rentabilidad por dividendos sea superior a la rentabilidad de los bonos del Estado es, en empresas con perspectivas de dividendos estables, síntoma habitual de infravaloración. Esta infravaloración propició la OPA de Gas Natural del 5 de septiembre de 2005 (7,34 euros en efectivo más 0,569 acciones de Gas Natural por cada acción de Endesa, aproximadamente 21 euros/acción), y la posterior de E.ON del 21 de febrero de 2006 a 27,5 euros/acción<sup>8</sup>. En el Anexo 7 se aprecia la evolución de la cotización tras las OPAS.

## Figura 7

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



<sup>8</sup> El 6 de enero de 2006, cuando la cotización de Endesa era de 21,95 euros, mi colega José Manuel Campa y yo publicamos en *Expansión* un artículo titulado "Endesa y sus accionistas", en el que sosteníamos que una valoración conservadora de la acción de Endesa era de 28 euros. En el artículo titulado "Una valoración de Endesa", publicado por *Gaceta de los Negocios* el 18 de enero de 2006, detallamos cómo llegamos a la cifra de 28 euros.

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

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

**Tabla 7**

Rentabilidad para los accionistas de eléctricas (rentabilidad calculada en dólares)

	Rentabilidad para el accionista								Rentabilidad media	
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	1998-2005	2003-2005
TXU Corp.	19%	-19%	34%	12%	-59%	30%	178%	60%	17%	79%
Petrochina Company Limited				16%	19%	210%	-2%	61%	27%	70%
Oil & Natural Gas Corp. Limited	-28%	5%	-38%	20%	170%	144%	9%	49%	25%	58%
Fortum Corp.		-11%	1%	15%	37%	38%	75%	62%	24%	57%
Petroleo Brasileiro SA	-46%	239%	1%	20%	-4%	78%	35%	58%	30%	56%
YPF SA	-15%	34%	-18%	-17%	90%	148%	21%	24%	24%	55%
Marathon Oil Corp.	-8%	-16%	16%	12%	-26%	61%	17%	66%	11%	46%
Statoil ASA					-1%	34%	31%	71%	15%	45%
Occidental Petroleum Corp.	-40%	35%	18%	13%	11%	53%	41%	39%	17%	44%
RWE AG	-3%	-14%	24%	-8%	-41%	35%	33%	59%	6%	41%
<b>Unión Fenosa S.A.</b>	<b>72%</b>	<b>20%</b>	<b>15%</b>	<b>-5%</b>	<b>-29%</b>	<b>23%</b>	<b>34%</b>	<b>66%</b>	<b>20%</b>	<b>40%</b>
E On AG	-17%	-3%	37%	-8%	-32%	41%	34%	35%	7%	37%
Korea Electric Power Corp.	98%	20%	-32%	-3%	-12%	23%	31%	41%	15%	31%
<b>Endesa S.A.</b>	<b>42%</b>	<b>-11%</b>	<b>-6%</b>	<b>0%</b>	<b>-34%</b>	<b>43%</b>	<b>18%</b>	<b>33%</b>	<b>7%</b>	<b>31%</b>
<b>Repsol YPF S.A.</b>	<b>19%</b>	<b>55%</b>	<b>-25%</b>	<b>-2%</b>	<b>-22%</b>	<b>25%</b>	<b>26%</b>	<b>31%</b>	<b>10%</b>	<b>28%</b>
Energias de Portugal	11%	-4%	5%	-27%	-31%	38%	16%	22%	1%	25%
<b>Iberdrola S.A.</b>	<b>36%</b>	<b>-12%</b>	<b>0%</b>	<b>13%</b>	<b>-6%</b>	<b>22%</b>	<b>24%</b>	<b>28%</b>	<b>12%</b>	<b>24%</b>
Suez	76%	-7%	25%	-10%	-50%	3%	31%	41%	8%	24%
Siemens AG	2%	133%	11%	-18%	-45%	62%	-1%	18%	11%	24%
Electrabel SA	83%	-10%	-23%	1%	3%	13%	37%	20%	12%	23%
ENI	10%	0%	28%	7%	13%	4%	28%	35%	15%	22%
Enel			2%	-19%	-17%	16%	48%	-1%	2%	19%
CLP Holdings Limited	-6%	-3%	16%	-3%	13%	25%	27%	6%	9%	19%
Sinopec Corporation					-10%	68%	-10%	11%	5%	19%
BP PLC	16%	42%	-11%	2%	-17%	11%	16%	26%	9%	17%
National Grid PLC	72%	1%	33%	-27%	11%	-8%	30%	20%	13%	13%
Southern Company	18%	-15%	49%	33%	18%	12%	16%	8%	16%	12%
Tokyo Electric Power Company Inc	20%	0%	6%	0%	-17%	7%	10%	16%	5%	11%
Ntpc Limited								32%	3%	10%

Fuente: ThomsonFinancial.

La Tabla 8 muestra la capitalización de las empresas. Endesa ha sido la mayor de las españolas.

## Tabla 8

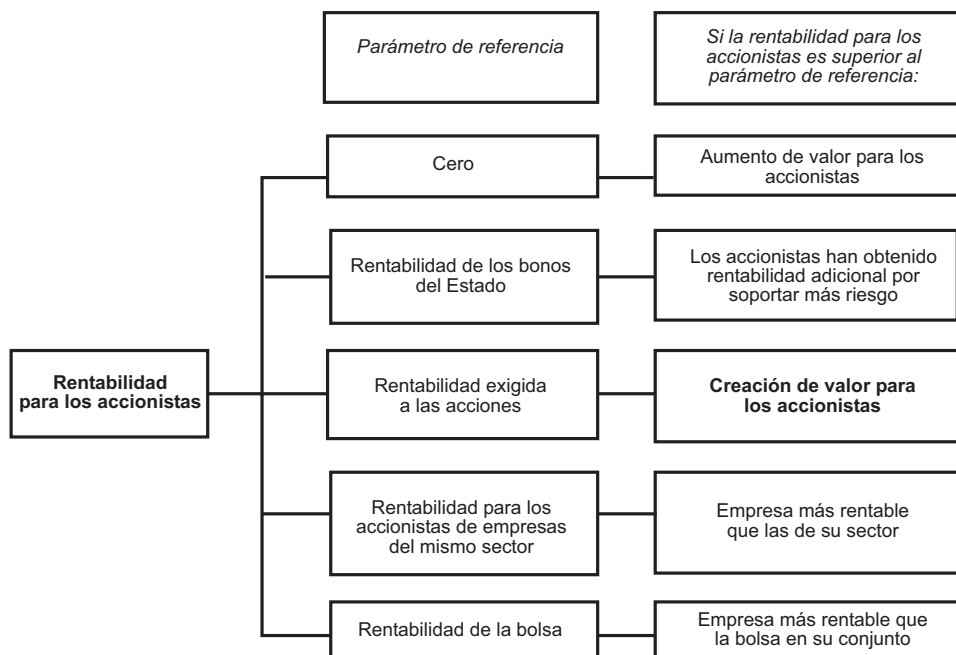
Capitalización entre diciembre de 1998 y diciembre de 2005 de eléctricas (millones de dólares)

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

Fuente: ThomsonFinancial.

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

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



Sin embargo, muchas veces se compara la rentabilidad para los accionistas con otros parámetros de referencia<sup>9</sup>. Los parámetros de referencia más frecuentes son:

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

<sup>9</sup> La comparación con distintas referencias permite responder a distintas preguntas.



## 9. Endesa y el IBEX 35

La Tabla 9 compara la rentabilidad para los accionistas de Endesa con la rentabilidad del IBEX 35. La rentabilidad media anual de Endesa fue del 15,2%, sensiblemente superior a la del IBEX 35 (14,0%). La rentabilidad de Endesa fue en ocho años superior a la del IBEX 35 y en seis años (1994, 1996-1997, 1999, 2002 y 2004) inferior.

La rentabilidad de Endesa en estos catorce años fue del 628,3% (cada euro invertido en acciones de Endesa en diciembre de 1991 se convirtió en 7,28 euros en diciembre de 2005), mientras que la rentabilidad del IBEX 35 en estos catorce años fue del 526,3%<sup>10</sup>. La inflación acumulada fue del 58,8% (lo que, en media, costaba 1 euro en diciembre de 1991, costó 1,588 euros en diciembre de 2005). La rentabilidad media de todas las empresas del IBEX, exceptuando Endesa, fue del 13,9%<sup>11</sup>.

**Tabla 9**

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

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Media
<b>Endesa</b>	31,3%	87,1%	-20,4%	30,9%	37,0%	19,3%	41,6%	-11,2%	-5,7%	-0,4%	-34,2%	43,0%	17,8%	33,0%	15,2%
Índice IBEX 35	2.345	3.615	3.088	3.631	5.145	7.255	9.837	11.641	9.110	8.398	6.037	7.737	9.081	10.734	
Rentabilidad IBEX 35 (sin div.)	-9,9%	54,2%	-14,6%	17,6%	41,7%	41,0%	35,6%	18,3%	-21,7%	-7,8%	-28,1%	28,2%	17,4%	18,2%	10,6%
Rentabilidad IBEX 35 (con div.)	-5,0%	61,0%	-11,7%	22,4%	47,1%	44,5%	38,6%	20,1%	-20,5%	-6,1%	-26,5%	32,2%	21,1%	22,0%	14,0%
IGBM	214,3	322,8	285,0	320,1	444,8	632,6	867,8	1.009	880,7	824,4	634,0	808,0	959,1	1.156	
Rentabilidad IGBM (sin div.)	-13%	50,7%	-11,7%	12,3%	39,0%	42,2%	37,2%	16,2%	-12,7%	-6,4%	-23,1%	27,4%	18,7%	20,6%	11,7%
Rentabilidad ITBM (con div.)	-7,5%	56,0%	-9,2%	15,7%	42,9%	45,4%	39,5%	17,2%	-11,1%	-4,8%	-17,2%	30,0%	21,2%	23,3%	14,9%
Inflación	4,9%	4,3%	4,3%	4,3%	3,2%	2,0%	1,4%	2,9%	4,0%	2,7%	3,9%	2,8%	3,0%	3,4%	3,4%
IBEX 35 sin Endesa	-8,6%	57,2%	-10%	21,3%	48,5%	47,9%	38,3%	23,3%	-22%	-6,4%	-26%	31,6%	21,3%	21,4%	13,9%
<b>Endesa - IBEX</b>	<b>36,4%</b>	<b>26,1%</b>	<b>-8,8%</b>	<b>8,5%</b>	<b>-10%</b>	<b>-25%</b>	<b>3,0%</b>	<b>-31%</b>	<b>14,8%</b>	<b>5,7%</b>	<b>-7,7%</b>	<b>10,8%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>11,0%</b>	<b>0,6%</b>
(1+Endesa) / (1+IBEX) - 1	38,3%	16,2%	-9,9%	6,9%	-6,9%	-17%	2,1%	-26%	18,7%	6,0%	-10%	8,2%	-2,7%	9,0%	1,1%

La Tabla 10 muestra que la capitalización de Endesa durante estos años osciló entre el 5,3% y el 13,5% sobre el total de la capitalización del IBEX 35.

**Tabla 10**

Comparación de la capitalización de Endesa con la del IBEX 35

Capitalización	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
IBEX 35	51.098	46.020	78.454	71.361	84.457	119.501	168.125	228.735	293.034	306.949	291.161	215.468	275.697	344.997	401.838
Endesa	4.532	5.790	10.626	8.376	10.735	14.439	16.908	21.577	20.868	19.216	18.602	11.805	16.146	18.306	23.525
Porcentaje	8,9%	12,6%	13,5%	11,7%	12,7%	12,1%	10,1%	9,4%	7,1%	6,3%	6,4%	5,5%	5,9%	5,3%	5,9%

<sup>10</sup>  $628,3\% = 1,152^{14} - 1$ .  $526,3\% = 1,14^{14} - 1$ .

<sup>11</sup> Esta rentabilidad ( $R_{IBEXnoELE}$ ) se calcula del siguiente modo:

$$R_{IBEXnoELE} = (CAP_{IBEX} \times R_{IBEX} - CAP_{ELE} \times R_{ELE}) / CAP_{IBEXnoELE}$$

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

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

**Tabla 11**

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

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

## 10. Riesgo para el accionista de Endesa

La Figura 8 muestra la evolución de la cotización de Endesa respecto a su máximo histórico. La máxima caída se registró el 1 de octubre de 2002. El descenso de Endesa fue similar al de Unión Fenosa y superior al de Iberdrola. En 2006, las acciones de Endesa recuperaron su máximo histórico de 1999 (25,21 euros), y lo sobrepasaron ampliamente llegando hasta 28,35 euros.

