

**ENDESA, Sociedad Anónima
(ENDESA)**

INFORME DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE ENDESA, S.A. SOBRE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES FORMULADA POR GAS NATURAL SDG, S.A.

El Consejo de Administración de ENDESA, S.A. ("**Endesa**" o la "**Sociedad**"), en su reunión del día 7 de marzo de 2006, ha aprobado, por unanimidad de los consejeros asistentes, a efectos de lo previsto en el artículo 20 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, el siguiente informe sobre la Oferta Pública de Adquisición (la "**OPA**" o la "**Oferta**") formulada por GAS NATURAL SDG, S.A. ("**Gas Natural**" o el "**Oferente**"), cuyos apartados 1 y 2 recogen la posición del Consejo y los restantes, de conformidad con dicho precepto, determinadas informaciones y opiniones que afectan individualmente a sus miembros.

1. OPINIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN SOBRE LA OPA DE GAS NATURAL

El Consejo de Administración de Endesa valora negativamente la OPA formulada por Gas Natural y recomienda no acudir a la misma por las siguientes razones:

- A. La contraprestación ofrecida por Gas Natural es sustancialmente menor que el valor de Endesa que resulta de la aplicación de los criterios de valoración generalmente aceptados. También es mucho menor que el valor de Endesa en un supuesto de cambio de control, como el que persigue la Oferta, en el que habría que sumar una prima de control.
- B. El proyecto actual de Endesa generará, a corto y largo plazo, mayor valor para sus accionistas que la Oferta de Gas Natural.
- C. La mayor parte de la contraprestación ofrecida por Gas Natural, el 65,54% de la misma, está constituida por sus propias acciones ordinarias, cuya cotización actual sobrevalora las débiles perspectivas del negocio de Gas Natural a medio y largo plazo.
- D. La rentabilidad del grupo resultante de la Oferta se verá afectada por sinergias sustancialmente más bajas, así como por sinergias negativas y costes de integración sustancialmente más altos que los estimados por Gas Natural.
- E. La desinversión de activos derivada del acuerdo de Gas Natural con Iberdrola y de las condiciones impuestas a la transacción por el Consejo de Ministros debilitan significativamente al grupo resultante, mientras que fortalecen al principal competidor, Iberdrola, con la generación de riesgos regulatorios considerables.
- F. El acuerdo de Gas Natural con Iberdrola no maximiza el valor de los activos que son vendidos porque excluye un proceso de subasta competitiva.
- G. El control que ejercen los accionistas de referencia sobre Gas Natural supone un riesgo de actuaciones que pudieran ser contrarias a los intereses de los accionistas de Endesa.

H. La Oferta formulada por Gas Natural es sustancialmente menor que la oferta competidora ciento por ciento en efectivo presentada por E.ON Zwölfte Verwaltungs GmbH (“E.ON”).

2. FUNDAMENTOS DE LA OPINIÓN

Las razones anteriormente expuestas se fundamentan en las siguientes argumentaciones:

A. La contraprestación ofrecida por Gas Natural es sustancialmente menor que el valor de Endesa que resulta de la aplicación de los criterios de valoración generalmente aceptados. También es mucho menor que el valor de Endesa en un supuesto de cambio de control, como el que persigue la oferta, en el que habría que sumar una prima de control.

- El precio de cierre de la cotización de Endesa de 27,45€ por acción el día 6 de marzo de 2006, es decir, en la fecha inmediatamente anterior a la de emisión de este informe, refleja la percepción por parte del mercado de la robustez de las magnitudes fundamentales de Endesa, en el marco de la evolución bursátil del sector.
- El precio de cierre de las acciones ordinarias de Endesa el día inmediatamente anterior al de emisión de este informe es un 27% mayor que el precio de la Oferta.
- El valor implícito de las acciones ordinarias de Endesa el día inmediatamente anterior al de emisión de este informe, calculado en función de la media de los múltiplos a los que cotizan en la actualidad otras compañías del sector eléctrico ibérico, es un 52% mayor que el precio de la Oferta. El precio de la Oferta refleja un múltiplo de 8,5 veces el cociente que resulta de dividir el valor empresarial entre el resultado bruto de explotación (EV/EBITDA05), que es claramente menor que la media de los mismos múltiplos a los que cotizan Unión Fenosa, Iberdrola y EDP, que es de 10,5 veces.
- Por tratarse de una Oferta que, de resultar exitosa, supondría un cambio de control en Endesa, sus accionistas deben recibir una prima sobre el valor de sus acciones (“prima de control”), tal y como es habitual en transacciones de este tipo. Sin embargo, el precio de la Oferta no incorpora ninguna prima de control.

