



FUSIONES Y ADQUISICIONES

OPA

gasNatural A IBERDROLA

Eva Mouriño
Augusto Díaz-Leante
Pablo Fuente
Eduardo Martínez
Pedro Amador

Executive MBA ESADE

ESADE



1. ÍNDICE DE CONTENIDOS

1.	ÍNDICE DE CONTENIDOS.....	2
2.	INTRODUCCIÓN.....	3
3.	DESCRIPCIÓN DE LA OPA.....	4
4.	LAS EMPRESAS.....	6
	A. Gas Natural.....	6
	B. Iberdrola.....	7
5.	PRINCIPALES ACTORES INVOLUCRADOS.....	8
	A. Gas Natural.....	8
	B. Iberdrola.....	9
	C. Repsol YPF.....	10
	D. La Caixa.....	11
6.	SINERGIAS Y BENEFICIOS.....	12
	A. Posibles sinergias:.....	12
	B. Puntos negativos:.....	14
	C. Beneficios para el accionista.....	15
7.	EL CALENDARIO.....	16
8.	LA RESPUESTA DE LA BOLSA.....	18
9.	IMPLICACIONES PARA EL SECTOR.....	19
10.	CONCLUSIONES FINALES.....	20
11.	DOCUMENTACIÓN CONSULTADA.....	22
12.	ANEXOS FINANCIEROS.....	23
	A. Gas Natural.....	23
	B. Iberdrola.....	25

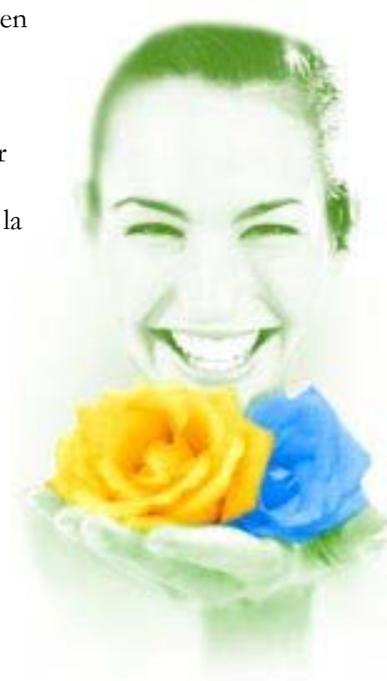


2. INTRODUCCIÓN

La OPA lanzada el pasado 10 de marzo por parte de **Gas Natural** sobre **Iberdrola** ha inyectado adrenalina en el sector energético y abre la puerta a futuros cambios y reorganizaciones corporativas. Diversos movimientos en el sector energético se han visto anticipados con anterioridad -como la frustrada OPA de Unión Fenosa sobre Hidrocantábrico o la fallida fusión Endesa e Iberdrola-, pero que hasta ahora no habían cuajado. En cualquier caso, con toda seguridad, el éxito o fracaso de la operación determinará el mapa energético español de los próximos años.

Queda por delante un largo camino para saber si la operación llegará o no a buen puerto, pero desde el inicio, este movimiento hostil, **apadrinado por La Caixa**, ha contado con la lógica **oposición de la opada y de BBK y BBVA**, pero curiosamente, también con el **rechazo de Repsol YPF**, segundo accionista de la gasista.

Al margen de la OPA, que será comentada en detalle en todo el caso, el **sector de la energía** estrenó recientemente la **plena liberalización**, por lo menos sobre el papel, de la electricidad y gas, con la incertidumbre de una guerra que hemos visto finalizar hace bien poco. Desde entonces, toda la economía observa la reestructuración que sufrirá Irak, así como la cotización del crudo que, pese a la caída registrada, se mueve volátil al son de cualquier acontecimiento.





3. DESCRIPCIÓN DE LA OPA

A pesar de su relativamente pequeño tamaño en términos de capitalización bursátil, Gas Natural ha lanzado un OPA que ha sido catalogada como **hostil** sobre el **100% del capital** de Iberdrola. El día antes de la fecha del anuncio de la OPA la capitalización bursátil de Gas Natural e Iberdrola era de 7,9 millardos de € y 12,8 millardos respectivamente. El acuerdo se estructuraría de la siguiente forma:

**“ GAS NATURAL
SDG LANZA UNA
OFERTA PÚBLICA
DE ADQUISICIÓN
SOBRE EL 100% DE
LAS ACCIONES DE
IBERDROLA ”**

- Gas Natural ha valorado Iberdrola en el momento del lanzamiento de la OPA por un importe de **17.01€** por acción o 15,3 millardos de € para el conjunto de la compañía, lo que representa 1,9 veces la capitalización bursátil de Gas Natural en el momento del anuncio de lanzamiento. **El ofrecimiento se concreta en 6,8€ en efectivo y 0,58 acciones de Gas Natural por cada acción de Iberdrola**, lo que implica que **pagará 40% del precio ofertado al contado y un 60% a través de un intercambio de acciones**. La intención de Gas Natural para poder materializar la OPA es emitir 523 m de nuevas acciones. Considerando los precios de mercado en el momento del anuncio, la OPA de Gas Natural significa una **prima de un 8%** sobre el precio de la acción de Iberdrola. La ecuación de canje y el pago en metálico equivalen a una valoración de Iberdrola de 17 € por acción, basado en el precio de cierre de Gas Natural el viernes 7 de marzo de 2003. Antonio Fornesa¹, ha declarado que aumentar el pago dinerario de la oferta dejaría en un “nivel indeseable” el endeudamiento del grupo resultante.
- La OPA esta supeditada a alcanzar un **mínimo de suscripción que represente un 75% del capital de Iberdrola**, a menos que en la próxima Junta General Extraordinaria, los accionistas acuerden eliminar las restricciones estatutarias a los derechos de voto antes de cerrar la oferta, en cuyo caso, la ejecución de la OPA estaría sujeta a alcanzar un 50,01% del capital de la compañía. Los estatutos de Iberdrola establecen que ningún accionista podrá ejercer derechos de voto por encima del 10% del capital, con independencia de su participación. Para cambiar esta medida se requiere al menos el 75% de los votos, porcentaje que coincide con el fijado por Gas Natural para el éxito de la oferta. Por su parte, Iberdrola ha decidido no suprimir estas limitaciones, dado que como hemos mencionado, considera hostil la OPA formulada por Gas Natural. La oferta también está condicionada a que los accionistas de Gas Natural aprueben la emisión de nuevas acciones para los accionistas de Iberdrola en la Junta General Extraordinaria.

Como ya hemos comentado, el consejo de Iberdrola ha calificado la OPA de hostil, por cuanto **entiende que infravalora la compañía**, que no es consistente desde el punto de vista legal y que no refleja el valor real de la compañía. Por su parte, dos de los principales accionistas de la compañía, las entidades financieras **BBVA y BBK**, que poseen un 9,5% y un 5% de la compañía respectivamente, **rechazaron** también los

¹ Presidente de La Caixa

términos de la OPA arguyendo similares razones a las esgrimidas por el consejo de Iberdrola. Curiosamente, pasado el impacto inicial, en un reciente boletín de uso interno, el BBVA ha calificado la operación de “*mejor planteada de lo que parece*” tras evaluar las posibles sinergias entre las dos compañías y el futuro de la empresa resultante en el emergente mapa e la energía.

Por otra parte, a pesar del convencimiento inicial de Fornesa de que Repsol apoyaría totalmente la operación, **Repsol**, accionista de referencia de Gas Natural con una participación del 24%, ha **rechazado** también la operación, lo que no hace más que añadir otro elemento a la incertidumbre sobre el resultado final de esta OPA.

Por último, parece que la OPA ha sido anunciada sin haber consultado previamente al Gobierno o a los organismos antimonopolio la posible viabilidad y las eventuales restricciones y condiciones que podrían serle impuestas a la nueva compañía

En caso de que prospere la OPA y asumiendo que entran en vigor las condiciones actualmente ofertadas, el control de la compañía sería asumido de forma mas o menos similar por las dos compañías, el 54% sería controlado por los antiguos accionistas de Iberdrola y el 46% restante por los anteriores accionistas de Gas Natural. Es decir, **el diseño de la operación prevé un equilibrio accionarial**, de forma que los accionistas de ambas compañías mantengan pesos parecidos en la nueva sociedad y se respeten los orígenes e historia de ambas empresas.