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

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

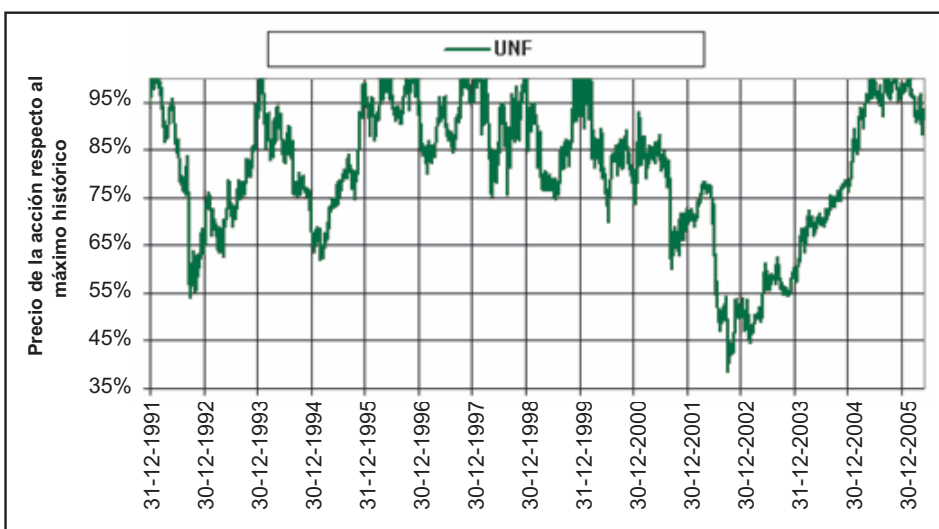
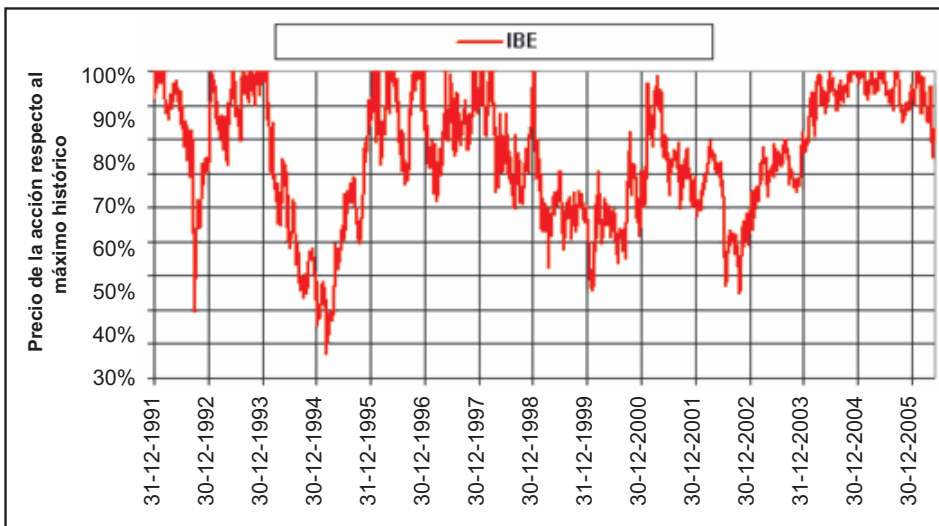
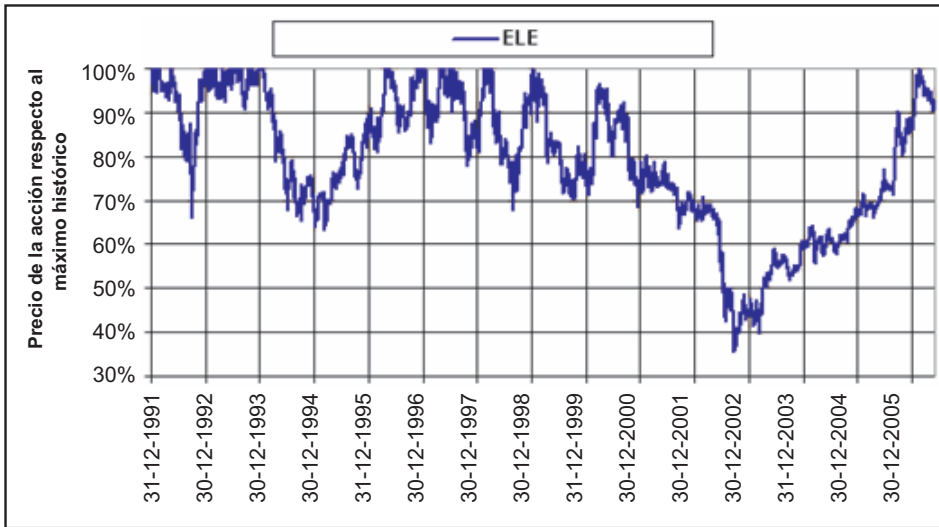
La Figura 11 muestra la correlación de la rentabilidad de Endesa con la del IBEX y la de las principales acciones españolas.

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

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

## Figura 8

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



### Figura 9

Evolución de la volatilidad de Endesa, Ibex, Iberdrola y Unión Fenosa  
(Volatilidad anualizada calculada con datos diarios de 6 meses)

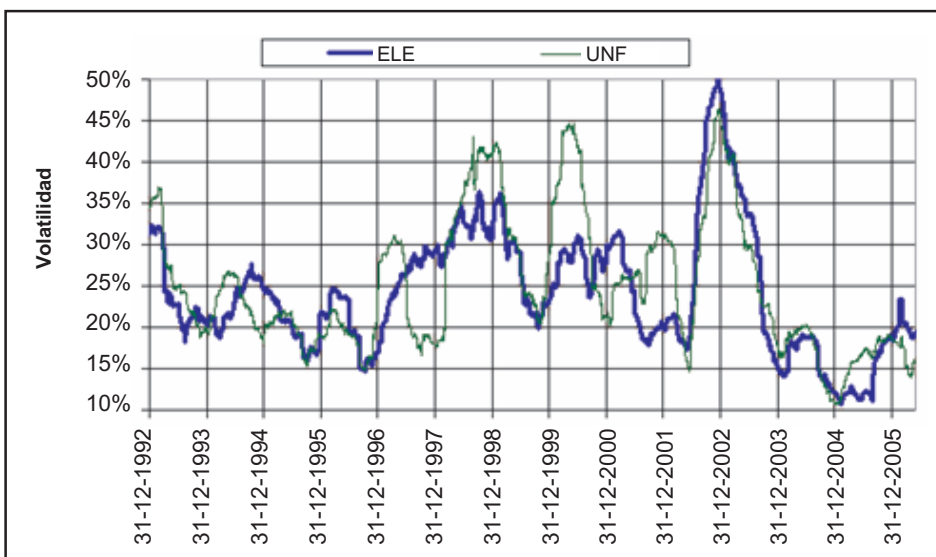
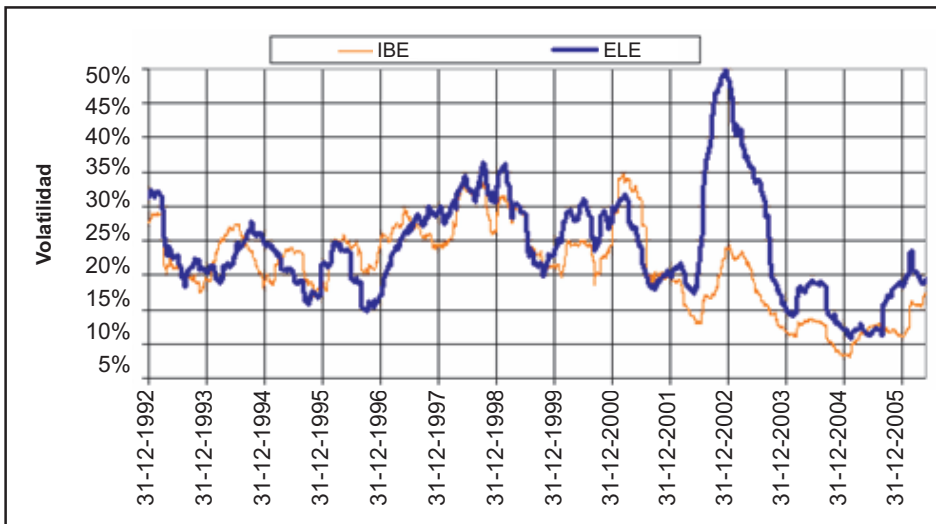
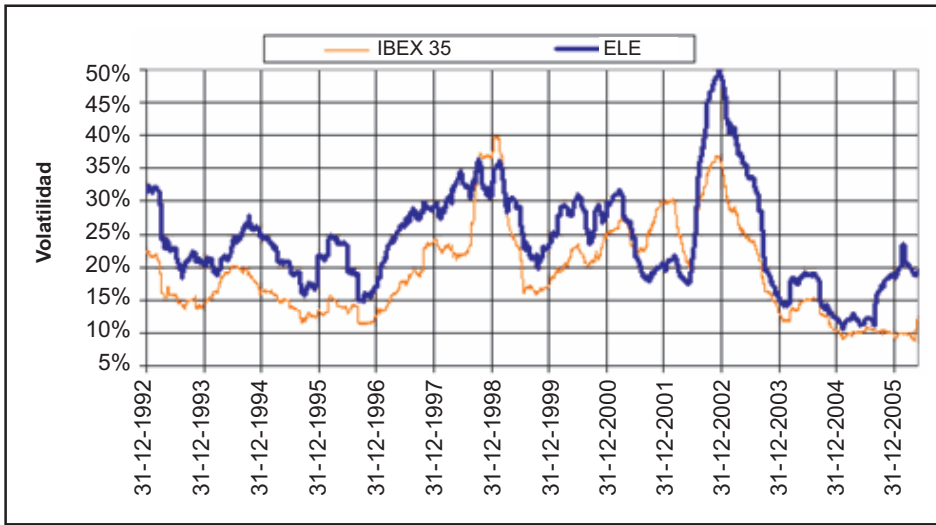
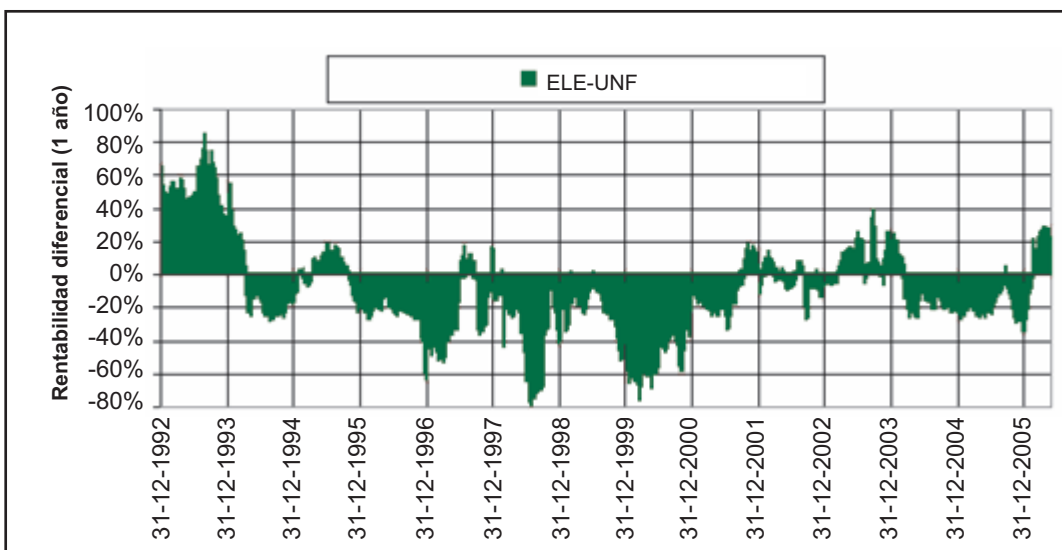
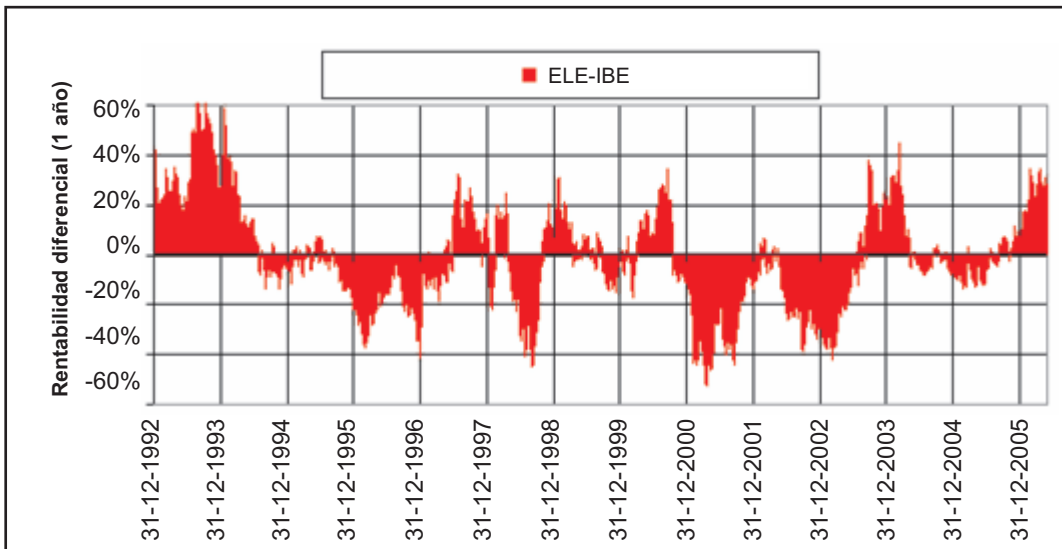
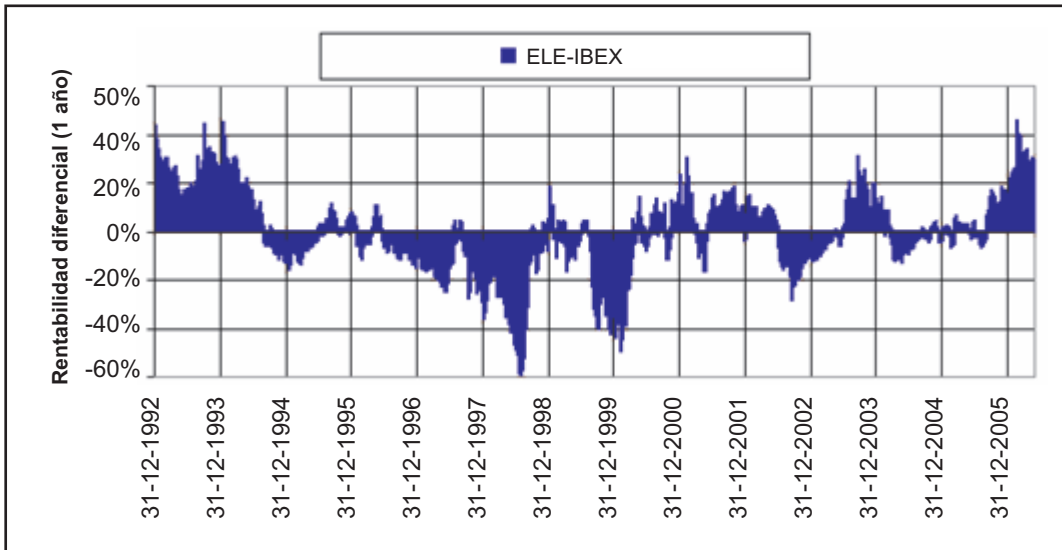