B. El proyecto actual de Endesa generará, a corto y largo plazo, mayor valor para sus accionistas que la Oferta de Gas Natural

- El Plan Estratégico de Endesa establece objetivos claros y alcanzables hasta 2009, sólidamente basados en los excelentes datos económico-financieros de Endesa. Este Plan se centra en los retornos de caja para los accionistas, en un fuerte crecimiento orgánico, en la puesta en práctica de un vigoroso programa de eficiencia y en la desinversión de activos no estratégicos, lo que, en conjunto, proporcionará una robusta plataforma para la creación de valor a largo plazo para los accionistas. Los objetivos financieros clave de Endesa hasta 2009 incluyen:
 - Crecimiento anual medio del resultado bruto de explotación (EBITDA) del 10%–11% y del beneficio neto en más del 12%.
 - Plan de Eficiencias con un impacto estimado en el resultado bruto de explotación (EBITDA) de 525 millones de euros en 2009.

- Venta de activos no estratégicos por importe superior a 4.000 millones de euros.
 - Crecimiento del dividendo anual de actividades ordinarias a una tasa mínima del 12% y pago a los accionistas del 100% de las plusvalías netas procedentes de enajenaciones de activos no estratégicos. Compromiso de repartir más de 7.000 millones de euros de dividendos en el período 2005-2009.
 - Consecución de estos objetivos con un plan de inversiones de 14.600 millones de euros en el periodo, centrado en crecimiento orgánico, y manteniendo un ratio de apalancamiento menor que 1,4 (calculado como el cociente que resulta de dividir el importe de la deuda neta entre el total patrimonio neto, incluyendo la participación de accionistas minoritarios).
- Los resultados obtenidos por Endesa en 2005 demuestran la viabilidad de estos objetivos establecidos en el Plan Estratégico de Endesa para el período 2005-2009.
 - Crecimiento en 2005 del 33% en el resultado bruto de explotación (EBITDA) y del 154% en el resultado neto.
 - Objetivo del Plan de Eficiencias para 2009 cumplido ya en un 34% en 2005 (181 millones de euros).
 - Venta en 2005 de activos no estratégicos por un importe superior a los 3.000 millones de euros, de los cuales más de 2.600 millones de euros han procedido de la enajenación de Auna. Estas ventas suponen haber cumplido el 75% del compromiso adquirido.
 - Dividendos correspondientes al ejercicio de 2005 de más de 2.500 millones de euros, aprobados ya por la Junta General de Accionistas, lo que supone haber alcanzado un 35% del compromiso adquirido.
 - Estructura de financiación muy saneada, que se refleja en un ratio de apalancamiento de 1,1 a 31 de diciembre de 2005.

C. La mayor parte de la contraprestación ofrecida por Gas Natural, el 65,54% de la misma, está constituida por sus propias acciones ordinarias, cuya cotización actual sobrevalora las débiles perspectivas del negocio de Gas Natural a medio y largo plazo.

- Según las cifras proporcionadas por Gas Natural, la cuota de esta compañía en el mercado liberalizado español de comercialización de gas se ha reducido del 80% al 48% en los últimos cuatro años. Esta reducción de la cuota de mercado continuará en el futuro a la vista de lo que ha sucedido en otros mercados liberalizados.
- Además, el negocio de distribución de gas de Gas Natural en España presenta retornos poco sostenibles en comparación con los obtenidos en otros países europeos por compañías comparables. Por esta razón, los retornos obtenidos por Gas Natural en este negocio pueden enfrentarse en el futuro a riesgos regulatorios significativos.
- Gas Natural carece de producción propia de gas, y la *joint venture* que mantiene con Repsol para esta línea de negocio se ha debilitado como consecuencia de la revisión a la baja que esta última compañía ha llevado a cabo respecto de sus reservas de gas.