De acuerdo con la actual estructura accionarial de las dos compañías y asumiendo que la totalidad de los accionistas de Iberdrola aceptan la oferta lanzada por Gas Natural, la nueva estructura accionarial quedaría de la siguiente forma:

- La Caixa 13%
- Repsol 11%
- BBVA 6%
- BBK 4%
- Suez 1%
- Free Float 65%

Antonio Brufau², ha comentado: “*Esta operación acelerará las estrategias de ambas compañías, creando un líder en el mercado energético y una de las primeras compañías mundiales integradas con orientación al cliente, fuertemente posicionada tanto en los negocios de gas y de electricidad, y en mercados de fuerte crecimiento. La operación es muy beneficiosa desde el punto de vista financiero y la nueva entidad generar un mayor y más rentable crecimiento. Es muy positivo para los accionistas de ambas compañías*”.

Sin embargo, la BBK, al igual que otros accionistas institucionales, señaló horas después de conocerse la operación que la propuesta de Gas Natural no valoraba adecuadamente la eléctrica.

² Presidente de Gas Natural



4. LAS EMPRESAS

A. Gas Natural

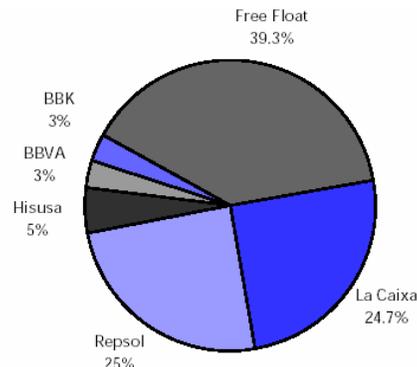
El **Grupo Gas Natural** es una multinacional de servicios energéticos que centra su actividad en el aprovisionamiento, transporte y distribución de Gas Natural en España y en Latinoamérica. También dedica un importante esfuerzo a desarrollar actividades no gasistas y a prestar un servicio completo y personalizado a cerca de 7 millones de clientes. Así, se ha marcado la estrategia de convertirse en una “multiutility” y ha iniciado su participación en el negocio de generación y comercialización de electricidad, el *trading* de gas, las telecomunicaciones y el *e-business*. En el marco internacional opera como Gas Natural Internacional, sociedad de cartera de las participaciones en empresas de Brasil, Chile, Argentina y México. Además, el Grupo Gas Natural está presente en Marruecos, donde opera el gasoducto Magreb-Europa, y en Portugal donde participa en las sociedades de transporte Gasoducto Campomaior-Leiria-Braga y Gasoducto Braga-Tui.

 Resultados (en €)

	1999	2000	2001
Cifra de negocio:	3.170.272	4.891.570	5.531.000
B° antes impuestos:	639.368	741.420	758.000
B° después impuestos:	426.201	497.460	571.000
Fondos propios:	2.933.552	3.337.030	3.678.000
Cash flow:	795.973	N/A	N/A
Reservas:	2.021.432	2.384.280	2.780.000
Empleados:	6.391	6.647	6.905
Capitalización:	10.240.673	8.221.050	9.157.000

 Accionistas³

- CAIXAHOLDING, S.A. (D) 24,7%
- Repsol YPF, S.A. (D+I) 24,04%
- BBK 3%
- BBVA 3%
- Hisusa 5%
- Free Float 39,3%



 Participaciones

- Participaciones: ENAGAS, S.A. (D) con un 40,90%

³ Fuente: Deutsche Bank y Actualidad Económica

B. Iberdrola

Iberdrola es una de las principales compañías eléctricas de Europa, donde ocupa un importante lugar en el ranking por potencia instalada, con unos activos que superan los 2,6 billones de pesetas. En España es la segunda eléctrica con más de 8 millones de clientes y tiene una cuota del 41% de la distribución de electricidad y alrededor de un 28% en el mercado de generación de electricidad. También está presente en 7 países de Latinoamérica, donde presta servicios a cerca de 5 millones de personas, desarrollando diversas actividades relacionadas con los negocios de electricidad, gas, agua y telecomunicaciones. Además, cuenta con un importante Grupo Industrial presente en sectores como energías renovables, telecomunicaciones, servicios a clientes, inmobiliario, y nuevas tecnologías. Iberdrola posee una sólida estructura económico-financiera que garantiza la creación de valor para sus clientes y accionistas. Asimismo, la organización de esta empresa responde a las necesidades del nuevo marco regulador, caracterizado por una creciente liberalización y una mayor competencia.

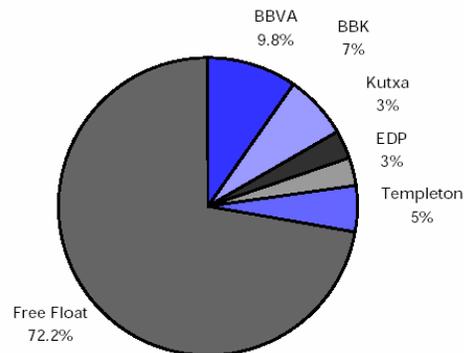


Resultados (en €)

	1999	2000	2001
Cifra de negocio:	6.250.105	6.958.150	8.113.000
B° antes impuestos:	1.033.782	1.115.060	1.198.000
B° después impuestos:	730.416	852.350	906.000
Fondos propios:	8.075.613	8.457.740	8.241.000
Cash flow:	1.530.681	N/A	N/A
Reservas:	5.109.624	5.361.230	5.105.000
Empleados:	12.653	12818	14.069
Capitalización:	12.405.316	15.182.100	13.857.000

Accionistas⁴

- BBVA S.A. 9,889%
- BBK 7%
- Kutxa 3%
- EDP 3%
- Templeton 5%
- Free Float 72,2%



Participaciones

- CEMENTOS PORTLAND, S.A. (I) 8,060%
- Iberdrola II, S.A. (D) 87,85%
- RED ELÉCTRICA DE ESPAÑA, S.A. (D) 10,00%

⁴ Fuente: Deutsche Bank y Actualidad Económica



5. PRINCIPALES ACTORES INVOLUCRADOS

A. Gas Natural

 Presidente: **Antonio Brufau Niubó**

Presidente de Gas Natural, nace en Mollerusa, Lleida, en 1948. Tras licenciarse en Ciencias Económicas por la Universidad de Barcelona, en junio de 1970, comienza su andadura profesional en Arthur Andersen. En 1980, se convierte en socio de la mundial de la firma; y desde este mismo año hasta 1988, es Socio Director de Auditoría de su oficina en Barcelona.



En 1988 entró en La Caixa como director general adjunto. Desde entonces ha formado parte del equipo de Josep Vilarasau, actual presidente de la entidad, y se encarga de las participaciones industriales de La Caixa. Por ello, en 1998 asumió la presidencia de Gas Natural, empresa en la que La Caixa posee un 30%. Desde entonces, Gas Natural ha duplicado su tamaño hasta facturar 5.267 millones de euros en 2002. Brufau llega a la presidencia de Gas Natural en 1997, sustituyendo al fallecido Pere Durán Farell. Actualmente es, además, consejero de Repsol, Aguas de Barcelona, Acesa, Inmobiliaria Colonial, Enagas y Caixaholding. Socio del Barça.

En Gas Natural, empresa dominante del mercado gasista español, no hay ninguna mujer en el comité de dirección, principal órgano ejecutivo, aunque hay cinco en el siguiente nivel. Hacia dentro, Gas Natural intenta adaptarse a los nuevos tiempos con la entrada de independientes en el consejo. “Queremos incrementar la transparencia con esos nombramientos, pero los accionistas institucionales (La Caixa y Repsol YPF) deben seguir bien representados”.