Figura 10

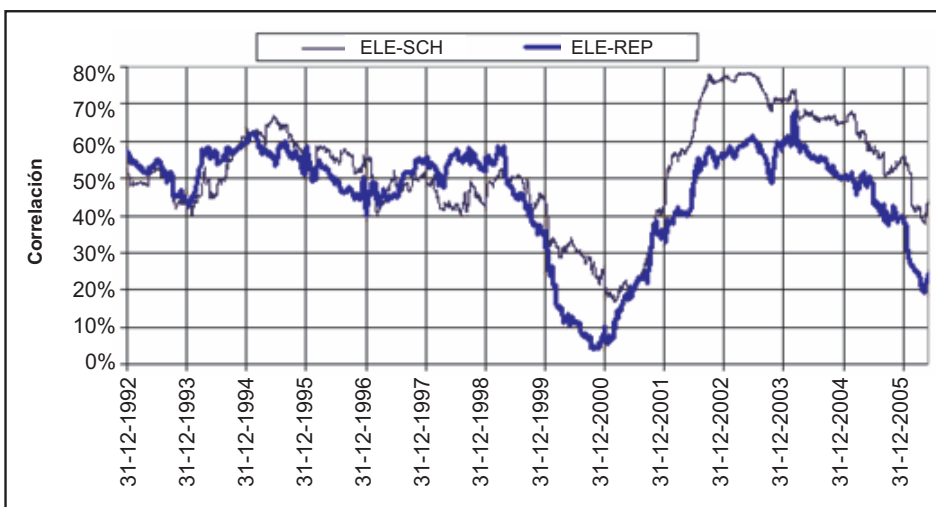
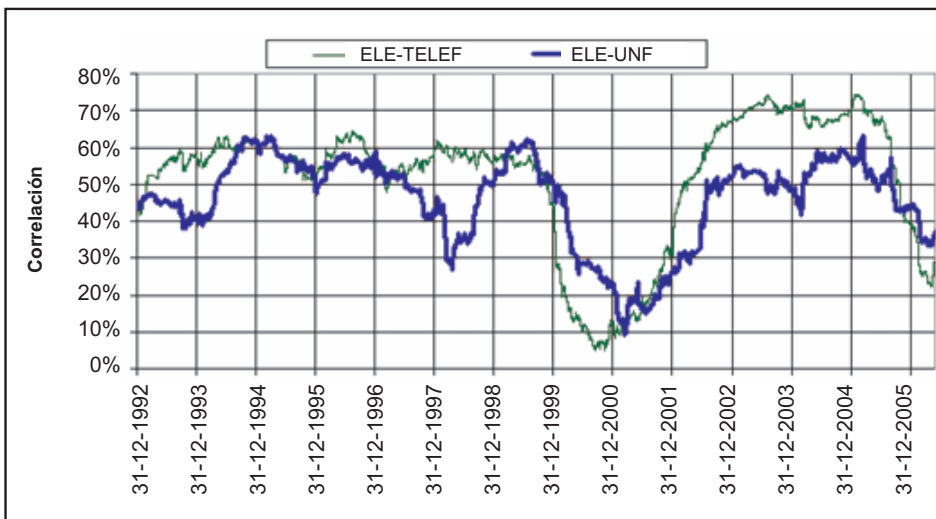
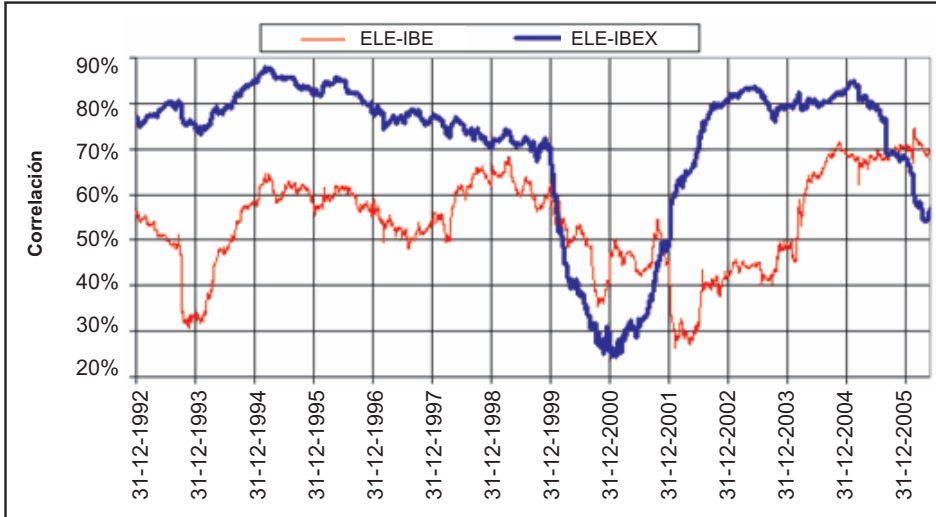
Rentabilidad diferencial del último año de Endesa respecto al IBEX, a IBE y a UNF



**Figura 11**

Evolución de la correlación de Endesa respecto al Ibex, Iberdrola (IBE), BBVA, BSCH, Repsol y Telefónica

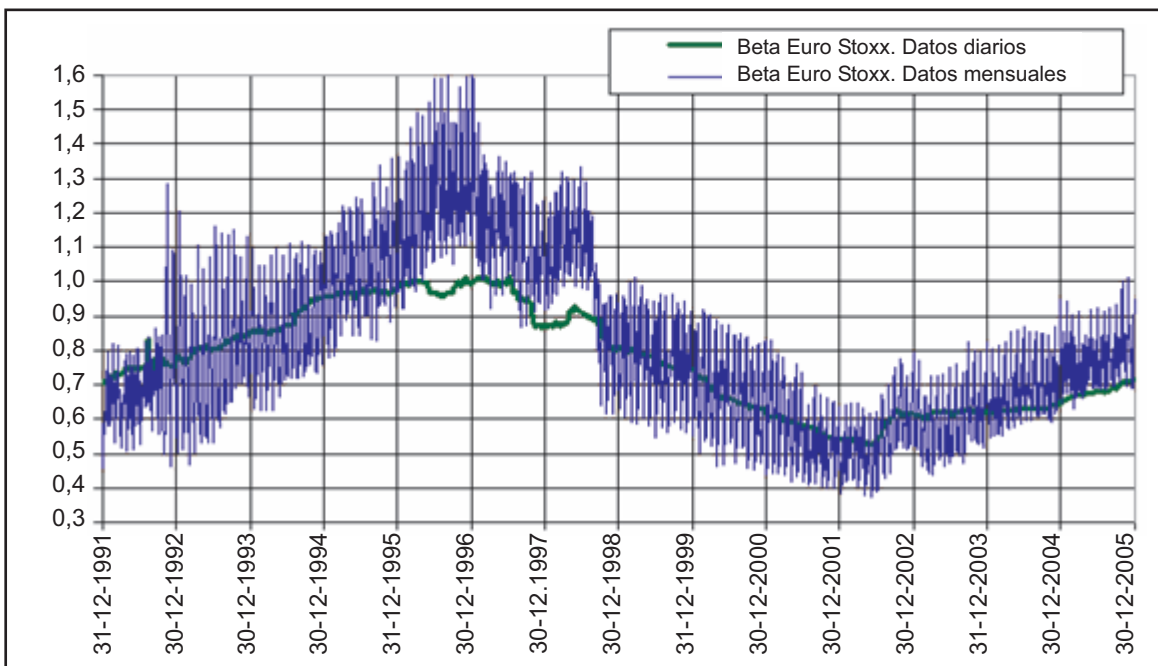
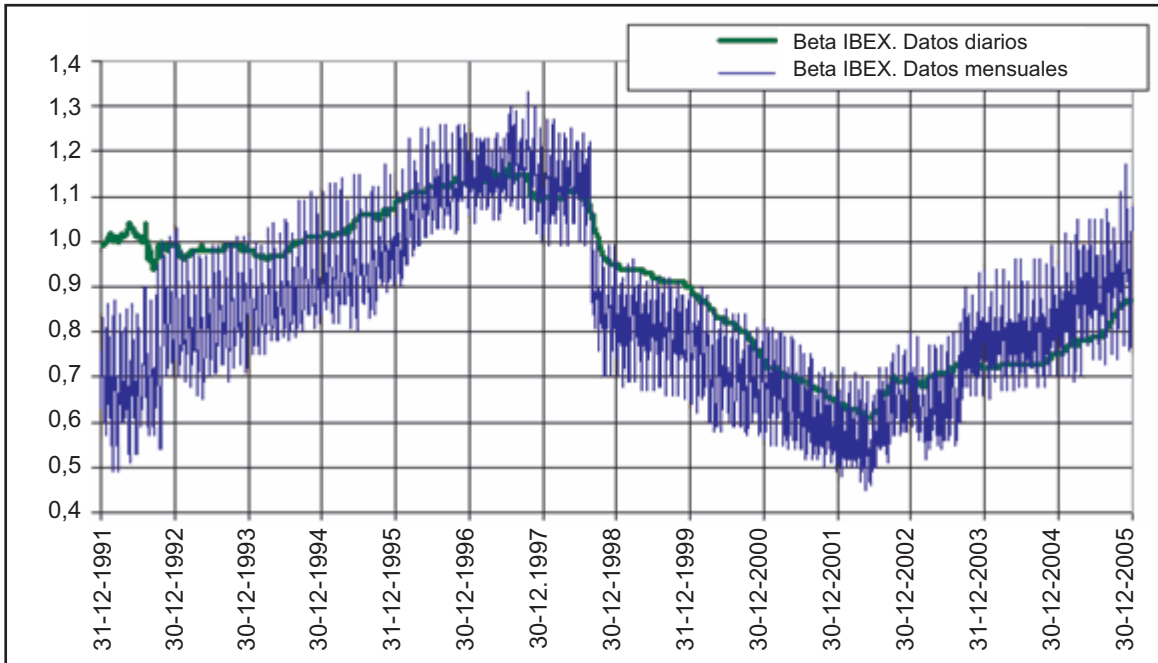
(Correlación calculada con datos diarios de un año)



## Figura 12

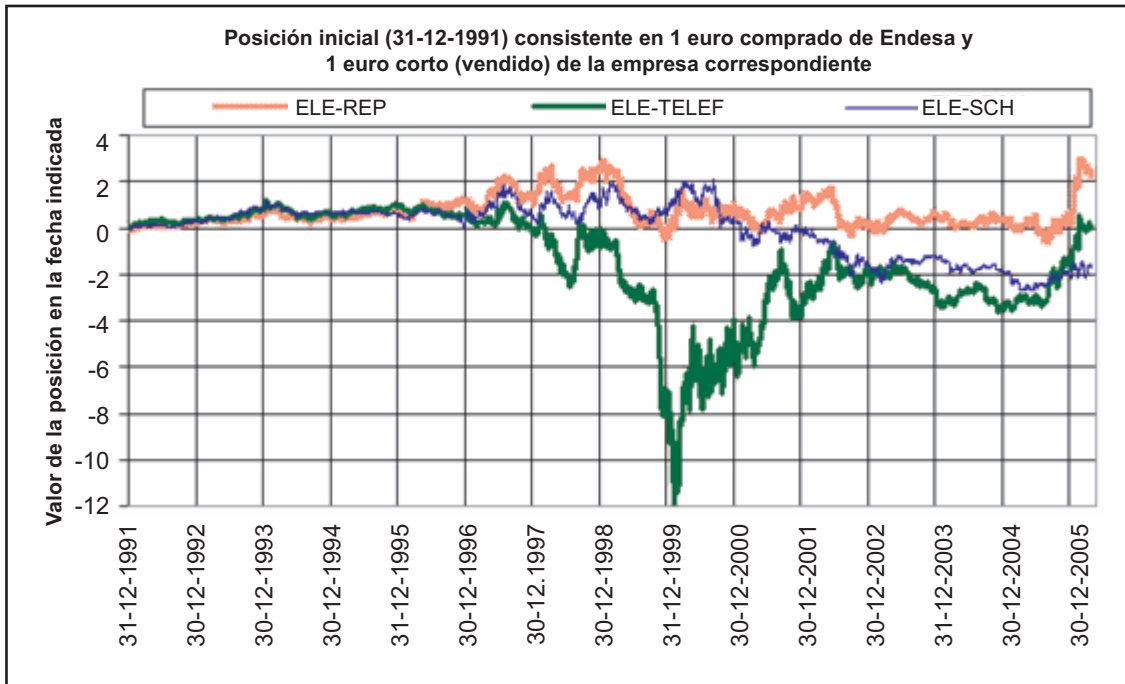
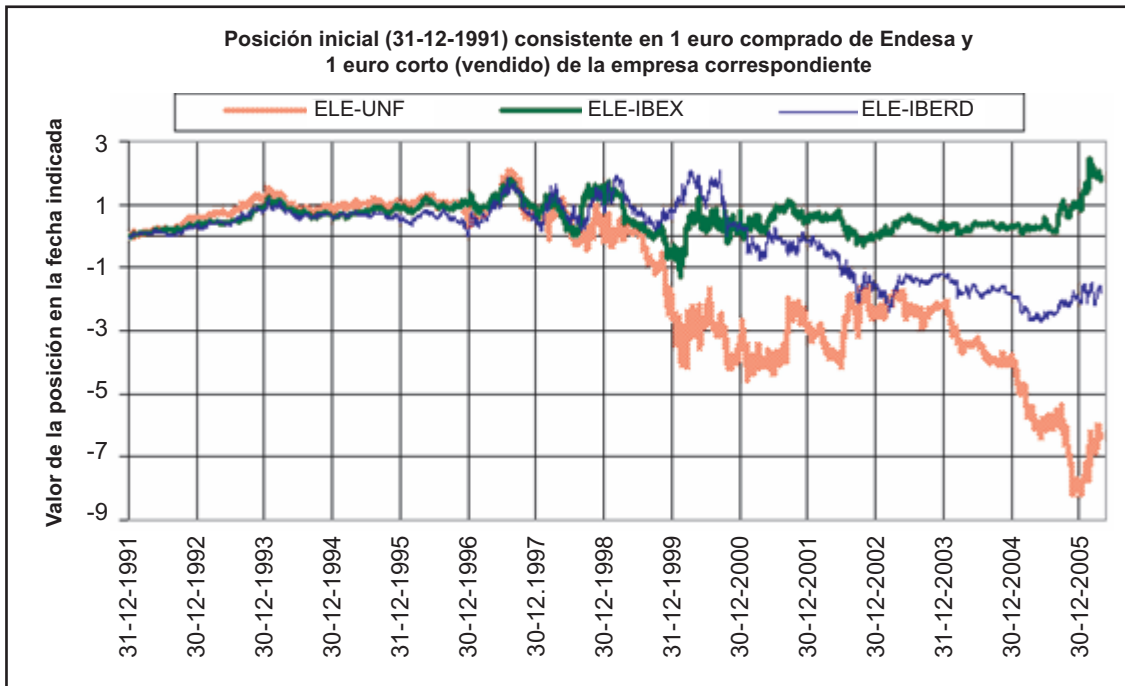
Evolución de las betas calculadas de Endesa