- Según Gas Natural, el crecimiento de sus resultados ha dependido en los últimos ejercicios de la consolidación de los resultados y de las plusvalías procedentes de su inversión en Enagas, en cuyo accionariado deberá reducir su participación como consecuencia de esta Oferta desde un 9,9% hasta un 1%. Si se excluye el impacto de Enagas, se estima que el beneficio neto de Gas Natural habría ascendido a aproximadamente 471 millones de euros en 2005, lo que, comparado con los 442 millones de euros de 2004, revela una tasa anual de crecimiento del resultado neto de Gas Natural del 6,5%, frente a la tasa anual de crecimiento del 16,7% comunicada por Gas Natural y frente a los objetivos de su plan estratégico de crecer como mínimo una media del 10% anual.
- Las acciones de Gas Natural son mucho menos líquidas que las de Endesa, con un volumen medio diario de negociación en 2005 hasta el lanzamiento de la Oferta de 22 millones de euros, en comparación con el importe de 193 millones de euros que constituyó el volumen medio diario de negociación de las acciones de Endesa. Como resultado de esta escasa liquidez, el precio de la acción de Gas Natural puede no reflejar la visión del mercado sobre la situación de la compañía con tanta exactitud como lo haría si fuera un valor más líquido. En este sentido, resulta relevante que, en el día previo al anuncio de la Oferta sobre la que se emite este informe, el precio de la acción de Gas Natural estuviera sobrevalorado en más de un 10% en relación con el precio objetivo medio estimado para ese valor por los analistas.
- Gas Natural se propone emitir 602.429.955 nuevas acciones ordinarias con el fin de entregarlas a los accionistas de Endesa como parte esencial del precio de su Oferta, lo que representa 4,8 veces el *free float* actual de Gas Natural. Como consecuencia de esta ampliación de capital, las acciones de Gas Natural pueden variar significativamente su cotización, afectando al valor de la contraprestación, tal y como la propia Gas Natural declara en su folleto: “El valor de mercado de las acciones de Gas Natural ofrecidas como contraprestación en la Oferta puede verse reducido como consecuencia de la evolución de las mismas en Bolsa”.
- En el caso posible de que Repsol venda su participación del 30,8% en Gas Natural, es más que probable que su cotización se vea afectada negativamente por el gran volumen de títulos que se pondrían a la venta.

D. La rentabilidad del grupo resultante de la Oferta se verá afectada por sinergias sustancialmente más bajas, así como por sinergias negativas y costes de integración sustancialmente más altos que los estimados por Gas Natural.

- Las sinergias anuales antes de impuestos de 350 millones de euros proyectadas por Gas Natural en 2008 están sobreestimadas. Se estima que, antes de las desinversiones requeridas por el Consejo de Ministros o propuestas por Gas Natural, la máxima cuantía de las posibles sinergias se hallaría limitada al rango comprendido entre los 80 y los 140 millones de euros y que, después de las desinversiones requeridas, cualesquiera sinergias potenciales serían también mucho más bajas.
- Endesa estima que los costes del grupo resultante aumentarán en más de 200 millones de euros al año por efecto de sinergias de integración negativas que Gas Natural ha ignorado y entre las que hay que incluir las derivadas de la adopción de una estructura territorial que se evidenció ineficiente en el pasado. Esta cifra no incluye las sinergias negativas adicionales que se derivarán de las disposiciones de activos y del riesgo regulatorio no cuantificado. Por último, Endesa estima que los costes de integración de la operación alcanzarían más de 600 millones de euros en comparación con la estimación de 243 millones de euros realizada por Gas Natural.

- Las incógnitas que afectan a la rentabilidad del grupo resultante vienen agravadas por la ausencia de cualquier predicción u objetivo financiero adecuadamente respaldado, tal y como se pone en evidencia en el propio folleto de la Oferta. En consecuencia, ni Endesa ni sus accionistas disponen de la información necesaria para evaluar la capacidad del grupo resultante para crear valor en el futuro.
- Endesa está preocupada por el hecho de que la dirección de Gas Natural carezca de la experiencia que se necesita para integrar o gestionar una compañía del tamaño y complejidad del grupo resultante. El valor empresarial (*enterprise value*) de Endesa, en la fecha inmediatamente anterior a la fecha de emisión de este informe, es de 56.353 millones de euros, 207 veces mayor que el de la compañía más grande adquirida por Gas Natural en los últimos cinco años, cuyo valor empresarial (*enterprise value*) era de 272 millones de euros. Endesa cree que los retos que para el equipo gestor de Gas Natural supondrá dirigir el grupo resultante y ejecutar la integración y las desinversiones necesarias generan riesgos muy sustanciales de destrucción de valor para los accionistas.