 Consejeros

- Consejero delegado: **José Luis Mateo López de Silanes Busto**
- Enrique Alcántara-García Irazoqui
- Josep Manuel Basáñez Villaluenga
- **Ramón Blanco Balín**: Vicepresidente operativo de Repsol-YPF. que conlleva la máxima responsabilidad en la gestión del grupo. Es, además, el principal candidato para acceder al puesto de consejero delegado de la petrolera, cargo que no existía hasta ahora en la empresa, por ser la mano derecha del presidente del grupo, Alfonso Cortina.
- Santiago Cobo Cobo (*)⁵
- **Isidro Fainé Casas**: presidente de Acesa desde 1998, director general de La Caixa y vicepresidente de Telefónica.
- Isabel Gabarro Miquel
- Carlos Losada Marrodán (*)
- Miguel Ángel Remón Gil
- Gregorio Villalabeitia Galarraga
- Carmelo de las Morenas López
- Jesús David Álvarez Mezquíriz

⁵ Consejero Independiente

B. Iberdrola

Presidente: **Íñigo de Oriol Ybarra**



Presidente de Iberdrola, de Asland y de Unesa, nació en Madrid el 8 de junio de 1935 y se licenció en Derecho por la Universidad Complutense. En 1959 ingresó en la asesoría jurídica de la empresa Hidroeléctrica Española (HE) y ocupó diversos cargos de responsabilidad relacionados con la comunicación exterior. El 19 de febrero de 1968 fue elegido presidente de la Cámara Oficial de Comercio e Industria de Madrid, puesto que desempeñó durante 10 años, hasta abril de 1978, fecha en que dimitió.

Miembro del consejo de administración de Hidroeléctrica Española (HE) desde el 30 de abril de 1975, pasó a presidir el Comité de Gestión de la Compañía más adelante. Dos meses antes de la retirada de su padre, éste había acordado con Pedro Durán, presidente de Hidroeléctrica de Cataluña (Hidruña), lanzar una OPA sobre la compañía catalana, realizando Íñigo Oriol la implementación de la misma, en la que HE ha llegado a controlar el 95% del capital.

El 21 de enero de 1987 accedió a la presidencia de Unesa, patronal del sector eléctrico, puesto en el que se mantuvo hasta el 13 de septiembre de 1989 y en el que le sucedió Manuel Gómez de Pablos. Durante este mandato intervino activamente en el Plan de Viabilidad de Fecsa y en mayo de 1989 firmó en Moscú la carta fundacional de la Asociación Mundial de Explotadores de Centrales Nucleares (WANO).

Negoció con el presidente de Iberduero, Manuel González de Pablos, la fusión de las dos compañías. El acuerdo fue ratificado por ambos consejos de administración el 20 de abril de 1991, con lo que se creaba HI-Holding (Iberdrola I e Iberdrola II). Desde esta última, presidida por Oriol y presentada el 7 de mayo, se realizó el proceso de unión de ambas: OPA de Iberduero (Iberdrola I) sobre Hidrola (Iberdrola II) el 25 de junio, y su nombramiento como presidente de Iberdrola I el 3 de julio de 1991 como último paso en la integración definitiva. Iberdrola controlaría el 38% del mercado. De Oriol asumió el 11 de junio de 2002, por tercera vez, la presidencia de Unesa, siendo la primera ocasión en que accede al cargo desde que la organización se convirtió en patronal, en junio de 1999.

Vicepresidentes

- **José Antonio Garrido Martínez:** presidente de Gamesa.
- Javier Herrero Sorriqueta

Consejeros

- Ignacio S. Galán
- Juan Miguel Antoñanzas Pérez-Egea: ex presidente de Uralita.
- Javier Aresti Victoria de Lecea
- Juan Luis Arregui Ciarsolo
- Juan Basterra Andersch
- José Ignacio Berroeta Echevarría
- Antonio Garay Morenes
- Rafael Icaza Zabalburu
- Santiago Mayner Oyarbide
- José Pablo Orbegozo Arroyo
- Antonio María Oriol Díaz Bustamante
- Lucas María Oriol López Montenegro
- Ignacio Pinedo Cabezudo
- Ramón Rotaache Velasco
- Víctor Urrutia Vallejo
- Mariano Ybarra Zubiria
- César de la Mora Armada
- Ricardo Álvarez Isasi

C. Repsol YPF

 Presidente: **Alfonso Cortina Alcocer**



Presidente de Repsol, nació en Madrid el 13 de marzo de 1944. Estudió la carrera de Ingeniería Superior Industrial en la ETSII de Madrid, además de Ciencias Económicas en la Universidad Complutense.

En la década de los setenta trabajó en Induban (Grupo Vizcaya) y en el Banco Hispano Americano, donde creó en 1981 y fue vicepresidente de la sociedad Hispano Hipotecario. Hacia 1984 gracias a su hermano y su primo Alberto Alcocer, casados ambos con las hermanas Koplowitz, se incorporó al grupo Construcciones y Contratas para gestionar la cementera Portland Valderrivas. En ésta desempeñó los puestos de vicepresidente y consejero delegado e inició un proceso de diversificación de inversiones a finales de 1985 con la adquisición del 70% de Torre Picasso.

Alfonso Cortina fue nombrado el 29 de junio nuevo presidente de la cementera sin dejar el de consejero delegado. Como máximo responsable de Portland Valderrivas, el 16 de septiembre de 1992 firmó con Cementos Portland la integración de ambas, constituyendo Cementos Portland S.A., controlada en un 52,5% por el Grupo Portland Valderrivas. En la nueva sociedad, fusión efectuada de forma efectiva el 25 de mayo de 1993, pasó a ocupar el puesto de presidente desde el 1 de junio. A la vez mantiene la presidencia y como consejero ejecutivo de Portland Valderrivas.

Luego, en mayo de 1993, por absorción, unió al nuevo grupo cementero las sociedades de ese sector Cementos el Alto y Cementos Hontoria. Un mes después, en su calidad de presidente de Portland Valderrivas, se incorporó al consejo de administración de FCC y en el de la cántabra Cementos Alfa. En junio de 1994 los acreedores de la constructora de las Torres de KIO (Puerta de Europa), de Madrid, FCC, Caja de Madrid, el Banco Central Hispano y Abengoa, crearon la sociedad Produa para concluir la construcción y al frente de ésta colocaron a Alfonso Cortina.

Otros consejos en los que también se encuentra Alfonso Cortina son el de la cervecera San Miguel, la cementera Lemona y en el de Roldan S.A.

Tras las elecciones generales de marzo de 1996 y una vez conseguido el visto bueno para presidir Repsol a finales de mayo, el 6 de junio fue nombrado presidente en representación del Estado y elegido presidente de esta sociedad petrolera. El 6 de junio de 1996 dejaba la presidencia del grupo Portland Valderrivas, si bien se mantendría vinculado a FCC como consejero. Fue sustituido por Rafael Martínez Ynzenga.

 Vicepresidentes:

- Manuel González Cid
- Antonio Hernández-Gil Álvarez-Cienfuegos
- **Josep Vilarasau i Salat**: expresidente de La Caixa de Barcelona

 Consejeros

- Consejero Delegado: Ramón Blanco Balín
- Enrique Aldama Miñón
- Gonzalo Anes Álvarez-Castrillón
- Ignacio Bayón Marine
- **Antonio Brufau Niubó**: presidente de Gas Natural.
- Juan Molins Amat
- Marcelino Oreja Aguirre: presidente de FCC.
- Gregorio Villalabeitia Galarraga

D. La Caixa

 Presidente: **Ricardo Fornesa**



Ricardo Fornesa, Barcelona 1931, nuevo Presidente de “la Caixa”, es Licenciado en Derecho, Intendente Mercantil y Abogado del Estado, en cuya promoción obtuvo la mayor calificación.

Tras ejercer como Delegado de Hacienda del Ayuntamiento de Barcelona, se incorporó a “la Caixa” como Secretario General en 1977. En 1990 y tras la fusión de Caja de Pensiones con Caja de Barcelona, fue nombrado Director General Adjunto Ejecutivo y “número dos” de “la Caixa”, cargo que ocupó hasta 1993.

Desde entonces, Ricardo Fornesa se ha mantenido vinculado a “la Caixa” como Secretario del Consejo de Administración, del que también ha sido vocal, así como Adjunto al Presidente.

En 1979, fue nombrado Presidente Ejecutivo de Aguas de Barcelona, compañía que con Fornesa como Presidente, remontó una crítica situación económica y sentó las bases para convertirse en uno de los grupos de servicios líderes y con mayor proyección internacional de la economía española, líder actualmente en los sectores de aguas, asistencia sanitaria e inspección de automoción, y segundo en importancia en recogida de residuos.

Así, el Grupo Agbar cerró 2002 con una cifra de negocio de 2.555,7 millones de €, del que el 90% proviene de sus empresas en los países de la Unión Europea y el 9% de América Latina. Agua y Saneamientos, 30%; Asistencia Sanitaria, 29%; Residuos Sólidos, 23%; y Servicios de Automoción, 4%, son las bases de su negocio.