Betas calculadas cada día con datos de los últimos cinco años anteriores



**Figura 13**

Valor de una posición larga en Endesa y corta en IBEX, UNF, IBE, REP, TELEF y SCH





# Anexo 1

Balance de Endesa. Partidas principales (millones de euros)

ACTIVO	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2004-1993
Gastos de establecimiento	0	0	0	0	0	1	18	24	43	16	14	8	
Inmovilizaciones inmateriales	42	46	58	111	278	322	735	453	525	502	526	375	9,0
Inmovilizaciones materiales	7.054	8.539	8.816	17.890	17.618	17.047	30.062	30.413	30.152	27.741	26.962	29.162	4,1
Inmovilizaciones financieras	2.262	2.578	2.658	2.593	4.708	5.202	5.413	5.930	7.037	7.451	6.159	5.584	2,5
Acciones de la sociedad dominante a largo plazo	0	3	8	9	9	17	30	31	101	82	17	0	
FONDO DE COMERCIO DE CONSOLIDACION	43	21	44	76	595	890	4.447	4.935	5.543	4.970	4.584	4.413	102,8
GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS (2)	76	71	30	97	926	1.396	2.609	681	663	538	677	667	8,8
Existencias	311	357	359	423	334	551	757	780	732	763	644	806	2,6
Deudores	674	736	769	1.285	1.439	1.933	3.327	3.834	4.280	3.865	4.096	4.465	6,6
Inversiones financieras temporales	8	37	56	207	310	517	2.009	694	701	1.987	2.139	2.205	287,7
Tesorería	2	2	2	45	25	33	272	191	352	201	183	304	146,6
Ajustes por periodificación	30	28	33	39	28	21	39	36	57	60	46	42	1,4
TOTAL ACTIVO	10.501	12.436	12.833	22.776	26.273	27.930	49.718	48.003	50.187	48.176	46.047	48.031	4,6
<b>PASIVO</b>													
FONDOS PROPIOS	4.100	4.667	5.302	8.806	9.090	7.566	9.317	8.638	8.656	8.043	8.801	9.477	2,3
SOCIOS EXTERNOS	362	591	494	1.492	1.519	1.659	4.263	4.190	3.762	3.175	4.945	5.711	15,8
DIFERENCIA NEGATIVA DE CONSOLIDACION	266	243	132	39	42	28	23	31	29	13	13	12	0,0
INGRESOS A DISTRIBUIR VARIOS EJERCICIOS	177	243	278	506	658	799	1.062	1.113	1.214	1.356	1.512	2.149	12,1
PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS	953	1.077	1.231	1.976	3.759	4.509	6.598	5.370	4.216	4.221	4.502	4.369	4,6
Emisión de obligaciones y otros valores negociables	664	318	226	1.456	964	2.366	8.413	8.935	11.339	10.213	9.568	9.582	14,4
Deudas con entidades de crédito	1.073	1.835	1.443	3.475	3.977	5.144	7.900	7.450	8.433	6.645	4.254	5.071	4,7
Otras deudas a largo plazo	196	235	436	724	1.182	590	2.238	2.802	2.928	2.928	3.760	2.905	14,8
ACREEDORES A LARGO PLAZO	1.932	2.388	2.105	5.654	6.123	8.100	18.551	19.188	22.700	19.786	17.582	17.558	9,1
Emisión de obligaciones y otros valores negociables	831	711	895	1.007	967	2.307	4.574	3.600	2.583	4.099	2.664	2.628	3,2
Deudas con entidades de crédito	471	387	414	563	1.916	580	1.535	1.782	2.449	2.989	1.763	1.025	2,2
Acreedores comerciales	448	543	718	904	880	1.062	1.929	2.050	2.253	2.573	2.385	2.970	6,6
Otras deudas a corto	958	1.585	1.264	1.827	1.249	1.318	1.835	2.011	2.299	1.901	1.871	2.114	2,2
Ajustes por periodificación	0	0	0	3	70	2	31	29	26	20	9	18	230,4
ACREEDORES A CORTO PLAZO	2.709	3.227	3.291	4.303	5.083	5.269	9.905	9.472	9.610	11.582	8.692	8.755	3,2
TOTAL PASIVO	10.501	12.436	12.833	22.776	26.273	27.930	49.718	48.003	50.187	48.176	46.047	48.031	4,6

Fuente: Memoria anual de la empresa.

## Anexo 2

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

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2004-1993
+ Importe neto de la cifra de negocio	4.427	4.776	5.179	7.572	7.485	6.611	13.132	15.264	15.576	16.739	16.239	17.642	4,0
+ Otros ingresos	96	101	134	180	206	221	346	362	461	376	415	400	4,2
VALOR TOTAL DE LA PRODUCCION	4.523	4.877	5.312	7.752	7.691	6.832	13.478	15.626	16.037	17.115	16.654	18.042	4,0
- Compras netas	-1.457	-1.680	-1.921	-2.482	-2.527	-2.000	-6.293	-7.648	-7.607	-8.751	-8.547	-9.381	6,4
+/- Variación mercancías, materias primas y otras	9	8	38	21	-76	4	66	45	-84	69	53	217	25,1
- Gastos externos y de explotación	-335	-367	-371	-682	-662	-715	-1.184	-1.407	-1.949	-2.025	-2.157	-2.676	8,0
VALOR AÑADIDO AJUSTADO	2.740	2.838	3.059	4.610	4.425	4.121	6.066	6.616	6.397	6.408	6.003	6.202	2,3
- Gastos de personal	-626	-692	-719	-1.184	-1.103	-1.013	-1.338	-1.362	-1.332	-1.251	-1.186	-1.288	2,1
RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACION	2.113	2.146	2.340	3.425	3.323	3.109	4.728	5.254	5.065	5.157	4.817	4.914	2,3
- Dotación amortizaciones inmovilizado	-634	-706	-726	-1.128	-1.314	-1.197	-1.773	-2.031	-1.829	-1.696	-1.606	-1.643	2,6
- Dotaciones al fondo de reversión	-1	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
- Variación provisiones de circulante	-7	-34	-14	-49	-8	-14	-71	-218	-109	-2	-57	-52	7,4
RESULTADO NETO DE EXPLOTACION	1.471	1.405	1.600	2.248	2.001	1.899	2.885	3.005	3.127	3.459	3.154	3.219	2,2
+ Ingresos financieros	22	44	63	155	73	297	1.685	769	584	651	915	492	22,7
- Gastos financieros	-504	-395	-414	-690	-630	-600	-1.924	-1.893	-2.302	-2.276	-1.645	-1.415	2,8
+ Intereses y diferencias cambio capitalizados	0	0	0	25	16	4	17	57	48	123	-10	23	#DIV/0!
- Dotación amortización y provisiones financieras	0	-1	-17	-39	-5	4	-49	-18	-4	-9	-5	-4	-12,3
+/- Participación resultados sociedades puestas en equivalencia	96	137	176	103	76	115	34	53	-118	-93	30	84	0,9
- Amortización fondo comercio consolidación	0	-10	-3	-5	-17	-41	-196	-272	-289	-355	-289	-312	#DIV/0!
RESULTADO ACTIVIDADES ORDINARIAS	1.086	1.180	1.404	1.796	1.514	1.695	2.451	1.699	1.046	1.500	2.150	2.087	1,9
+/- Resultados procedentes del inmovilizado	-5	-2	-2	9	5	8	70	673	665	1.126	785	134	-24,4
- Variación provisiones inmovilizado	-1	0	0	-18	0	-45	-81	30	-33	-143	-8	1	-1,0
Resultados por operaciones con acciones y obligaciones propias	0	0	5	0	0	3	5	23	3	7	12	16	#DIV/0!
+/- Resultados de ejercicios anteriores	-1	10	-23	-20	-7	-22	-34	155	-19	154	-37	4	-2,9
+/- Otros resultados extraordinarios	-53	-35	-92	-165	-79	-38	-351	33	-37	-1.073	-475	-9	0,2
RESULTADO CONSOLIDADO ANTES DE IMPUESTOS	1.025	1.153	1.291	1.603	1.432	1.602	2.060	2.612	1.625	1.571	2.427	2.233	2,2
+/- Impuestos sobre beneficios	-286	-316	-338	-421	-324	-314	-769	-619	-88	-437	-550	-400	1,4
RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	739	837	953	1.182	1.108	1.287	1.291	1.994	1.537	1.134	1.877	1.833	2,5
+/- Resultados atribuidos a socios externos	-37	-39	-52	-190	-106	-190	-13	-587	-58	136	-565	-454	12,3
<b>Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante</b>	<b>702</b>	<b>798</b>	<b>901</b>	<b>992</b>	<b>1.002</b>	<b>1.097</b>	<b>1.278</b>	<b>1.407</b>	<b>1.479</b>	<b>1.270</b>	<b>1.312</b>	<b>1.379</b>	<b>2,0</b>

## Anexo 2 (continuación)

Balances consolidados y cuentas de resultados según las NIIF (millones de euros)

	2004 NIIF	2005 NIIF
I. Inmovilizado material	28.910	32.313
II. Inversiones inmobiliarias	58	71
III. Fondo de comercio	3.556	4.278
IV. Otros activos intangibles	323	863
V. Activos financieros no corrientes	1.296	4.134
VI. Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación	2.191	623
VIII. Activos por impuestos diferidos	3.359	3.460
A) ACTIVOS NO CORRIENTES	39.693	45.742
II. Existencias	756	812
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	4.165	5.642
IV. Otros activos financieros corrientes	64	77
V. Activos por impuestos sobre las ganancias corrientes	217	456
VI. Otros activos corrientes	109	0
VII. Efectivo y otros medios líquidos equivalentes	2.178	2.614
B) ACTIVOS CORRIENTES	7.489	9.623
TOTAL ACTIVO	47.182	55.365
X. PASIVO Y PATRIMONIO NETO	8.728	11.590
PATRIMONIO NETO DE LA DOMINANTE	5.405	4.737
I. Intereses minoritarios	11.574	12.154
II. Emisión de obligaciones y otros valores negociables	5.128	5.592
III. Deudas con entidades de crédito	1.013	841
IV. Otros pasivos financieros	1.724	1.852
V. Pasivos por impuestos diferidos	1.692	2.062
VI. Otros pasivos no corrientes (2)	5.269	6.129
B) PASIVOS NO CORRIENTES	26.400	28.630
I. Emisión de obligaciones y otros valores negociables	453	1.304
II. Deudas con entidades de crédito	915	961
III. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	4.931	6.932
IV. Otros pasivos financieros	173	185
V. Provisiones	0	551
VI. Pasivos por impuestos sobre las ganancias corrientes	177	475
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	47.182	55.365
	2004 NIIF	2005 NIIF
+ Importe neto de la cifra de negocio	13.509	17.508
+ Otros ingresos	156	721
+/- Variación de existencias de productos terminados o en curso	0	0
- Aprovisionamientos	-6.292	-9.103
- Gastos de personal	-1.393	-1.547
- Dotación a la amortización	-1.675	-1.776
- Otros gastos	-1.459	-1.559
BENEFICIO/(PERDIDA) de explotación	2.846	4.244
+ Ingresos financieros	213	224
- Gastos financieros	-1.300	-1.458
+/- Diferencias de cambio (neto)	-60	5
Resultados por variaciones de valor de activos financieros a valor razonable	0	-23
Resultados por variaciones de valor de activos no financieros a valor razonable	0	0
+/- Resultados por deterioro/reversión del deterioro de activos (neto)	0	0
+/- Participación en el resultado del ejercicio de las asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen según el método de la participación	79	67
Resultado de la enajenación de activos no corrientes o valoración de activos no corrientes clasificados como mantenidos para la venta no incluidos dentro de las actividades interrumpidas	195	1.486
+/- Otras ganancias o pérdidas (neto)	40	2
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	2.013	4.547
+/- Gastos por impuesto sobre las ganancias	-352	-790
BENEFICIO/(PERDIDA) DEL EJERCICIO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	1.661	3.757
+/- Resultado después de impuestos de las actividades interrumpidas	0	0
BENEFICIO/(PERDIDA) DEL EJERCICIO	1.661	3.757
+/- Intereses minoritarios	-408	-575
BENEFICIO ATRIBUIBLE A PATRIMONIO NETO DE LA DOMINANTE	1.253	3.182

## Anexo 3

### Endesa. Otras informaciones y magnitudes

#### Participaciones directas e indirectas del consejo de administración en el capital social de Endesa, S.A.

Miembros	Directas	Indirectas	Total	Porc. S/Capital
D. Manuel Pizarro Moreno	100.004	-	100.004	0,00945
D. Rafael Miranda Robredo	7.585	-	7.585	0,00072
D. Alberto Alonso Ureba	-	-	-	-
D. Miguel Blesa de la Parra	600	-	600	0,00006
D. José M. Fernández Cuevas	-	-	-	-
D. José M. Fernández Norniella	-	-	-	-
D. Rafael González-Gallarza Morales	3.300	-	3.300	0,00031
D. Juan Ramón Quintás Seoane	1.525	-	1.525	0,00014
D. Francisco Javier Ramos Gascón	992	8.779	9.771	0,00092
D. Alberto Recarte García-Andrade	250	21.100	21.350	0,00202
D. Manuel Ríos Navarro	3.889	8.583	12.472	0,00118
D. Juan Rosell Lastortras	5	10.000	10.005	0,00094
D. José Serna Masía	16.976	520	17.496	0,00165
<b>TOTAL</b>	<b>135.126</b>	<b>48.982</b>	<b>184.108</b>	<b>0,01739</b>

Miguel Blesa de la Parra representa 95.287.691 acciones, un 9% del capital de Endesa, S.A., participación propiedad de la Caja Madrid, conforme a la comunicación a la CNMV de fecha 07-04-2005.