E. La desinversión de activos derivada del acuerdo de Gas Natural con Iberdrola y las condiciones impuestas a la transacción por el Consejo de Ministros debilitan significativamente al grupo resultante, mientras que fortalecen al principal competidor, Iberdrola, con la generación de riesgos regulatorios considerables.

- La cartera de activos resultante después de las desinversiones requeridas sería menos atractiva que la actual de Endesa y ofrecería menores oportunidades de creación de valor de forma sostenida para los accionistas. Entre otras razones:
 - El grupo resultante de la Oferta deberá vender activos valorados en más de 10.000 millones de euros en mercados clave como España, Italia, Francia y Polonia. Destaca, entre otros, la venta de 11.632 MW en explotación y 1.200 MW en proyecto.
 - La cuota estimada para el grupo resultante en el mercado de generación de electricidad en España caerá desde el 39% que ahora Endesa posee hasta el 30%, mientras que la cuota de su principal competidor aumentará del 27% al 36%. Ello supone, como ha reconocido el propio Oferente, la entrega del liderazgo en el mercado español al principal competidor. Además, como consecuencia de esa entrega, la producción eléctrica del grupo resultante cubriría una porción mucho menor de su negocio comercial de la que actualmente cubre, lo que le obligará a comprar un 37% de sus necesidades de electricidad en el mercado *spot*, en comparación con el 9% actual de Endesa. Esta exposición adicional a los cambios en el precio del mercado mayorista aumentará la volatilidad de los resultados del grupo resultante. Mientras tanto, el balance estimado entre generación y ventas para el principal competidor se verá significativamente mejorado, reduciendo el porcentaje de sus ventas que deberá requerir del mercado *spot* del 31% al 12%.
 - El grupo resultante se desprenderá de aproximadamente 5.400 MW de capacidad de generación en Italia, Francia y Polonia, lo que representa el 58% de la capacidad de generación actual de Endesa en esos países. De hecho, el grupo resultante plantea desprenderse en su integridad de la posición alcanzada por Endesa en generación en el mercado francés y reducir en cerca de la mitad su posición en el mercado de generación italiano. Como resultado, la operación supondrá la pérdida del proyecto de crecimiento europeo, que ha contribuido muy significativamente a los resultados de Endesa en los últimos años.

- La falta de información por parte de Gas Natural sobre el proceso de desinversión de activos, hace aún más difícil la valoración del impacto en el grupo resultante.
 - El perfil geográfico del grupo resultante de la Oferta estará menos equilibrado y se verá expuesto a mayores riesgos como consecuencia de una mayor dependencia proporcional de Latinoamérica.
 - Como resultado de las desinversiones previstas e impuestas, el grupo resultante sólo sería marginalmente más grande que Endesa en un 10% medido por el valor de los activos (*enterprise value*) y tan sólo un 2% mayor en lo que se refiere al resultado bruto de explotación (EBITDA). En términos industriales, el grupo resultante tendría un menor tamaño en el negocio eléctrico, una menor presencia en Europa, una menor diversificación geográfica de su cartera de negocios, y un menor equilibrio entre generación y ventas.
- Endesa considera que la transacción propuesta agravaría los problemas estructurales a los que actualmente se enfrenta el sector eléctrico, ya que:
 - Reducirá la transparencia y credibilidad del mercado mayorista de electricidad.
 - Dificultará la transición hacia una tarifa aditiva que refleje los costes reales del sector, aspecto sobre el que Gas Natural ha mantenido una posición contradictoria.
 - Dará lugar, en muchos territorios españoles, a la superposición de las redes de distribución de gas y electricidad.

Como consecuencia de lo anterior, el grupo resultante se enfrenta a elevados riesgos regulatorios.

F. El acuerdo de Gas Natural con Iberdrola no maximiza el valor de los activos que se venden porque excluye un proceso de subasta competitiva.