Desde que Ricardo Fornesa fue nombrado Presidente en 1979, los resultados del conjunto de empresas del Grupo Agbar han mantenido un importante y continuado incremento. La cifra de negocios ha pasado de 31 millones de € en 1979 a 2.556 millones de € en 2002 (82 veces superiores), mientras que los beneficios, que en 1979 fueron de 400.000 €, alcanzaron, en 2002, los 133 millones de €, (332 veces superiores). Ricardo Fornesa es Vicepresidente de Inmobiliaria Colonial y Presidente del Patronato de la Fundación de la Universidad Ramón Llull. Es académico de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, miembro del Alto Patronato del Instituto Europeo del Mediterráneo y de la Junta Directiva de la Asamblea General del Capítulo Español del Club de Roma, entre otros.



6. SINERGIAS Y BENEFICIOS

Debemos tener claro que para que se generen sinergias debe existir un cierto grado de compenetración entre las empresas. Parece evidente que aquí existe dicha compenetración ya que ambas compañías son muy complementarias.

El origen de las sinergias puede venir por:

- Incremento de ingresos (Incremento de precios y/o incremento de volumen)
- Reducción de costes (Personal, producción, financiación, etc.)
- Reducción de riesgo (Diversificación)

Gas Natural está presentando esta propuesta como una forma de crear un gran gigante energético europeo con presencia en la electricidad y en el gas y poder competir así en el liberalizado mercado europeo. Además, se esgrime el argumento de que la absorción facilitaría la complementariedad de la empresa gasística y la eléctrica, lo que permitiría a la eventual compañía resultante, convertirse en una gran compañía española multiservicios y sin ostentar una posición de dominio, una vez segregada su posición en ENAGAS, el actual propietario de las infraestructuras gasísticas.

Estaríamos hablando de la tercera compañía europea por número de clientes y capitalización bursátil y la quinta en el mundo (por capitalización). Ese tamaño le permitiría beneficiarse de economías de escala y de las oportunidades que presenta un sector de energía europeo cada vez más liberalizado.

Gas Natural cifra los ahorros consecuencia de las sinergias en 415 millones €.

A. Posibles sinergias:

Poder de compra, se incrementará para el gas como reflejo de las necesidades combinadas de Gas Natural (más de 30bcm en el 2006) e Iberdrola (alrededor de 7,5bcm en el 2006), inicialmente los costes de abastecimiento mejorarán (aunque una de las condiciones que impondrá el Ministerio de Economía será forzar a Gas natural a reducir los contratos de abastecimiento).

Integración de las redes comerciales de gas y electricidad, con los consiguientes ahorros de costes por la eliminación de duplicidades. Gas Natural e Iberdrola tienen 2,4 millones de clientes comunes. Iberdrola añade 16,2 millones de clientes a la cartera de 8,1 millones de Gas Natural, de los cuales 9,2 millones están España. Aparte existe una complementariedad geográfica de las bases de clientes.

“Mix” de producción más equilibrado, menor dependencia de la generación hidráulica. El negocio de producir electricidad quemando gas es prometedor. La fuente es relativamente barata y abundante y la construcción de plantas de ciclo combinado (CCGT) no supone grandes problemas para las empresas (el plazo de construcción de la

planta es relativamente corto, 3 años) y proporciona elevados beneficios en el corto plazo.

Mejora de la eficiencia, a través de una oferta multiproducto. Iberdrola cuenta con el 40% del mercado final de la electricidad. La base de activos de generación de alta calidad y su posicionamiento en generación (tanto hidráulico como nuclear) sitúa a Iberdrola en una muy buena posición competitiva en el sector.

Mayor capacidad de inversión y expansión internacional, las actividades de Iberdrola en América Latina representan un 13% de su EBITDA y cuentan con un altísimo potencial (México y Brasil) y sus inversiones financieras tienen una alta liquidez. No debemos olvidar las economías de escala en financiación (ahorro de costes financieros)

Racionalización de las inversiones conjuntas, la propuesta está contemplando venta de activos, ahorro de capex y costes.

Ventas de activos: Por una cifra total de 5.000 MM €. Se pretende ganar músculo en el negocio eléctrico, que sería aportado por Iberdrola, y perderlo, aunque sea ligeramente, en el mercado de gas desprendiéndose de bienes que todavía están bajo su órbita. Esa desinversión de activos relacionados con el sector eléctrico y gasístico abriría la puerta a nuevos operadores o permitiría a los actuales agentes aumentar su tamaño en el campo energético.

Ahorro de Capex: Se habla de un ahorro de Capex de 4.100 MM € en el periodo 2003-2005, que es un 28% de los planes combinados de Capex (14.700 MM €). El gran ahorro viene de la generación eléctrica, que inicialmente tenía un Capex previsto de 7.000 MM € que pasaría a ser de 3.500 MM € (con recortes en Brasil y México, pero principalmente en España).

Ahorro de costes: Las sinergias deberían aparecer al centralizar la operación de las redes de distribución gas-electricidad, en el abastecimiento a los clientes, en centralizar las tecnologías y los sistemas de información y en la venta cruzada. El ahorro de costes se estima en un 2,6% de los actuales costes operativos (en una aproximación conservadora). La nueva empresa tendría que invertir alrededor de 60 millones de Euros para poder conseguir el ahorro de costes planeado.

“Adelgazamiento” de la estructura corporativa de la nueva compañía, ahorro de gastos generales, reducción de personal por la vía de jubilaciones anticipadas y voluntarias, etc.

Mayores oportunidades de comerciar con gas, los mayores precios del gas en el exterior harán que sea rentable negociar con el extranjero, la nueva compañía gozaría de una posición privilegiada para beneficiarse del arbitraje de precios en los mercados principales de gas.

Plusvalías: De acuerdo con la información publicada en La Razón (edición Cataluña), la empresa presidida por Antoni Brufau (Gas Natural) prevé obtener unas plusvalías que se elevaría a alrededor de 2.900 millones durante un periodo de veinte años si finalmente se concreta la transacción. La operación supondría generar una media anual de alrededor de 146 millones por año en plusvalías que se obtendrían de la unión de ambos negocios.

En el caso de que las dos compañías se fusionaran después de la adquisición, la plusvalía podría ser deducible fiscalmente, siempre que los inversores que adquieran las acciones estén sujetos al pago de impuestos en España.

B. Puntos negativos:

Gas Natural está “sobrepagando” por Iberdrola. Al momento de lanzar su oferta estaba valorando a Iberdrola en 17,01 € por acción (comparado con un valor estimado según los especialistas de 15,02€)

Dilución del valor de la acción de Gas Natural, el pagar un sobrepago por Iberdrola hace que la acción de Gas Natural valga menos. Existe el riesgo de que Gas Natural intente mejorar el precio para lograr el éxito de la OPA, lo que haría la propuesta menos atractiva bajo el punto de vista de los accionistas de Gas Natural. No obstante, parece que en años sucesivos se produciría un repunte de la acción.

Parálisis en la estrategia de ambas compañías, hasta que se resuelva la OPA.

Riesgos asociados a la implementación de la fusión, ya que las culturas de ambas compañías son totalmente distintas, con 21.000 empleados y dos negocios que hasta la fecha han funcionado completamente independientes. Por otro lado, la compañía (Gas Natural) se vería obligada a vender activos a un bajo precio para cumplir con las previsibles restricciones impuestas.

La nueva compañía estaría sujeta a grandes presiones políticas, no sólo a nivel nacional sino también a nivel regional, País Vasco y Cataluña, cuyos gobiernos han estado tradicionalmente involucrados en la toma de decisiones de ambas compañías. Esto arroja dudas en dos sentidos, por un lado está el alcance de la adquisición en términos de ahorro de costes y por otro el proceso de toma de decisiones futuro, con mayor preponderancia de los factores políticos sobre los económicos.

Dudas respecto a la estrategia de crecimiento orgánico de Gas Natural en sus principales mercados, España y México. Por lo que respecta a España, el cada vez mayor incremento del mercado liberalizado junto a la baja rentabilidad del segmento y la todavía débil generación eléctrica, hacen que se debiliten las expectativas de crecimiento en este mercado.