#### Remuneración de los consejeros durante los ejercicios 2005 y 2004 (miles de euros)

	2005	2004
Retribución fija (1)	2.937	2.170
Retribución variable	1.733	1.349
Diets	1.112	930
Otros	32	47
<b>TOTAL</b>	<b>5.814</b>	<b>4.496</b>

#### Otros beneficios

Anticipos	343	343
Créditos concedidos	93	153
Fondos y planes de pensiones: aportaciones (2)	2.359	4.555
Primas de seguros de vida	326	225
Garantías constituidas por la sociedad a favor de consejeros (2)	10.369	5.865

(1) En todas las sociedades del Grupo Endesa, la retribución fija del presidente de la sociedad es un 10% mayor que la del primer ejecutivo.

(2) La compañía tiene establecida con carácter general, para el personal que cumple determinados supuestos de edad y antigüedad, una garantía de derechos futuros en materia de pensiones y retribuciones.

Para el personal al que hace referencia el párrafo anterior, incluido en este apartado, las aportaciones del ejercicio 2005 por servicios futuros para fondos y planes de pensiones ascienden a 1.389.000 euros; la garantía de derechos futuros en materia retributiva "Garantías constituidas por la sociedad a favor de los consejeros", asciende a 10.369.000 euros. Las retribuciones garantizadas disminuirán por cada año de permanencia en la empresa.

Fuente: Memoria anual de la empresa.

## Anexo 3 (continuación)

### Remuneración por tipología de los consejeros durante los ejercicios 2005 y 2004 (miles de euros)

Tipología de consejeros	2005		2004	
	Por sociedad	Por Grupo	Por sociedad	Por Grupo
Ejecutivos	4.184	90	2.984	71
Externos dominicales	142	-	112	-
Externos independientes	1.388	240	1.400	240
Otros externos	100	10	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>5.814</b>	<b>340</b>	<b>4.496</b>	<b>311</b>

Remuneración de los auditores (euros)	2005		2004	
	Auditor principal	Otros auditores de filiales	Auditor principal	Otros auditores de filiales
Auditoría de cuentas anuales	7.049.520	1.596.284	5.385.852	1.478.900
Otras auditorías distintas de las cuentas anuales y otros servicios relacionados con las auditorías	1.189.132	568.674	1.327.432	785.115
Otros servicios no relacionados con las auditorías	2.032.159	655.770	1.834.426	732.320
<b>TOTAL</b>	<b>10.270.811</b>	<b>2.820.728</b>	<b>8.547.710</b>	<b>2.996.335</b>

### Miembros de la alta dirección

Francisco Borja Acha Besga	Dtor. Corp. de Asesoría Jurídica	Antonio Pareja Molina	Dtor. Corp. de Servicios
José Damián Bogas Gálvez	Dtor. Gral. de España y Portugal	José María Plans Gómez	Dtor. Gral. de Unelco-Endesa Canarias
Gabriel Castro Villalba	Dtor. Corp. de Comunicación	José Luis Puche Castillejo	Dtor. Corp. de Auditoría
M <sup>a</sup> Isabel Fernández Lozano	Dtora. Corp. Adjunta al de Servicios	Álvaro Quiralte Abelló	Dtor. Gral. de Endesa Italia
Ángel Ferrera Martínez	Pte. Cons. Asesor Unelco- Canarias	Jaime Reguart Pelegrí	Dtor. Gral. de Gesa-Endesa Baleares
Amado Franco Lahoz	Pte. Cons. Asesor Erz-Endesa Arag.	José Luis Marín López	Dtor. Gral. de Distribución
José Antonio Gutiérrez Pérez	Dtor. Gral. de Erz-Endesa Aragón	Luis Rivera Novo	Dtor. Gral. de Latinoamérica
Pedro Larrea Paguaga	Dtor. Gral. de Gestión Energía	Jorge Rosemblut Ratinoff	Pte. de Chilectra
Héctor López Vilaseco	Dtor. Gral. Gestión Energía Latam	José María Rovira Vilanova	Dtor. Gral. de Fecca-Endesa Cataluña
Alberto Martín Rivals	Dtor. Gral. de Negocio Latinoamérica	Carlos Torres Vila	Dtor. Corp. de Estrategia
José A. Martínez Fernández	Dtor. Gral. de Sevillana- And. y Ext.	Javier Uriarte Monereo	Dtor. Gral. de Comercialización
Germán Medina Carrillo	Dtor. Corp. de Recursos Humanos	Mario Valcarce Durán	Gerente Gral. de Enersis
Salvador Montejo Velilla	Secretario Gral. y del Consejo Adm.	Jesús Olmos Clavijo	Dtor. Gral. de Europa
José Luis Palomo Álvarez	Dtor. Corp. Financiero y de Control	Pablo Yrarrazabal Valdés	Pte. de Enersis
Jaime Ybarra Lloset	Pte. Consejo Asesor Sevillana	Rafael López Rueda	Gerente Gral. de Chilectra
Antón Costas Comesaña	Pte. Consejo Asesor Fecca- Cat	Rafael Mateo Alcalá	Gerente Gral. de Endesa Chile
Bartolomé Reus Beltrán	Pte. Consejo Asesor Gesa- Baleares	José Félix Ibáñez Guerra	Dtor. Gral. de Minería
		Manuel Morán Casero	Dtor. Gral. de Generación

Concepto retributivo	Miles de euros	
	2005	2004
Remuneración total de la alta dirección	16.793	17.271

## Anexo 3 (continuación)

Conciliación con NIIF (millones de euros)	Patrimonio de la sociedad dominante	Patrimonio neto de accionistas minoritarios	Total
<b>Saldo a 1-1-2004 con PGC</b>	<b>8.801</b>	-	<b>8.801</b>
Incorporación de los accionistas minoritarios	-	4.945	4.945
Registro del fondo de comercio en moneda local	(263)	(51)	(314)
Cancelación de gastos a distribuir	(247)	(9)	(256)
Ajuste de puesta en equivalencia (e)	(189)	-	(189)
Provisión por desmantelamiento de activos	(134)	-	(134)
Diferencias temporales fiscales	(35)	(91)	(126)
Provisión por grandes reparaciones	39	-	39
Diferencias de cambio positivas	57	-	57
Ajustes de otras provisiones a criterios NIIF	178	9	187
Otros ajustes	(28)	(52)	(80)
<b>Saldo a 1-1-2004 con NIIF</b>	<b>8.179</b>	<b>4.751</b>	<b>12.930</b>

Conciliación con NIIF (millones de euros)	Resultados	Capital, reservas y diferencias conversión	Accionistas minoritarios	Total patrimonio neto
<b>Saldo a 31-12-2004 con PGC</b>	<b>1.379</b>	<b>8.098</b>	<b>(*)</b>	<b>9.477</b>
Incorporación de los accionistas minoritarios	-	-	5.711	5.711
Registro del fondo de comercio en moneda local	-	(263)	(51)	(314)
Cancelación de gastos a distribuir	23	(247)	(9)	(233)
Amortización de fondo de comercio	215	-	52	267
Ajuste de puesta en equivalencia	(26)	(189)	-	(215)
Ajuste por inflación (corrección monetaria)	(138)	-	(191)	(329)
Provisión por desmantelamiento de activos	3	(134)	-	(131)
Diferencias temporales fiscales	-	(35)	(93)	(128)
Provisión grandes reparaciones	(15)	39	-	24
Diferencias de cambio positivas	(35)	46	-	11
Ajustes de otras provisiones a criterios NIIF	(157)	178	(10)	11
Otros ajustes	4	(18)	(4)	(18)
<b>Saldo a 31-12-2004 con NIIF</b>	<b>1.253</b>	<b>7.475</b>	<b>5.405</b>	<b>14.133</b>
Participaciones preferentes (l)	-	-	(1.500)	(1.500)
Valoración de derivados (m)	-	(137)	(7)	(144)
Efecto de sociedades puesta en equivalencia	-	(18)	-	(18)
Valor en bolsa de participaciones cotizadas	-	27	-	27
Cancelación de activos regulatorios (o)	-	(64)	(67)	(131)
<b>Saldo al 1-1-2005 con NIIF</b>	<b>1.253</b>	<b>7.283</b>	<b>3.831</b>	<b>12.367</b>

(\*) Con criterios contables españoles, el saldo de accionistas minoritarios no se considera patrimonio neto.

Propuesta de dividendo del ejercicio 2005:

El consejo de administración de la compañía ha decidido que el dividendo total bruto correspondiente al resultado del ejercicio 2005 que en su día propondrá a la Junta General de Accionistas sea de 2,4 euros por acción –con fecha de pago del dividendo complementario (2,095 euros por acción) de 3 de julio de 2006–, lo que supondrá un total de 2.541 millones de euros.

Cumplimiento de los objetivos del plan estratégico 2004-2009

Por lo que se refiere a las magnitudes económicas fundamentales del negocio, la compañía se plantea conseguir:

- Un crecimiento anual acumulativo del beneficio neto superior al 12%.
- Un crecimiento anual acumulativo del resultado bruto de explotación (EBITDA) de entre el 10% y el 11% anual.
- Una ratio de apalancamiento situada por debajo del 140%.

Sobre la base del cumplimiento de los mismos, Endesa se plantea la aplicación de una política de dividendos que da la máxima prioridad al retorno al accionista a través de los siguientes criterios:

- Crecimiento por encima del 12% del dividendo con cargo a las actividades ordinarias, es decir, en línea con la evolución prevista del beneficio neto.
- Reparto del 100% de las plusvalías obtenidas de las desinversiones de activos no estratégicos.

Los resultados obtenidos en el ejercicio 2005 han superado ampliamente las metas planteadas para las principales magnitudes económicas antes citadas:

El beneficio neto ha crecido un 154%, muy por encima del 12% mínimo anual establecido como objetivo.

El resultado bruto de explotación se ha incrementado en un 33,2%, superando también ampliamente el 10-11% anteriormente señalado.

## Anexo 4

### Detalles del balance

Activo intangible (millones de euros)	Saldo al 31-12-2004	Incorporación/ Reducción de sociedades	Inversiones	Amortización	Bajas	Trasposos y otros	Diferencias de conversión	Saldo al 31-12-2005
Derechos emisión CO <sup>2</sup>	-	-	531	-	-	-	-	531
Aplicaciones informáticas	212	-	71	(77)	-	(2)	8	212
Otros	111	(3)	10	(7)	(3)	11	1	120
<b>TOTAL</b>	<b>323</b>	<b>(3)</b>	<b>612</b>	<b>(84)</b>	<b>(3)</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>863</b>

Fondo de comercio (millones de euros)	Saldo al 31-12-2004	Altas	Diferencias de conversión	Otros	Saldo al 31-12-2005
Endesa Italia	1.324	-	-	(31)	1.293
Snet	183	-	-	(5)	178
Finerge	-	145	-	-	145
Filiales en Chile	1.808	3	557	-	2.368
Coelce	121	-	35	-	156
Ampla	99	-	12	-	111
Otros	21	-	6	-	27
<b>TOTAL</b>	<b>3.556</b>	<b>148</b>	<b>610</b>	<b>(36)</b>	<b>4.278</b>

Inversiones financieras a largo plazo (millones de euros)	Saldo al 31-12-2004	Primera aplicación de NIC 32 y 39	Entradas o dotaciones	Salidas, bajas o reducciones	Corrección de valor contra reservas	Diferencias de conversión	Trasposos y otros	Saldo al 31-12-2005
Créditos y cuentas a cobrar	1.100	(109)	2.397	(152)	-	98	40	3.374
Inversiones disponibles para la venta	241	41	5	(37)	237	1	176	664
Derivados financieros	-	154	16	-	(28)	-	-	142
Corrección de valor por deterioro	(45)	-	(12)	13	-	(1)	(1)	(46)
<b>TOTAL</b>	<b>1.296</b>	<b>86</b>	<b>2.406</b>	<b>(176)</b>	<b>209</b>	<b>98</b>	<b>215</b>	<b>4.134</b>

#### Existencias (millones de euros)

	31-12-2005	31-12-2004
Materias energéticas:	623	634
<i>Combustible nuclear</i>	253	216
<i>Otras</i>	370	418
Otras existencias	205	153
Corrección de valor	-16	-31
<b>TOTAL</b>	<b>812</b>	<b>756</b>

#### Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar (millones de euros)

	31-12-2005	31-12-2004
Clientes por ventas	4.397	3.421
Activos por impuestos:	864	466
<i>Impuesto sobre sociedades</i>	456	217
<i>Otros impuestos</i>	408	249
Otros deudores	1.186	745
Corrección de valor	(349)	(250)
<b>TOTAL</b>	<b>6.098</b>	<b>4.382</b>