C. Beneficios para el accionista

De acuerdo con la nota Informativa de Gas Natural, existen numerosos beneficios para los accionistas de ambas compañías. Recordemos que en la forma en que está planteada la OPA, si esta se lleva a cabo, los accionistas de ambas empresas se embarcan en el mismo proyecto (un 54 % de las acciones de la nueva compañía pertenecerían a los actuales accionistas de Iberdrola). Los beneficios serían los siguientes:

- Se acelera la consecución de los planes estratégicos para ambas compañías. Este punto beneficiaría a ambas compañías. **Los planes estratégicos casan** perfectamente con la OPA planeada.
- Creación de un **líder en el Sector Energético**. También da la posibilidad de incluir el valor resultante en nuevos índices como por ejemplo el DJ Euro Stoxx50 lo cual daría más profundidad del valor y por lo tanto aumentaría el precio de la acción.
- Una **prima de las acciones** de Iberdrola del 20% sobre el cierre del Viernes 7 de Marzo, lo cual implica una valoración implícita de 17 € por acción. Sin embargo, la OPA queda condicionada por el comportamiento de la Bolsa, debido a los términos en que se plantea la oferta con un 60% en acciones y un 40% en efectivo. La caída de la cotización de Gas Natural y a la tímida revalorización de la de Iberdrola, provoca una importante reducción en la prima (más de un 10%).
- **Beneficios industriales**. Los importantes beneficios industriales para ambas compañías no se ponen en duda:
 - 👉 Sinergias. Comercialización conjunta, integración vertical en la cadena de valor del gas, Operativa conjunta de la Red de Distribución.
 - 👉 Optimización de los Servicios de Apoyo y Corporativos.
 - 👉 Disciplina financiera, mayor poder de compra, disminución de deuda de Iberdrola
 - 👉 Más oportunidades de negocio

En general: Mejora de retornos por capital, repunte de beneficio por acción y estructura sólida eficiente y flexible.



7. EL CALENDARIO

El proceso de adquisición implica una serie de autorizaciones y aprobaciones que serán las que determinen la fecha en la que la OPA será realmente efectiva.

En un principio, la OPA está sujeta a la aprobación de la **Comisión Nacional del Mercado de Valores** (CNMV), que debía haberse manifestado en un plazo de 15 días laborables, es decir a finales de marzo.

Una vez se haya manifestado la CNMV, el **organismo antimonopolio** deberá aclarar su postura en lo referente a: El Tribunal de Defensa de la Competencia debe dar su opinión un mes después de que la CNMV haya aprobado la operación. En caso de que este organismo dictamine que la operación no afecta a la competencia, entonces la OPA será afectiva en cuanto el organismo antimonopolio haya manifestado su decisión. No obstante, en nuestra opinión la fusión afecta a claramente cuestiones de competencia, ya que Gas Natural es el mayor operador gasista e Iberdrola es la segunda empresa eléctrica con un creciente interés en el sector gasista. El grupo debe mostrar a las autoridades de la competencia que sus posiciones no serán de dominio, ya sea en gas como en electricidad, para ello ofrece desinversiones y recorte de inversiones, especialmente en centrales de ciclo combinado.

Sin embargo **Economía** quiere que el proceso sea compatible con el mantenimiento de proyectos, en este sentido el secretario de Estado de Energía ha declarado que con independencia del resultado final que tenga la OPA, lo que resulta imprescindible es que se cumplan con las inversiones contenidas en el documento sobre planificación energética 2002-2011.

Bufrau⁶ reconoce que espera la resolución preliminar de la **Comisión Nacional de la Energía** para inicial conversaciones con Repsol. *“Nosotros no tenemos todavía la luz verde de los reguladores.”* añadió. Y *“este va a ser un largo proceso”*
Tanto Gas Natural como Iberdrola han trasladado a la **Comisión Nacional de Energía** su batalla por la OPA, ya que ambas empresas pretenden que se recojan sus opiniones en los dos informes que realizará el organismo regulador sobre esta operación.

El siguiente paso sería que el **Tribunal de Defensa de la Competencia** dictamine sobre el caso, proponiendo los términos y condiciones para la OPA. El Tribunal sugeriría las condiciones y restricciones de aplicación en la operación. La duración estimada de este proceso sería de dos meses. El vicepresidente segundo del gobierno y ministro de Economía ha asegurado que velará por la competencia en el sector energético. En sus declaraciones, Rato indicó que la única preocupación y obligación del ejecutivo es el mantenimiento de la competencia, por lo que velará *“con la misma intensidad con la que lo ha hecho en anteriores ocasiones por garantizar el funcionamiento de los mercados en beneficio de los consumidores”*.

En medios del sector energético se espera que el informe de la Comisión de la Energía sea muy crítico con la OPA o que establezca una autorización condicionada a que no se

⁶ Presidente de Gas Natural

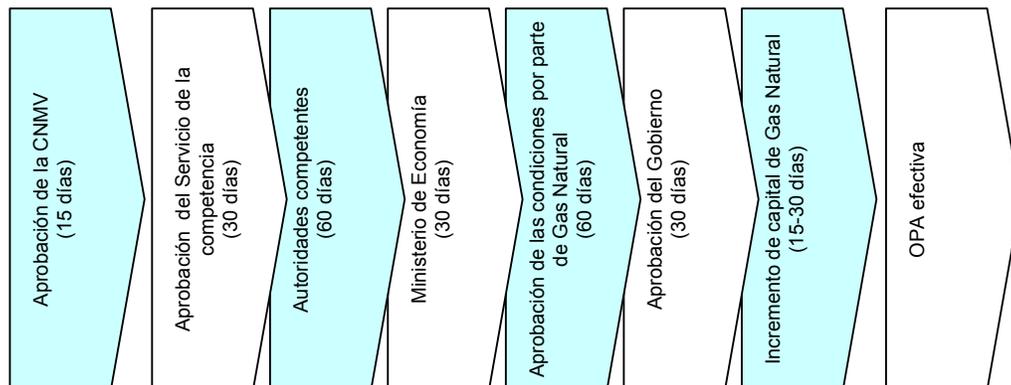
superen ciertos niveles de endeudamiento para evitar que peligren futuras inversiones ya comprometidas por parte de las dos compañías.

Iberdrola se ha personado como parte afectada en uno de los dos informes que está elaborando la CNE para valorar la OPA. Por su parte la empresa gasista ha presentado ante la CNE una protesta por considerar no pertinente que Iberdrola se persone en el proceso de informe de solvencia que se denomina en el argot administrativo “función 15 de la CNE”. En el segundo informe, “función 14” se analizan los efectos que tendrá la operación en el mercado energético Español. Fuentes del sector energético han señalado que se espera que este segundo informe, que se unirá al que está realizando el Servicio de Defensa de la competencia, resulte favorable a la OPA.

Finalmente, el **Gobierno** a través del **Ministerio de Economía**, hará oficiales las condiciones y restricciones que debe cumplir la nueva compañía, definiendo las medidas concretas de planificación en lo que al negocio tanto gasista como eléctrico se refiere. Para ello el Ministerio cuenta con el plazo de un mes. Si prospera la OPA de la gasista sobre la eléctrica, el gobierno deberá pronunciarse sobre aspectos tan elementales como el de evitar la posición dominante en el suministro de un servicio básico. Es necesario señalar que existe la posibilidad de que el proceso que hemos descrito se retrase, si interviene la **Unión Europea** y decide estudiar si el caso puede tener repercusiones europeas. En el caso de que intervenga la UE y dado que se trata de dos compañías nacionales, lo más probable es que declare competente al gobierno, sin embargo este trámite puede dilatar el proceso dos meses más.

Una vez que los términos de la adquisición hayan sido aprobados por el gobierno, siempre y cuando **Gas Natural** los acepte, la compañía tiene 60 días para decidirse y prepara un plan de negocio para la nueva compañía. El gobierno dispone de un mes para aceptar dicha propuesta de plan de negocio. Es entonces cuando Gas Natural debe convocar la **Junta General Extraordinaria** para aprobar la emisión de los derechos, 523m nuevas acciones, para lo que será necesario un plazo de dos a cuatro semanas.

Por último, la oferta tomará efecto y permanecerá abierta por un periodo de mes y medio. Al final de este periodo sabremos si el acuerdo se ha materializado o no. Gas Natural ha aplazado para el próximo 23 de junio su Junta General de Accionistas. El equipo de Antonio Brufau ha decidido retrasar la fecha, inicialmente prevista para el 31 de Abril, para poder presentarse ante los socios con los deberes hechos. Y es que, para entonces, la empresa catalana espera que ya esté lista la resolución de la OPA sobre Iberdrola, de la que el Tribunal de Defensa de la Competencia y la Comisión Nacional de la Energía todavía tienen que emitir dictamen.