Fondos propios (millones de euros)							Reserva por revaluación de pasivos no realizados	Beneficio retenido	Dividendo a cuenta	Total patrimonio neto de la sociedad dominante	Patrimonio neto de accionistas minoritarios	Total patrimonio neto
	Capital social	Prima de emisión	Reserva legal	Reserva de revalorización	Reservas no distribuíbles	Diferencias de conversión						
Saldo al 31-12-2004	1.271	1.376	285	1.714	170	-20	57	4.163	-288	8.728	5.405	14.133
Primera aplicación NIC 32/39	-	-	-	-	-	-	-49	-143	-	-192	-1.574	-1.766
Distribución de resultados	-	-	-	-	-	-	-	-782	288	-494	-216	-710
Ingresos y gastos en patrimonio	-	-	-	-	-	749	187	-209	-	727	693	1.420
Resultado del ejercicio	-	-	-	-	-	-	-	3.182	-	3.182	575	3.757
Dividendo a cuenta	-	-	-	-	-	-	-	-	-323	-323	-	-323
Altas/bajas de sociedades	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	113	113
Otros pagos a accionistas	-	-	-	-	-	-	-	-14	-	-14	-283	-297
Reorganización societaria	-	-	-	-	-	-	-	-24	-	-24	24	-
<b>Saldo al 31-12-2005</b>	<b>1.271</b>	<b>1.376</b>	<b>285</b>	<b>1.714</b>	<b>170</b>	<b>729</b>	<b>195</b>	<b>6.173</b>	<b>-323</b>	<b>11.590</b>	<b>4.737</b>	<b>16.327</b>

## Anexo 4 (continuación)

Ingresos diferidos (millones de euros)	Subvenciones y derechos de acometida	Derechos de emisión	Total
Saldo al 31-12-2004:	1.535	-	1.535
Incorporación de sociedades	4	-	4
Altas	601	374	975
Imputación a resultados	(106)	(370)	(476)
Diferencias de conversión	25	-	25
<b>Saldo al 31-12-2005</b>	<b>2.058</b>	<b>4</b>	<b>2.062</b>

Provisiones a largo plazo (millones euros)	31-12-2005	31-12-2004
Provisiones para pensiones y similares	826	471
Planes de reestructuración de plantilla	2.209	2.233
Otras provisiones	2.062	1.690
<b>Total</b>	<b>5.097</b>	<b>4.394</b>

Deuda financiera (millones de euros)	31-12-2005		31-12-2004	
	Corto plazo	Largo plazo	Corto plazo	Largo plazo
Participaciones preferentes (1)	-	1.419	-	-
Obligaciones y otros valores negociables	1.304	10.735	453	11.574
Deudas con entidades de crédito	961	5.592	915	5.128
Otras deudas financieras	185	841	173	1.013
<b>Total deuda financiera</b>	<b>2.450</b>	<b>18.587</b>	<b>1.541</b>	<b>17.715</b>

### Desglose de la deuda financiera del grupo, por monedas y vencimientos (millones de euros)

	Saldo al 31-12-2005	Corto plazo 2006	Largo plazo					Total largo
			2007	2008	2009	2010	Posterior	
Euro	13.484	1.192	716	320	1.947	5.227	4.082	12.292
Dólar	4.458	549	208	582	970	256	1.893	3.909
Peso chileno/UF	715	209	3	3	5	131	364	506
Real brasileño	687	200	72	158	61	94	102	487
Otras	1.693	300	83	124	165	64	957	1.393
<b>TOTAL</b>	<b>21.037</b>	<b>2.450</b>	<b>1.082</b>	<b>1.187</b>	<b>3.148</b>	<b>5.772</b>	<b>7.398</b>	<b>18.587</b>

Situación fiscal (millones euros)	2005	2004
Resultado consolidado antes de impuestos	4.547	2.013
Diferencias permanentes	(713)	(338)
Resultado ajustado	3.834	1.675
Tipo impositivo	35%	35%
Resultado ajustado por tipo impositivo	1.342	586
Efecto aplicación de distintos tipos impositivos	(101)	(61)
Deducciones de cuota	(451)	(173)
Gasto por impuesto en la cuenta de resultados	790	352
Impuesto registrado directamente en Patrimonio	(114)	30
Total gasto por impuesto	676	382
Diferencias temporales	(158)	(237)
Cuota líquida	518	145

Impuestos diferidos de activo con origen en:	2005	2004
Amortizaciones de activos materiales e inmateriales	250	88
Dotaciones para fondos de pensiones y expedientes de regulación de empleo	1.486	1.379
Otras provisiones	491	644
Bases imponibles <0 y deducciones pendientes	407	392
Revalorización de activos en Italia	197	-
Otros	629	856
<b>TOTAL</b>	<b>3.460</b>	<b>3.359</b>

Impuestos diferidos de pasivo con origen en:	2005	2004
Amortización fiscal acelerada de activos	1.313	1.116
Otros	539	608
<b>TOTAL</b>	<b>1.852</b>	<b>1.724</b>



## Anexo 4 (continuación)

Negocio eléctrico España y Portugal Principales cuentas del balance (millones de euros)	2005			
	España y Portugal	Resto de Europa	Latinoamérica	Total
<b>Inmovilizado</b>	<b>25.295</b>	<b>5.692</b>	<b>14.755</b>	<b>45.742</b>
Inmovilizado material	18.176	3.572	10.565	32.313
Fondo de comercio	148	1.471	2.659	4.278
Inversiones financieras a largo plazo	3.409	151	574	4.134
Impuestos diferidos	2.460	346	654	3.460
<b>Activo circulante</b>	<b>6.075</b>	<b>1.145</b>	<b>2.381</b>	<b>9.601</b>
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	3.124	805	1.305	5.234
Efectivo y otros medios equivalentes	1.910	127	577	2.614
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>31.392</b>	<b>6.837</b>	<b>17.136</b>	<b>55.365</b>
<b>PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>				
Patrimonio de la sociedad dominante	6.447	1.979	3.164	11.590
Patrimonio de accionistas minoritarios	119	855	3.763	4.737
<b>Pasivo a largo plazo</b>	<b>18.337</b>	<b>2.704</b>	<b>7.589</b>	<b>28.630</b>
Provisiones a largo plazo	3.865	342	890	5.097
Deuda financiera a largo plazo	11.719	1.390	5.478	18.587
<b>Pasivo a corto plazo</b>	<b>6.489</b>	<b>1.299</b>	<b>2.620</b>	<b>10.408</b>
Deuda financiera	1.219	23	1.208	2.450
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar a corto plazo	5.024	1.002	948	6.974
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	<b>31.392</b>	<b>6.837</b>	<b>17.136</b>	<b>55.365</b>

### Negocio eléctrico España y Portugal

ACTIVO	2005				
	Generación	Distribución	Estructura corporativa	Ajustes y otros	Total
<b>Inmovilizado</b>	<b>11.858</b>	<b>10.220</b>	<b>48.305</b>	<b>-45.088</b>	<b>25.295</b>
Inmovilizado material	9.153	8.592	77	354	18.176
Activo intangible	539	142	38	1	720
Inversiones financieras a largo plazo	841	379	47.696	-45.507	3.409
Impuestos diferidos	904	1.092	494	-30	2.460
<b>Activo circulante</b>	<b>4.237</b>	<b>1.981</b>	<b>6.848</b>	<b>-6.991</b>	<b>6.075</b>
Existencias	534	19	-	-5	548
Deudores comerciales y otras	2.978	1.692	142	-1.688	3.124
<b>Inversiones financieras a corto plazo</b>	<b>8</b>	<b>2</b>	<b>4.215</b>	<b>-4.203</b>	<b>22</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>16.095</b>	<b>12.223</b>	<b>55.153</b>	<b>-52.079</b>	<b>31.392</b>
<b>PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>					
<b>Patrimonio neto</b>	<b>4.448</b>	<b>1.733</b>	<b>21.432</b>	<b>-21.047</b>	<b>6.566</b>
De la sociedad dominante	4.430	1.723	21.432	-21.138	6.447
De accionistas minoritarios	18	10	-	91	119
<b>Pasivo a largo plazo</b>	<b>6.051</b>	<b>8.359</b>	<b>24.355</b>	<b>-20.428</b>	<b>18.337</b>
Ingresos diferidos	86	1.720	-	-7	1.799
Provisiones a largo plazo	1.608	1.874	377	6	3.865
Deuda financiera a largo plazo	4.008	4.374	23.853	-20.516	11.719
Impuestos diferidos	241	98	125	83	547
<b>Pasivo a corto plazo</b>	<b>5.596</b>	<b>2.131</b>	<b>9.366</b>	<b>-10.604</b>	<b>6.489</b>
Deuda financiera	554	205	6.832	-6.372	1.219
Acreedores comerciales y otras	4.424	1.838	1.736	-2.974	5.024
Pasivos por impuestos	618	88	798	-1.258	246
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	<b>16.095</b>	<b>12.223</b>	<b>55.153</b>	<b>-52.079</b>	<b>31.392</b>

## Anexo 4 (continuación)

ACTIVO. Principales partidas	2005			
	España y Portugal	Resto de Europa	Latinoamérica	Total
<b>Inmovilizado</b>	<b>25.295</b>	<b>5.692</b>	<b>14.755</b>	<b>45.742</b>
Inmovilizado material	18.176	3.572	10.565	32.313
Activo intangible	720	74	69	863
Fondo de comercio	148	1.471	2.659	4.278
Inversiones financieras a largo plazo	3.409	151	574	4.134
Inversiones contabilizadas por participación	378	78	167	623
Impuestos diferidos	2.460	346	654	3.460
<b>Activo circulante</b>	<b>6.075</b>	<b>1.145</b>	<b>2.381</b>	<b>9.601</b>
Existencias	548	150	114	812
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	3.124	805	1.305	5.234
Activos por impuestos	471	63	330	864
Efectivo y otros medios equivalentes	1.910	127	577	2.614
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>31.392</b>	<b>6.837</b>	<b>17.136</b>	<b>55.365</b>
<b>PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>				
<b>Patrimonio neto</b>	<b>6.566</b>	<b>2.834</b>	<b>6.927</b>	<b>16.327</b>
De la sociedad dominante	6.447	1.979	3.164	11.590
De accionistas minoritarios	119	855	3.763	4.737
<b>Pasivo a largo plazo</b>	<b>18.337</b>	<b>2.704</b>	<b>7.589</b>	<b>28.630</b>
Ingresos diferidos	1.799	148	115	2.062
Provisiones a largo plazo	3.865	342	890	5.097
Deuda financiera a largo plazo	11.719	1.390	5.478	18.587
Otras cuentas a pagar a largo plazo	407	503	122	1.032
Impuestos diferidos	547	321	984	1.852
<b>Pasivo a corto plazo</b>	<b>6.489</b>	<b>1.299</b>	<b>2.620</b>	<b>10.408</b>
Deuda financiera	1.219	23	1.208	2.450
Acreedores comerciales y otras	5.024	1.002	948	6.974
Pasivos por impuestos	246	274	464	984
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	<b>31.392</b>	<b>6.837</b>	<b>17.136</b>	<b>55.365</b>

## Anexo 5

### Detalles de la cuenta de resultados

#### Ingresos (millones de euros)

Ventas	2005	2004
Ventas de energía	15.846	12.001
Prestación de servicios	1.662	1.508
<b>TOTAL</b>	<b>17.508</b>	<b>13.509</b>

Otros ingresos de explotación	2005	2004
Derechos de emisión de CO <sup>2</sup>	370	-
Subvenciones a la explotación	23	24
Subvenciones de capital transferidas a resultados	106	46
Otros ingresos de gestión corriente	222	86
<b>TOTAL</b>	<b>721</b>	<b>156</b>

Resultado financiero neto	2005	2004
Ingresos financieros	224	213
Gastos financieros:	(1.481)	(1.300)
<i>Deuda</i>	<i>(1.204)</i>	<i>(1.147)</i>
<i>Provisiones</i>	<i>(277)</i>	<i>(153)</i>
Diferencias de cambio:	5	(60)
<i>Positivas</i>	<i>243</i>	<i>127</i>
<i>Negativas</i>	<i>(238)</i>	<i>(187)</i>
<b>Resultado financiero neto</b>	<b>(1.252)</b>	<b>(1.147)</b>

Resultado en ventas de activos	2005	2004
Auna	1.273	-
Sechillienne-Sidec	48	-
Endesa Italia SpA	24	-
Nueva Nuinsa S.L.	16	-
Lydec Lyonnaise des Eaux Casablanca	12	-
Cepm	7	-
Smartcom Pcs	(3)	-
Agbar	-	102
Senda Ambiental, S.A.	-	14
Netco Redes, S.A.	-	8
Enditel	-	(4)
Activos inmobiliarios y otros	109	75
<b>TOTAL</b>	<b>1.486</b>	<b>195</b>

Negocio eléctrico España y Portugal Principales partidas	2005				
	Generación	Distribución	Estructura corporativa	Ajustes y otros	Total
<b>INGRESOS</b>	<b>8.140</b>	<b>1.944</b>	<b>8</b>	<b>-815</b>	<b>9.277</b>
Ventas	7.740	1.824	8	-811	8.761
Otros ingresos de explotación	400	120	-	-4	516
<b>APROVISIONAMIENTOS Y SERVICIOS</b>	<b>-4.761</b>	<b>-138</b>	<b>-</b>	<b>827</b>	<b>-4.072</b>
Compras de energía	-1.017	-2	-	144	-875
Consumo de combustibles	-2.057	-	-	-	-2.057
Gastos de transporte	-828	-1	-	556	-273
Otros aprovisionamientos variables y servicios	-859	-135	-	127	-867
<b>MARGEN DE CONTRIBUCION</b>	<b>3.379</b>	<b>1.806</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>5.205</b>
Gastos de personal	-391	-518	-132	-8	-1.049
Otros gastos fijos de explotación	-678	-515	173	-20	-1.040
<b>RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACION</b>	<b>2.317</b>	<b>889</b>	<b>49</b>	<b>-</b>	<b>3.255</b>
Amortizaciones	-571	-410	-23	-1	-1.005
<b>RESULTADO DE EXPLOTACION</b>	<b>1.746</b>	<b>479</b>	<b>26</b>	<b>-1</b>	<b>2.250</b>
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-241</b>	<b>-250</b>	<b>-196</b>	<b>23</b>	<b>-664</b>
Gasto financiero neto	-241	-250	-189	26	-654
Resultado de otras inversiones	1	2	4.075	-4.082	-4
Resultado en ventas de activos	-	106	9	1.276	1.391
<b>RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>1.547</b>	<b>340</b>	<b>3.914</b>	<b>-2.774</b>	<b>3.027</b>
Impuestos sobre sociedades	-401	-138	-250	217	-572
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>1.146</b>	<b>202</b>	<b>3.664</b>	<b>-2.557</b>	<b>2.455</b>
<b>SOCIEDAD DOMINANTE</b>	<b>1.144</b>	<b>199</b>	<b>3.664</b>	<b>-2.561</b>	<b>2.446</b>
Accionistas minoritarios	2	3	-	4	9

## Anexo 5 (continuación)

EBITDA y EBIT de Endesa en Latinoamérica por negocios (millones de euros)

	EBITDA			EBIT		
	2005	2004	Porcentaje variación	2005	2004	Porcentaje variación
Generación y transporte						
Chile	365	266	37,2	248	179	38,5
Colombia	232	220	5,5	183	178	2,8
Brasil – Generación	128	98	30,6	111	84	32,1
Brasil – Transporte	55	68	(19,1)	38	54	(29,6)
Perú	154	127	21,3	114	90	26,7
Argentina - Generación	93	123	(24,4)	66	101	(34,7)
Argentina – Transporte	10	12	(16,7)	8	12	(33,3)
<b>Total</b>	<b>1.037</b>	<b>914</b>	<b>13,5</b>	<b>768</b>	<b>698</b>	<b>10,1</b>
Distribución						
Chile	192	168	14,3	168	147	14,3
Colombia	236	206	14,6	165	139	18,7
Brasil	329	145	126,9	262	96	172,9
Perú	74	69	7,2	44	40	10,0
Argentina	67	75	(10,7)	38	50	(24,0)
<b>Total</b>	<b>898</b>	<b>663</b>	<b>35,4</b>	<b>677</b>	<b>472</b>	<b>43,4</b>

## Anexo 6

Principales participaciones significativas de Endesa. Diciembre de 2005

Sociedad	Porcentaje participación		País	Actividad
	Control	Económico		
<b>Negocio eléctrico de España y Portugal</b>				
Endesa Generación, S.A.	100	100	España	Generación de energía eléctrica
Carboex, S.A.	100	100	España	Generación de energía eléctrica
Gas y Electricidad Generación, S.A.U.	100	100	España	Generación de energía eléctrica
Unión Eléctrica de Canarias Generación, S.A.U.	100	100	España	Generación de energía eléctrica
Endesa Red, S.A.	100	100	España	Actividades de distribución
Endesa Distribución Eléctrica, S.L.	100	100	España	Distribución de energía eléctrica a tarifa
Endesa Operaciones y Servicios Comerciales, S.L.	100	100	España	Prestación de servicios comerciales
Endesa Energía, S.A.U.	100	100	España	Comercialización de productos energéticos
Endesa Cogeneración y Renovables, S.A. (ECyR)	100	100	España	Cogeneración y energías renovables
Finerge – Gesto de Proyectos Energéticos, S.A.	100	100	Portugal	Cogeneración y energías renovables
Endesa Gas, S.A.U.	100	100	España	Producción, distribución y comercialización de gas
Endesa Servicios, S.L.	100	100	España	Prestación de servicios a empresas
<b>Negocio eléctrico resto de Europa</b>				
Endesa Europa, S.L.	100	100	España	Actividad de Endesa en Europa
Endesa Italia, SpA	80	80	Italia	Generación de energía eléctrica
Société Nationale d'Electricité et de Thermique, S.A. (Snet)	65	65	Francia	Generación de energía eléctrica
<b>Negocio eléctrico internacional:</b>				
Endesa Internacional, S.A.	100	100	España	Actividad internacional del Grupo Endesa
Enerjis, S.A.	60,62	60,62	Chile	Generación y distribución eléctrica
Empresa Distribuidora Sur, S.A. (Edesur)	99,45	45,69	Argentina	Distribución y comercialización energía eléctrica
Chilectra, S.A.	98,25	59,57	Chile	Distribución y venta de energía eléctrica
Empresa de Distribución Eléctrica de Lima Norte (Edelnor)	60	38,26	Perú	Generación, transmisión y distribución de energía eléctrica
Codensa, S.A.	48,48	43,95	Colombia	Distribución y comercialización de energía eléctrica
Endesa Chile	59,98	36,36	Chile	Ciclo completo de energía eléctrica
Empresa Eléctrica Pehuenche, S.A.	92,65	33,69	Chile	Ciclo completo de energía eléctrica
Central Hidroeléctrica de Betania, S.A.	85,62	31,13	Colombia	Generación de energía eléctrica
Edegel, S.A.	63,56	13,78	Perú	Generación y comercialización de energía eléctrica
Empresa Generadora de Energía Eléctrica, S.A. (Emgesa)	48,48	35,62	Colombia	Generación de energía eléctrica
Endesa Brasil, S.A.	100	60,98	Brasil	Sociedad holding
Companhia de Interconexao Energética, S.A. (Cien)	100	60,98	Brasil	Producción, transporte y distribución de energía eléctrica
Ampla Energia e Serviços, S.A. (Ampla)	91,93	55,57	Brasil	Producción, transporte y distribución de electricidad
Companhia Energética do Ceará, S.A. (Coelce)	58,86	34,78	Brasil	Ciclo completo de energía eléctrica

Fuente: Memoria anual.

## Anexo 7

### Principales compras y ventas de eléctricas en España

#### Cronología del sector eléctrico en España

##### 1991

Se acuerda la integración de Hidroeléctrica Española e Iberduero, que dará lugar a **Iberdrola**.

**Endesa** acuerda la adquisición del 87,6% de Electra de Viesgo, 40% de Fecsa, 33,5% de Sevillana de Electricidad y 24,9% de Nansa.

##### 1992

Constitución de **Iberdrola** el 1 de noviembre de 1992.

**Endesa** acuerda la adquisición del 61,9% de Carboex y la entrada en el capital de Electricidad de Argentina y Yacylec.

El grupo **Unión Fenosa** inicia su expansión mediante la primera inversión directa en el exterior, hasta alcanzar catorce países.

##### 1993.

**Endesa** acuerda la adquisición del 55% de la sociedad Hidroeléctrica de Cataluña (Hecsa) y la toma de participación en la compañía portuguesa Tejo Energía.

##### 1994.

Segunda OPV por la que el Estado reduce su participación en **Endesa** al 66,89% del capital. En este año se constituye, con participación de **Endesa**, la Compañía Peruana de Electricidad y Distrilima, y se adquiere el 11,78% del capital de la Sociedad General de Aguas de Barcelona (Agbar).

Se crea **Unión Fenosa Energías Especiales** y se acomete un intenso desarrollo de las energías renovables.

##### 1995

**Iberdrola** acuerda la adquisición de las empresas distribuidoras de electricidad Electropaz y Elfeo en Bolivia.

Acuerdo entre **Endesa** y el Banco Central Hispano y adquisición del 9,7% del capital de la distribuidora argentina de electricidad Edenor y del 7,2% del segundo operador de telefonía móvil en España, Airtel.

##### 1996

**Iberdrola** acuerda la adquisición de las empresas de generación eléctrica de Tocopilla y Colbún, en Chile.

**Endesa** amplía hasta el 75% su participación en el capital de Fecsa y Sevillana de Electricidad.

##### 1997

**Iberdrola** acuerda la adquisición de la distribuidora eléctrica Coelba, y la empresa distribuidora de electricidad Cosern, a través de Coelba, en Brasil.

Adjudicación del segundo operador de telefonía fija español, Retevisión, al consorcio liderado por **Endesa**. En este año se produce la tercera OPV por el 25% del capital de **Endesa** y la compañía entra a participar en el grupo latinoamericano Enersis.

## Anexo 7 (continuación)

### 1998

La Ley 34/1998 del sector de Hidrocarburos liberaliza el mercado de la energía –producción, distribución y comercialización–, abriéndolo totalmente y sin límites a la libre circulación de capitales a partir del 1 de enero de 2003.

**Iberdrola** firma el primer convenio colectivo de grupo y adquiere, junto a EDP y Tampa Energy, el 80% de la Empresa Eléctrica de Guatemala (EEGSA).

**Iberdrola** y Telefónica se adjudican la telefonía celular del estado brasileño de Bahía.

OPV por el 33% del capital de **Endesa**, que pasa a ser una compañía privada.

**Unión Fenosa** adquiere una participación en la empresa de telefonía móvil Airtel.

### 1999

**Iberdrola** acuerda la adquisición de Energy Works (Estados Unidos) dedicada principalmente al *outsourcing* energético a grandes clientes.

**Endesa** realiza las siguientes operaciones: adquiere el 3,64% del capital social de Repsol, el 10% de Cable y Televisión de Catalunya (Menta), lanza una oferta de adquisición de acciones sobre Enersis que culmina con éxito, alcanzando una participación del 64% en su capital social. Vende al BCH el 7,8% del capital de Cepsa, vende su participación del 7,2% en el capital de Airtel, obteniendo una plusvalía de 817 millones de euros, adquiere el 10% del Amsterdam Power Exchange, culmina el proceso de reordenación societaria, cotizando por vez primera las acciones de la nueva **Endesa** en las cuatro bolsas de valores españolas y en la de Nueva York, y vende el 3,6% del capital de Antena 3.

Enersis inicia una oferta pública de adquisición de acciones sobre **Endesa Chile**, que culmina alcanzando el 60% de su capital.

**Unión Fenosa** traspasa la participación que tenía en el capital de la empresa de telefonía móvil Airtel.

### 2000

**Iberdrola** adquiere el 4% de la empresa portuguesa gasista Galp y la Compañía Energética de Pernambuco, Celpe.

**Endesa, Telecom Italia y Unión Fenosa** firman el acuerdo para crear Auna, empresa que agrupa todas las participaciones en los operadores de telecomunicaciones españoles en los que están presentes.

**Endesa** vende su participación del 7,86% en Electricidad de Caracas (Elecar).

**Endesa** realiza las siguientes operaciones:

- Alcanza un acuerdo para adquirir las compañías holandesas N.V. Nutsbedrijf Regio Eindhoven (NRE), distribuidora de electricidad, y N.V. Gasbedrijf Regio Eindhoven (GRE), distribuidora de gas.

-Concluye su OPA sobre la distribuidora brasileña Cerj, situando su participación en el 80%.

-Llega a un acuerdo para la adquisición de Remu, cuarta distribuidora de electricidad y gas de Países Bajos.

-Ultima la adquisición del 30% de la generadora eléctrica francesa SNET.

**Endesa Chile** concreta la venta del 100% de la compañía chilena de transporte de electricidad Transelec.

Comienza la cotización de las acciones de **Endesa** en la bolsa *Off Shore* de Santiago de Chile.

**Unión Fenosa** formaliza un contrato con la empresa Egyptian General Petroleum Corporation que le permite disponer de gas propio en origen y obtener una posición de ventaja en el sector. Crea **Soluziona**, que integra las empresas de servicios profesionales.

## Anexo 7 (continuación)

### 2001

**Iberdrola** suscribe los primeros contratos de gas.

El **consorcio** liderado por **Endesa** (45%) se adjudica Elettrogen, segunda generadora eléctrica de Italia.

**Endesa** adjudica Viesgo a la italiana ENEL a través de una subasta competitiva, obtiene la licencia para comercializar energía a clientes cualificados en Alemania, vende su participación (40,19%) en la compañía argentina Edenor, S.A. a la compañía francesa EDF y adquiere una participación del 5% del *pool* francés Powernext, S.A., en el que operará a través de su filial **Endesa Trading**, compañía que ya opera en los mercados mayoristas de electricidad de Europa.

### 2002

**Iberdrola** llega a un acuerdo estratégico con Gamesa por el que se adquieren 982 MW eólicos en España.

**Endesa** y Enel cierran la venta de Viesgo tras la autorización de las autoridades competentes (españolas y de la Unión Europea).

La Comisión Europea autoriza a **Endesa** y Sonae la creación de una empresa mixta para comercializar electricidad en Portugal.

**Endesa** compra a Santander Central Hispano el 5,7% en **Endesa Italia** y alcanza una participación del 51% en el capital de esta compañía.

El consejo de administración de **Endesa** designa presidente a D. Manuel Pizarro Moreno.

**Endesa** vende a Aguas de Barcelona su participación en Interagua (39,5%).

**Endesa** adquiere un 2% adicional de Auna, alcanzando un 29,89% de participación; es seleccionada para incorporarse, con la mejor calificación entre las empresas de su sector, al índice Dow Jones Sustainability World Index (DJSI World), y en esta misma fecha se produce la salida de Telecom Italia del accionariado de Auna y la incorporación de SCH como socio de referencia.

**Unión Fenosa** (50%), **Iberdrola** (30%) y **Endesa** (20%) formalizan su alianza para la construcción de una planta regasificadora de gas natural en Sagunto.

**Unión Fenosa** cambia su denominación social, que pasa a ser **Unión Fenosa S.A.**, para reflejar la expansión de actividades de la empresa.

### 2003

La Comisión Nacional de Energía desautoriza la OPA hostil de Gas Natural sobre **Iberdrola**.

**Iberdrola** acuerda la adquisición del 12% del proyecto Medgaz a ENI y entra a formar parte del índice FTSE Eurotop 100.