8. LA RESPUESTA DE LA BOLSA

El lunes 10 de marzo de 2003, se suspendieron las cotizaciones de Gas Natural y de Iberdrola antes de la apertura de la Bolsa, por petición de Gas Natural.

La OPA presentada por Gas Natural por el 100% de las acciones de Iberdrola fue una gran sorpresa para los inversores de ambas compañías (*al menos para el free-float*). La acogida de la noticia por parte de los inversores no fue buena. El precio de la acción de Gas Natural que se había mantenido sobre los 18€ por acción (el viernes 7 cerró a estar a 17,61€), fue castigada por el mercado, cerrando en su mínimo histórico de los últimos 5 años, llegando a desplomarse hasta los 14,92€ por acción (cerró a 15,3€ lo que supuso una caída del 13%). La caída del valor se debió a que los accionistas de Gas Natural pensaron que se estaba pagando demasiado por las acciones de Iberdrola y por lo tanto el beneficio por acción de las suyas se diluiría. Este comportamiento ponía de manifiesto la posición contraria de los accionistas de Gas Natural.

El valor de Iberdrola, que cerró a 14,22€ el viernes, el lunes día 10, ante la noticia de la OPA llegó a subir a 14,97€ por Acción, pero cerró a 14,38€ (una revalorización de 1,13 %). Durante el siguiente mes ha llegado a 15,49€, sin embargo, la tendencia alcista parece haber tocado techo, tras tres subidas consecutivas, la eléctrica se situó en el nivel más alto de los últimos 12 meses, con un valor alrededor de 15,1€. Este comportamiento de los accionistas de Iberdrola parece indicar que no consideraron viable la OPA.

En la siguiente figura se muestra la evolución de la cotización de las dos empresas desde el lanzamiento de la OPA, en donde se observa un claro castigo a Gas Natural.





9. IMPLICACIONES PARA EL SECTOR

La posición de Endesa se debilitará. Si finalmente la OPA se lleva a cabo, la posición competitiva de Endesa en el mercado español de la producción se debilitará, lo cual repercutirá en su crecimiento y márgenes futuros.

Además, Endesa podría erigirse como “*white knight*” y revisar su intención de fusionarse con Iberdrola o incluso lanzar una OPA sobre Fenosa, y ninguna de esas dos opciones beneficiaría a sus accionistas.



Por otro lado, y si la OPA finalmente se lleva a cabo, lo cual implicaría casi con toda seguridad una obligación de desinversión, Endesa estaría particularmente interesada en adquirir ciertos activos, sobre todo los relacionados con el gas. Eso ayudaría a Endesa en su estrategia del negocio del gas y ganaría cuota de mercado y masa crítica en poco espacio de tiempo. De todas maneras no hay que olvidar su delicada situación financiera.

Unión FENOSA, la especulación de una adquisición gana *momentum*, pero tendría pocos fundamentos. Unión Fenosa (y ENI), al igual que Endesa, estarían interesadas en comprar activos relacionados con el gas y parece que no van a existir problemas financieros.



Repsol YPF, las mayores implicaciones de esta OPA para Repsol tienen que ver con sus relaciones con La Caixa. Antes del anuncio de la OPA, Repsol y la Caixa compartían la gestión de Gas Natural, pero una vez hecho el anuncio este acuerdo con La Caixa para controlar Gas Natural se ha roto, y parece que las razones estratégicas para mantener esa participación han desaparecido.



Una opción para Repsol sería negociar su salida de Gas Natural al mismo tiempo que La Caixa se retira de la estructura accionarial de Repsol, como el valor de ambas participaciones es muy similar: si esto ocurriera, La Caixa controlaría el 52% de Gas Natural, mientras que Repsol podría amortizar las acciones que actualmente pertenecen a la Caixa.

ENAGAS, Si hubiera implicaciones serían positivas, ya que seguro que una de las restricciones que se le impondrían a Gas Natural por parte de las autoridades sería vender su participación en la compañía. Esto mejoraría la independencia de ENAGAS y proporcionaría un mayor *free float*, ambas cosas muy positivas.





10. CONCLUSIONES FINALES

En la nota informativa de remitida por Gas Natural, la compañía resalta las grandes sinergias que existen entre ambas compañías y el incremento del valor que supone para el accionista, tanto de una como de otra compañía. **Desde el punto de vista industrial la OPA aparenta ser eficiente**, sin embargo se castiga con gran fuerza al valor. ¿Por qué?

La negativa inicial de Iberdrola a ser adquirida y el rechazo de Repsol han obligado a replantear toda la situación. Máxime cuando **en el seno de La Caixa**, primer accionista tanto de Gas Natural como de Repsol, **se han producido cambios de importancia** en la cúpula y han surgido ciertas críticas a cómo se ha preparado la operación. Efectivamente, el nombramiento de **Ricardo Fornesa**⁷ en sustitución de Josep Vilarasau, va a tener más importancia de la que inicialmente se pensaba, en especial en lo que se refiere a la que es ahora la más importante de las operaciones emprendidas por la entidad catalana.

El diseño de la operación fue llevado a cabo esencialmente por Gas Natural, presidido por **Antoni Brufau**⁸ y por el consejero delegado de Gas Natural, **José Luis López de Silanes**, nombrado a propuesta de Repsol. Pero contó con el apoyo logístico de La Caixa que, finalmente tuvo que avalar la operación. Curiosamente, en un reciente informe del banco de negocios UBS Warburg, este afirma que la oferta de adquisición de acciones podría salir adelante si se nombrara a **Ignacio Galán**⁹ como consejero delegado de la compañía resultante.

Las relaciones de Gas Natural con Repsol no eran buenas y ahora son peores, aunque la petrolera es el segundo accionista de la gasista. Naturalmente las relaciones actuales entre Iberdrola y Gas Natural son escasas por motivos obvios de competencia.

Y ahí es donde entra la figura de **Fornesa** como elemento que puede modificar la actual situación. El nuevo presidente de La Caixa, que sabe perfectamente que su puesto no es ejecutivo pero que no quiere renunciar al papel que debe jugar como máximo responsable de la entidad en los próximos cuatro años, ha dicho desde el principio que entiende que la operación de compra de Iberdrola es buena pero también ha manifestado su intención de rebajar la tensión existente entre todos los actores. Es decir, quiere redirigir las cosas hacia una posición más negociadora, aunque eso signifique variar de forma sustancial la oferta y puede que las relaciones internas dentro de la primera entidad de ahorro catalana.

Fornesa quiere que Gas Natural acabe controlando Iberdrola porque entiende que es el futuro de la compañía. Incluso algunas noticias publicadas en prensa apuntan a que haya que mejorar la oferta inicial (**parece que el precio inicial no es muy alto**), bien en el precio final, bien en la forma de compra de las acciones de Iberdrola.

La distancia de unos con otros no es lo mejor para este tipo de negocio, piensa **Fornesa**, y por eso se muestra partidario de **intentar reconvertir una OPA** hostil como la que

⁷ Nuevo presidente no ejecutivo de La Caixa

⁸ Director general de La Caixa para el grupo industrial. Ver sección: Principales Actores Involucrados

⁹ Actual consejero delegado y vicepresidente de Iberdrola

ahora está encima de la mesa en una operación más o menos voluntaria y pactada. Gas Natural ha dicho que está dispuesto a ceder parte de sus clientes en Cataluña y Madrid, las dos principales áreas de influencia de la operadora de gas, a cambio de recibir luz verde administrativa para llevar a cabo la operación.

Pero puede ocurrir que esto no sea suficiente. Las relaciones personales deterioradas pueden corregirse mediante varias vías. Una de ellas es, naturalmente, que alguien dé un paso para conseguirlo, pero también es posible que la solución final pase porque algunos actores más o menos secundarios acaben abandonando la escena. El papel de **Fornesa** como nuevo presidente de La Caixa para los próximos cuatro años se verá de forma clara en los primeros meses. Es ahora cuando tiene que establecer cómo quiere impulsar su presidencia y si quiere o no que otras personas tengan protagonismo en la entidad.

A nuestro juicio la OPA puede aún pasar por muchas dificultades, pero a la vista de las enormes sinergias de ambas empresas, nos decantamos por su probable éxito. En cualquier caso, está en juego el control de empresas de gran importancia. Y nadie quiere estar *fuera de juego*.