**Endesa** firma un acuerdo de suministro eléctrico con Telecom Italia, vende la participación del 3,01% que poseía en Repsol YPF, formaliza la venta de su red de transporte a Red Eléctrica, S.A., vende el 100% de Made, empresa de fabricación de aerogeneradores y paneles solares, vende un 7% del capital social de Red Eléctrica de España, S.A. (REE) y ejerce su opción de compra por el 3% del capital social de Auna que pertenecía a SCH.

**Unión Fenosa** acuerda la entrada de la empresa italiana ENI como socio estratégico en el 50% del capital de **Unión Fenosa GAS** para impulsar la capacidad competitiva y reforzar el posicionamiento del Grupo en los mercados gasistas internacionales.

### 2004

**Endesa**, **Unión Fenosa** y Telecom Italia venden sus participaciones en Netco Redes a Auna.

La Caja de Castilla-La Mancha y Caja Extremadura se incorporan al accionariado de **Iberdrola**.

**Iberdrola** se convierte en socio estratégico de Rokas, el mayor productor de energía eólica de Grecia, adquiere un 6% de Gamesa a la Corporación IBV por 148,3 millones de euros y compra a Gamesa 469 MW de potencia instalada en parques eólicos de Portugal y España.



## Anexo 7 (continuación)

**Endesa** vende su participación del 11,64% en Aguas de Barcelona a inversores institucionales, cierra la compra del 34,3% de **Endesa Italia** al SCH, firma con Charbonnages de France la adquisición del 35% adicional de la generadora de electricidad francesa SNET, y a través de su filial **Endesa Europa**, y su socio en **Endesa Italia**, ASM Brescia, firma un acuerdo para la adquisición del 50% de la italiana Eurosviluppo Elettrica.

### 2005

**Iberdrola** culminó el acuerdo firmado con el Grupo Rokas, el mayor productor de energía eólica de Grecia, al alcanzar el 49,9% de su capital, firmó un acuerdo estratégico con Sonatrach para el desarrollo de los negocios gasista y eléctrico y cerró un acuerdo con Gamesa para adquirir 700 megavatios (MW) de potencia instalada en parques eólicos, en fase de promoción en España e Italia.

**Endesa** vende su participación en la empresa marroquí Lydec por 26 millones de euros, firma un acuerdo para la compra de la compañía portuguesa FINERGE, que posee instalaciones de cogeneración y energías renovables con 107 MW de potencia total consolidada, vende a France Telecom el 27,7% del grupo de telecomunicaciones Auna, vende su participación del 40% en la compañía de generación de la República Dominicana CEPM y vende el 5,01% que mantenía en Auna a Deutsche Bank.

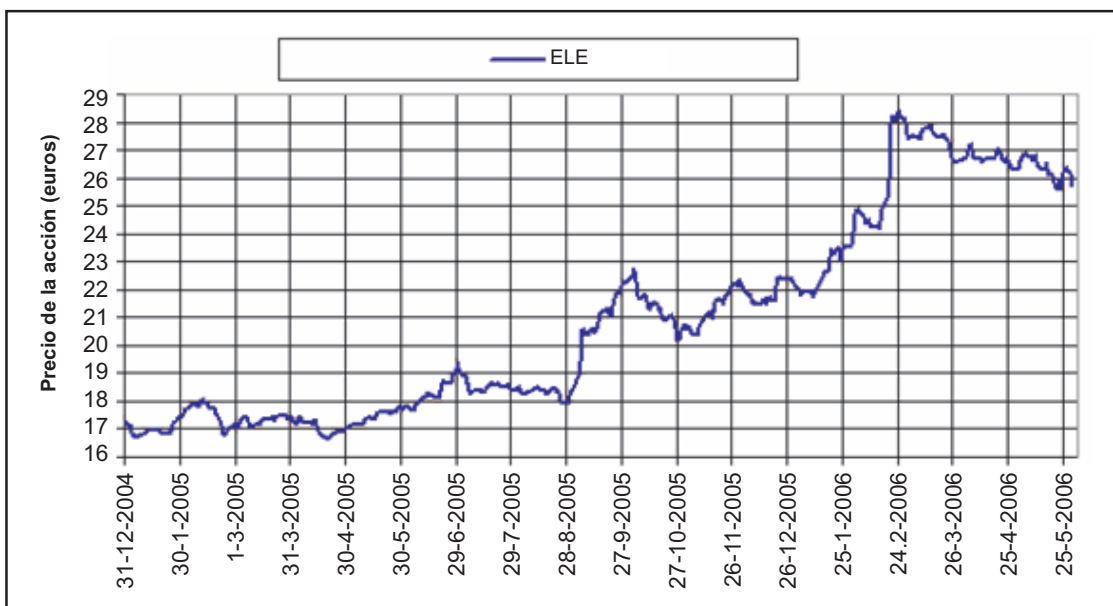
**Endesa Chile** compra el 25% de la central San Isidro (Chile), con lo que accede a la propiedad del 100% de la compañía.

**OPA hostil** de **Gas Natural** sobre **Endesa**. (véase [http://portal.gasnatural.com/OPA/anuncio\\_OPA\\_Endesa\\_Castellano.pdf](http://portal.gasnatural.com/OPA/anuncio_OPA_Endesa_Castellano.pdf)). 7,34 euros en efectivo más 0,569 acciones de Gas Natural por cada acción de Endesa (aproximadamente 21 euros, que resultan de sumar los 7,34 euros en efectivo más el valor de 0,569 acciones de Gas Natural).

### 2006

**OPA** de **E.ON** sobre **Endesa** a 27,5 euros/acción en efectivo.

Evolución de la cotización de Endesa tras las OPAS de Gas Natural y E.ON



Capitalización (millones de euros)

	Iberduero	Hidroila	Fenosa	Endesa	Sevillana	Fecsa
1983	279	359	193	183	117	204
1984	606	92	360	335	199	295
1985	887	980	384	899	262	296
1986	1.671	1.282	640	2.374	542	357

## Anexo 8

### Principales compras y ventas de Endesa

Fecha	Operación	Empresa	Porcentaje	Importe, en millones, de euros
14-10-1997	Compra	NQF Gas	49	
12-5-2005	Venta	Nueva Niunsa S.L.		93,9
1-2-2005	Venta	Endesa Italia	5,33	159
13-9-2004	Compra	SNET	35	121
17-6-2004	Compra	Endesa Italia	34,3	817
6-5-2004	Venta	Aguas de Barcelona	11,64	238
4-3-2004	Venta	Netco Redes	50,55	50,55
15-7-2003	Venta	Made	100	120
18-6-2003	Venta	REE	7	102,5
27-3-2003	Venta	Repsol	3,01	93,5
26-7-2002	Venta	Arch Coal Inc	2,52	13,2 de plusvalía
21-3-2002	Compra	Endesa Italia	5,7	126,9
18-12-2001	Compra	Auna	2	148,75
13-9-2001	Venta	Viesgo	100	2.147
13-10-2000	Venta	Transelec		1.076 dólares
19-7-2000	Compra	Distribuidora Brasileña Coelce	2,27	11,16
9-6-2000	Venta	Electricidad Caracas		170
29-5-2000	Compra	Energías de Aragón	19,9	
15-4-1999	Venta	Airtel	8,14	892
8-4-1999	Compra	Enersis	32	
23-3-1999	Venta	Cepsa	7,9	
19-1-1999	Venta	Antena 3	3,6	54,6
15-1-1999	Compra	Repsol	3,64	494
1-10-1998	Venta	RWE	0,42	11,5
29-7-1998	Compra	Comeesa	5,7	22,84
17-6-1998	Venta	Unión Fenosa	7,16	245,66
29-12-1997	Compra	Compañía de Inversiones Los Almendros	0,37	
		Compañía de Inversiones Luz y Fuerza	0,5	
		Compañía de Inversiones Chispa Uno	1,12	
		Compañía de Inversiones Chispa Dos	1,54	
7-11-1997	Compra	Enersis	3	
28-10-1997	Venta	REE	49,01	372,62
13-10-1997	Compra	Euskaltel	10	8,4
16-9-1997	Compra	Distribuidora de Electricidad de Bogotá Codensen	20,58	515 dólares
16-7-1997	Compra	Relevision	18	216
31-1-1997	Compra	Cepsa	2,3	47
29-11-1996	Compra	Fecsa	75	357
29-11-1996	Compra	Sevillana	75	829
29-2-1996	Venta	Unión Fenosa	2,5	

Desinversión de Auna:

Endesa vendió en 2005 el 27,7% del capital del operador español de telecomunicaciones Auna por un importe de 2.221 millones de euros, consiguiendo una plusvalía de 1.115 millones de euros después de impuestos.

Otras desinversiones:

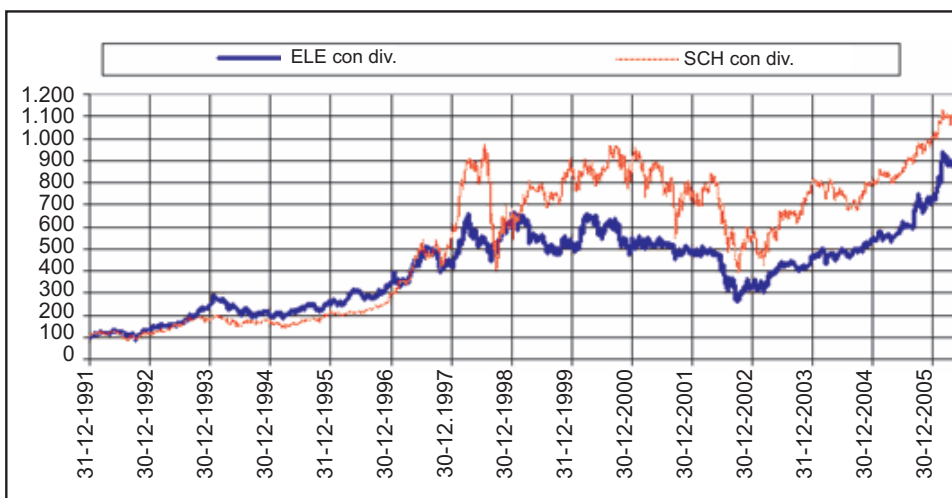
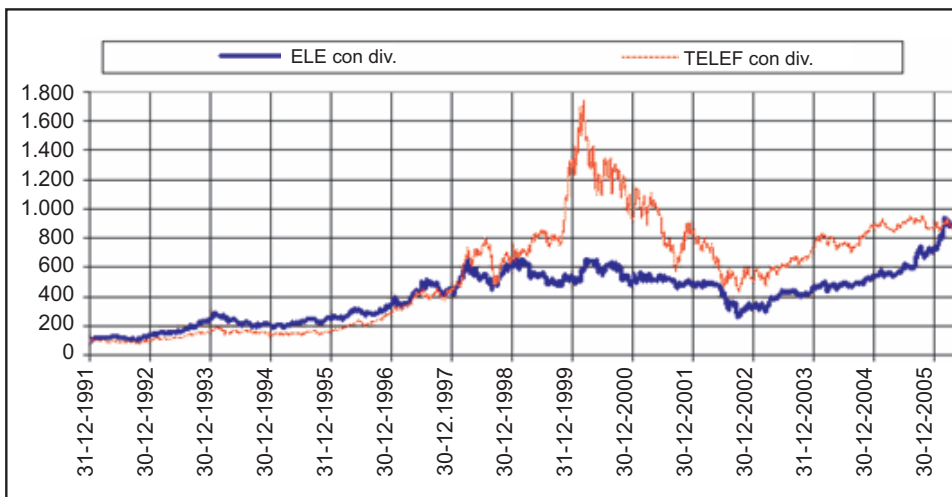
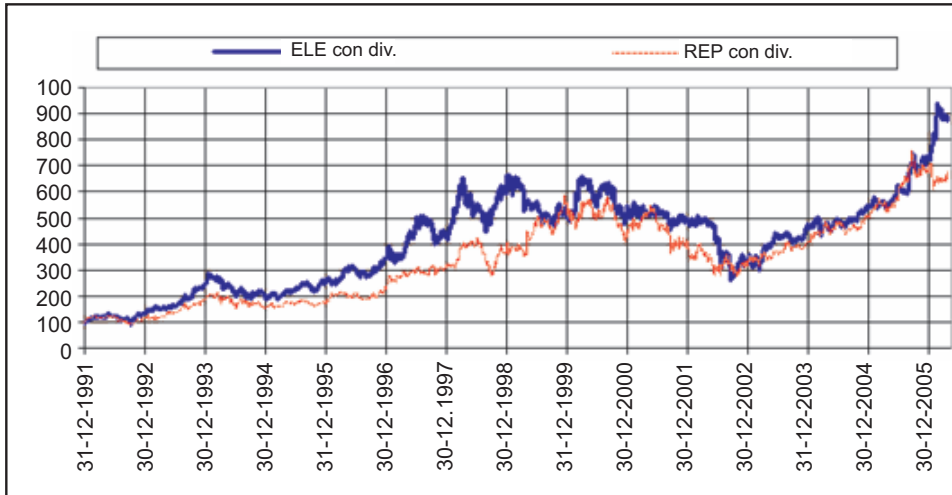
Endesa ha mantenido a lo largo de 2005 su estrategia de desinversión de activos, generando unas plusvalías brutas de 213 millones de euros adicionales a las obtenidas por la venta de Auna. Entre las desinversiones realizadas, destaca la venta de la participación del 100% de Smartcom al operador mexicano América Móvil por 505 millones de dólares –408 millones de euros–, con un resultado de 51 millones de euros después de impuestos. Además, ha continuado la desinversión de activos inmobiliarios, obteniendo 122 millones de euros, con una plusvalía bruta de 105 millones.

## Anexo 9

Comparación de la rentabilidad total para el accionista de Endesa con la de otras grandes empresas: Repsol (REP), Telefónica (TELEF); Endesa (ELE) e Iberdrola (IBERD)

31 de diciembre de 1991 = 100.

Las cotizaciones están ajustadas por los *splits*



Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

## Referencias

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

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

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