11. DOCUMENTACIÓN CONSULTADA

Prensa

- 5 días: <http://www.5dias.com>
- El País: <http://www.elpais.es>
- Invertia: <http://www.invertia.com>
- Yahoo Finanzas: <http://finanzas.yahoo.es>

Empresas

- Enagas: <http://www.enagas.com>
- Endesa: <http://www.endesa.com>
- Gas Natural : <http://www.gasnatural.com>
- Iberdrola : <http://www.Iberdrola.es>
- Repsol-YPF: <http://www.Repsolypf.com>
- Unión Fenosa: <http://www.unionfenosa.com>

Informes financieros

- Diferentes informes financieros de banca europea

Otros

- Servicio Guíame de ESADE: <http://www.guiame.net>
- Biblioteca ESADE: <http://www.esade.es/biblio/>



12. ANEXOS FINANCIEROS¹⁰

A. Gas Natural

FY to 31/12 (in € m)	1998	1999	2000	2001	2002	2003E	2004E
Profit & Loss Account							
Turnover	2,683.2	3,170.1	4,891.6	5,530.6	5,267.9	4,803.6	5,333.2
% Change	4.2%	18.1%	54.3%	13.1%	(4.7%)	(8.8%)	11.0%
Cost of Sales	(1,575.8)	(1,846.9)	(3,313.3)	(3,785.7)	(3,690.7)	(3,181.2)	(3,526.1)
Personnel Costs	(208.1)	(226.9)	(251.7)	(275.6)	(245.8)	(241.7)	(278.0)
EBITDA	899.3	1,096.3	1,326.6	1,469.3	1,331.4	1,380.7	1,529.1
Depreciation & amortisation	(306.0)	(358.1)	(404.2)	(450.7)	(424.7)	(405.7)	(466.9)
Operating profit [loss]	593.3	738.2	922.4	1,018.6	906.7	975.0	1,062.2
% Change	18.2%	24.4%	25.0%	10.4%	(11.0%)	7.5%	8.9%
Net financial items	(125.1)	(117.5)	(194.5)	(286.8)	(207.8)	(122.5)	(134.1)
Exceptional items	(4.5)	(24.3)	2.2	20.2	365.0	0.0	0.0
Profit sharing	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tax	(149.4)	(187.7)	(208.7)	(196.7)	(212.9)	(289.1)	(315.6)
Affiliates [Contribution]	6.0	9.8	12.1	8.6	31.4	80.1	89.9
Goodwill amortisation	50.7	33.0	(0.8)	(3.2)	(84.3)	(3.2)	(3.2)
Net profit [loss] before minorities	370.9	451.5	532.8	560.9	798.1	640.3	699.2
Minorities	(20.1)	(25.5)	(35.3)	10.0	7.8	(3.0)	(12.0)
Net attributable profit [loss]	350.8	426.0	497.5	570.9	805.9	637.3	687.2
% Change	15.3%	21.4%	16.8%	14.8%	41.2%	(20.9%)	7.8%
Cash Flow Statement							
Cash flow	626.2	776.6	937.7	1,014.8	1,307.1	1,049.2	1,169.3
% Change	4.2%	24.0%	20.7%	8.2%	28.8%	(19.7%)	11.4%
Change in WCR	(66.7)	104.1	81.8	126.5	155.0	(23.2)	50.9
Capex	(829.4)	(778.3)	(1,032.4)	(935.3)	(960.0)	(1,130.0)	(1,130.0)
Net cash flow	(136.5)	(105.8)	(176.5)	(47.0)	192.1	(57.6)	(11.6)
Financial investments	0.0	(250.1)	(645.0)	(18.3)	(156.0)	0.0	0.0
Disposals	0.0	0.0	21.8	99.7	1,100.0	0.0	0.0
Dividends paid	(69.1)	(80.7)	(107.5)	(125.4)	(147.8)	(157.8)	(165.7)
Capital Increase	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Cash Flow	143.3	(110.9)	(177.1)	79.6	1,080.2	(283.3)	(9.0)
Dec. [Inc.] in net debt	(62.3)	(547.5)	(1,084.3)	(11.4)	2,068.5	(498.7)	(186.3)
Balance Sheet							
Shareholders equity	2,521.8	2,933.6	3,283.3	3,677.7	3,992.7	4,798.7	5,320.1
Minority interests	160.7	210.2	242.6	141.6	201.0	111.6	114.6
Pension Provision	165.4	67.8	18.3	15.0	20.0	20.0	20.0
Other provisions	144.8	231.0	258.5	192.2	256.4	192.2	192.2
Net debt [Cash]	2,033.4	2,580.9	3,665.2	3,676.6	1,608.1	2,106.8	2,293.1
Gearing [%]	75.8%	82.1%	104.0%	96.3%	38.3%	42.9%	42.2%
Capital Invested	5,026.1	6,023.5	7,467.9	7,703.1	6,078.2	7,229.3	7,940.0

¹⁰ Fuente *CAI Chevreux y 5Dias*

	(62.3)	(547.5)	(1,084.3)	(11.4)	2,068.5	(498.7)	(186.3)
Goodwill	(61.6)	0.0	51.5	56.4	71.9	70.0	66.8
Intangible assets	106.6	141.8	187.3	224.1	859.0	224.1	224.1
Tangible assets	5,300.1	6,002.1	7,077.8	7,352.7	4,560.8	6,419.8	7,082.9
Financial assets	216.6	311.0	498.6	287.0	303.0	287.0	287.0
Affiliates	48.1	48.1	50.4	54.2	399.7	399.7	399.7
Working capital	(583.7)	(479.6)	(397.8)	(271.2)	(116.2)	(171.3)	(120.4)
WCR as a % of turnover	(21.8%)	(15.1%)	(8.1%)	(4.9%)	(2.2%)	(3.6%)	(2.3%)
Capital employed	5,026.1	6,023.5	7,467.9	7,703.1	6,078.2	7,229.3	7,940.0
Per Share Data							
EPS	0.78	0.95	1.11	1.28	1.80	1.42	1.53
% Change	14.7%	21.8%	16.8%	15.3%	40.6%	(21.1%)	8.5%
Goodwill	(0.11)	(0.07)	0.00	0.01	0.19	0.01	0.01
Dividend	0.18	0.24	0.28	0.33	0.40	0.37	0.40
Cash Flow	1.40	1.73	2.09	2.27	2.92	2.34	2.61
% Change	4.5%	23.6%	20.8%	8.6%	28.6%	(19.9%)	11.5%
Book Value per Share	5.63	6.55	7.33	8.21	8.92	10.72	11.88
Number of shares adjusted (m)	448.000	447.800	447.800	447.800	447.800	447.800	447.800
Average No. of Shares Adj. (m)	447.800	447.800	447.800	447.800	447.800	447.800	447.800
Treasury Stock Adj. (m)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Share Price (Adjusted)							
Latest Price	30.95	22.87	19.40	18.70	18.07	15.81	-
High	32.35	34.05	23.40	21.40	22.87	19.85	-
Low	13.42	19.10	17.06	16.60	15.37	14.92	-
Average Price	20.67	24.96	19.41	19.16	19.09	18.39	-
Valuation							
P/E	39.7	24.1	17.5	14.6	10.0	11.1	10.3
P/CF	22.1	13.2	9.3	8.3	6.2	6.8	6.1
P/BV	5.5	3.5	2.6	2.3	2.0	1.5	1.3
Gross yield [%]	0.6%	1.0%	1.4%	1.8%	2.2%	2.3%	2.5%
EV/EBITDA	18.8	12.4	9.8	8.4	7.3	6.4	5.9
EV/EBIT	28.5	18.4	14.1	12.1	10.7	9.1	8.5
EV/Turnover	6.3	4.3	2.6	2.2	1.8	1.8	1.7
Financial Ratios							
Interest cover	4.7	6.3	4.7	3.6	4.4	8.0	7.9
Net debt/Cash flow	3.2	3.3	3.9	3.6	1.2	2.0	2.0
EBITDA Margin [%]	33.5%	34.6%	27.1%	26.6%	25.3%	28.7%	28.7%
EBIT margin [%]	22.1%	23.3%	18.9%	18.4%	17.2%	20.3%	19.9%
Net margin [%]	13.8%	14.2%	10.9%	10.1%	15.2%	13.3%	13.1%
Capital Turn [Turnover / Op. CE]	0.6	0.6	0.7	0.8	1.0	0.7	0.7
Gearing [%]	75.8%	82.1%	104.0%	96.3%	38.3%	42.9%	42.2%
Payout rate (%)	23.0%	25.2%	25.2%	25.9%	22.2%	26.0%	26.1%
Return (%)							
RoCE [EBIT/Operating CE]	12.5%	13.0%	13.3%	13.8%	16.9%	14.9%	14.6%
Return on Equity	15.0%	15.7%	16.4%	16.8%	22.5%	14.2%	13.8%

B. Iberdrola

FY to 31/12 (in € m)	1998	1999	2000	2001	2002	2003E	2004E
Profit & Loss Account							
Turnover	3,237.6	3,444.2	3,750.0	4,239.9	4,513.0	4,750.5	5,054.5
% Change	(34.5%)	6.4%	8.9%	13.1%	6.4%	5.3%	6.4%
Cost of Sales	(756.7)	(882.7)	(1,090.9)	(1,118.5)	(1,393.9)	(1,219.6)	(1,197.3)
Personnel Costs	(668.4)	(649.4)	(658.4)	(742.7)	(762.1)	(735.4)	(723.5)
EBITDA	1,812.5	1,912.1	2,000.7	2,378.7	2,357.0	2,795.5	3,133.7
Depreciation & amortisation	(601.7)	(735.3)	(775.8)	(799.8)	(792.8)	(858.4)	(932.0)
Operating profit [loss]	1,210.8	1,176.9	1,224.8	1,578.8	1,564.2	1,937.0	2,201.7
% Change	34.7%	(2.8%)	4.1%	28.9%	(0.9%)	23.8%	13.7%
Net financial items	(360.7)	(177.7)	(433.5)	(559.2)	(589.1)	(543.0)	(581.3)
Exceptional items	30.2	85.7	21.6	(8.1)	253.3	25.0	25.0
Profit sharing	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tax	(266.8)	(303.3)	(259.3)	(286.2)	(304.0)	(400.0)	(480.7)
Affiliates [Contribution]	57.5	(29.0)	319.7	220.5	87.3	98.6	107.6
Goodwill amortisation	(5.5)	(22.0)	(17.7)	(33.7)	(43.4)	(72.2)	(72.2)
Net profit [loss] before minorities	665.5	730.5	855.8	912.1	968.2	1,045.5	1,200.1
Minorities	(0.3)	(0.1)	(3.4)	(6.2)	(6.1)	(9.7)	(12.1)
Net attributable profit [loss]	665.2	730.4	852.3	905.9	962.1	1,035.8	1,188.0
% Change	9.1%	9.8%	16.7%	6.3%	6.2%	7.7%	14.7%
Cash Flow Statement							
Cash flow	1,245.7	1,528.4	1,641.5	1,749.9	1,250.4	2,004.3	2,254.9
% Change	1.9%	22.7%	7.4%	6.6%	(28.5%)	60.3%	12.5%
Change in WCR	(575.3)	591.0	394.8	1,162.7	(296.8)	(100.5)	68.2
Capex	(329.2)	(408.7)	(473.9)	(420.7)	(3,406.7)	(1,991.6)	(2,042.1)
Net cash flow	1,491.8	528.7	772.8	166.4	(1,859.5)	113.1	144.5
Financial investments	(1,160.4)	(1,105.8)	(1,232.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
Disposals	0.0	0.0	0.0	0.0	983.2	75.0	75.0
Dividends paid	(400.9)	(422.6)	(444.3)	(482.4)	(522.9)	(552.7)	(580.3)
Capital Increase	0.0	(21.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Cash Flow	(697.4)	226.1	(453.5)	(2,032.9)	1,217.9	(379.7)	(43.8)
Dec. [Inc.] in net debt	(766.9)	(794.9)	(1,357.2)	(2,348.9)	(181.3)	(744.3)	(404.6)
Balance Sheet							
Shareholders equity	7,777.9	7,803.1	7,743.7	7,983.9	8,045.4	8,990.2	9,597.8
Minority interests	2.6	29.1	44.1	111.6	80.6	129.0	141.1
Pension Provision	216.6	296.8	304.9	396.6	425.2	422.6	440.8
Other provisions	628.4	582.0	600.4	600.2	600.2	600.2	600.2
Net debt [Cash]	6,004.5	6,799.4	8,156.6	10,505.5	10,686.8	11,431.1	11,835.7
Gearing [%]	77.2%	86.8%	104.7%	129.8%	131.5%	125.4%	121.5%
Capital Invested	14,630.0	15,510.4	16,849.6	19,597.8	19,838.2	21,573.1	22,615.6
Goodwill	(62.3)	267.3	101.7	362.8	183.6	480.8	408.6
Intangible assets	1,141.3	1,017.3	432.2	1,027.3	690.8	1,473.6	1,409.8
Tangible assets	11,907.3	11,735.4	12,016.3	13,586.1	15,216.8	15,066.2	16,176.3

Financial assets	3,103.8	3,359.6	1,772.5	1,631.0	1,053.0	1,631.0	1,631.0
Affiliates	0.0	0.0	3,001.3	2,302.3	2,302.3	2,302.3	2,302.3
Working capital	(1,460.2)	(869.2)	(474.4)	688.3	391.5	619.3	687.5
WCR as a % of turnover	(45.1%)	(25.2%)	(12.7%)	16.2%	8.7%	13.0%	13.6%
Capital employed	14,630.0	15,510.4	16,849.6	19,597.8	19,838.2	21,573.1	22,615.6
Per Share Data							
EPS	0.74	0.81	0.95	1.01	1.07	1.15	1.32
% Change	8.8%	9.5%	17.3%	6.3%	5.9%	7.5%	14.8%
Goodwill	0.01	0.02	0.02	0.04	0.05	0.08	0.08
Dividend	0.47	0.49	0.54	0.58	0.60	0.64	0.68
Cash Flow	1.38	1.70	1.82	1.94	1.39	2.22	2.50
% Change	1.5%	23.2%	7.1%	6.6%	(28.4%)	59.7%	12.6%
Book Value per Share	8.63	8.65	8.59	8.86	8.92	9.97	10.65
Number of shares adjusted (m)	902.000	901.549	901.549	901.549	901.500	901.549	901.549
Average No. of Shares Adj. (m)	901.549	901.549	901.549	901.549	901.500	901.549	901.549
Treasury Stock Adj. (m)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Share Price (Adjusted)							
Latest Price	15.96	13.76	13.35	14.62	13.35	14.85	-
High	17.25	18.15	16.13	17.30	15.64	14.97	-
Low	11.54	12.12	11.56	13.01	11.41	12.86	-
Average Price	14.29	14.02	13.51	15.26	13.80	13.99	-
Valuation							
P/E	21.6	17.0	14.1	14.5	12.5	12.9	11.3
P/CF	11.6	8.1	7.3	7.5	9.6	6.7	5.9
P/BV	1.8	1.6	1.6	1.7	1.5	1.5	1.4
Gross yield [%]	2.9%	3.6%	4.0%	4.0%	4.5%	4.3%	4.6%
EV/EBITDA	9.7	8.5	7.9	8.5	8.4	7.7	7.1
EV/EBIT	14.5	13.8	12.9	12.9	12.7	11.2	10.1
EV/Turnover	5.4	4.7	4.2	4.8	4.4	4.5	4.3
Financial Ratios							
Interest cover	3.4	6.6	2.8	2.8	2.7	3.6	3.8
Net debt/Cash flow	4.8	4.4	5.0	6.0	8.5	5.7	5.2
EBITDA Margin [%]	56.0%	55.5%	53.4%	56.1%	52.2%	58.8%	62.0%
EBIT margin [%]	37.4%	34.2%	32.7%	37.2%	34.7%	40.8%	43.6%
Net margin [%]	20.6%	21.2%	22.8%	21.5%	21.5%	22.0%	23.7%
Capital Turn [Turnover / Op. CE]	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Gearing [%]	77.2%	86.8%	104.7%	129.8%	131.5%	125.4%	121.5%
Payout rate (%)	63.5%	60.8%	56.6%	57.7%	56.2%	56.0%	51.3%
Return (%)							
RoCE [EBIT/Operating CE]	10.5%	9.7%	10.1%	10.1%	9.5%	11.0%	11.8%
Return on Equity	8.9%	9.8%	11.6%	12.0%	12.7%	12.2%	13.2%