- Es altamente probable que los accionistas de Endesa no reciban el valor que les pertenece de los activos que Gas Natural se ha comprometido a vender a Iberdrola, dados los términos del acuerdo suscrito entre esas compañías y la naturaleza forzada de la venta. Las operaciones recientes de este tipo realizadas en España prueban que, en los procesos de subasta competitiva, se obtienen precios que se sitúan hasta un 40% por encima del consenso del mercado sobre el valor de los activos a la venta. En cambio, el mecanismo de fijación de precios establecido en el acuerdo de Gas Natural con Iberdrola no permite alcanzar los niveles de precio que se derivarían de un proceso competitivo.

G. El control que ejercen los accionistas de referencia sobre Gas Natural supone un riesgo de actuaciones que pudieran ser contrarias a los intereses de los accionistas de Endesa.

- Tal y como reconoce Gas Natural en su folleto de oferta estadounidense, los intereses de sus accionistas de referencia pueden ser contrarios a los intereses de Gas Natural y de sus accionistas minoritarios, lo que puede determinar la existencia de conflictos de interés en cuestiones relacionadas con la marcha de la sociedad o las situaciones de potencial cambio de control.

H. La Oferta formulada por Gas Natural es sustancialmente menor que la oferta competidora ciento por ciento en efectivo presentada por E.ON Zwölfte Verwaltungs GmbH (“E.ON”).

- El 21 de febrero de 2006, E.ON, una compañía energética privada europea, presentó una oferta competidora de compra de las acciones ordinarias y de los ADSs de Endesa a un precio de 27,5 € por acción con pago del ciento por ciento en efectivo. La oferta de E.ON es un 28% mayor que la Oferta de Gas Natural.
- La oferta de E.ON se ha formulado en efectivo, lo que facilita la toma de decisiones por los accionistas de ENDESA.

El Consejo de Administración de Endesa ha realizado una valoración preliminar de la oferta de E.ON, y se pronunciará de forma definitiva sobre ella una vez sea aprobada por la CNMV.

Conclusión:

Teniendo en cuenta lo expuesto, el Consejo de Administración por unanimidad de los asistentes valora negativamente los términos de la Oferta presentada por Gas Natural y recomienda no acudir a la misma.

Para fundamentar y ratificar su opinión, el Consejo ha contado con los informes de los asesores financieros de Endesa: Citigroup Global Markets Limited, Deutsche Bank AG London, J.P. Morgan Plc, Lehman Brothers (Europe) Limited y Merrill Lynch Capital Markets España, S.A., S.V., que comparten la opinión negativa acerca del precio de la OPA, y consideran que ésta es inadecuada, desde un punto de vista financiero, para los accionistas de Endesa.

3. EXISTENCIA DE ACUERDOS ENTRE LA SOCIEDAD Y EL OFERENTE

No existe acuerdo alguno entre la Sociedad y el Oferente en relación con la Oferta.

4. ACUERDOS ENTRE EL OFERENTE Y MIEMBROS DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE ENDESA

No existe acuerdo alguno en conexión con la Oferta entre el Oferente y ninguno de los miembros del Órgano de Administración de Endesa.

5. OPINIÓN INDIVIDUAL DE LOS MIEMBROS DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE ENDESA

Ninguno de los miembros del Consejo de Administración de Endesa que han asistido, presentes o representados, a la reunión del Consejo del día 7 de marzo de 2006 han manifestado una opinión particular sobre la Oferta distinta de la manifestada colegiadamente y que se recoge en los apartados 1 y 2 anteriores.

Don Juan Ramón Quintás Seoane no ha asistido a dicha reunión del Consejo, debido a la existencia de una posible situación de conflicto de interés en función de su cargo como Presidente de la Confederación Española de Cajas de Ahorro y, por tanto, no ha manifestado cuál es su posición sobre la Oferta.

6. INTENCIÓN DE ACEPTAR LA OFERTA POR PARTE DE LOS MIEMBROS DEL CONSEJO TITULARES DE ACCIONES DE ENDESA

Ninguno de los miembros del Consejo de Administración que han asistido, presentes o representados, a la reunión del Consejo del día 7 de marzo de 2006, y que son titulares, directa o indirectamente, de acciones de Endesa, tiene intención de vender en la Oferta las acciones de que son titulares.

D. Juan Ramón Quintás Seoane, por la causa mencionada en el apartado 5 anterior, no ha asistido a dicha reunión del Consejo ni ha manifestado cuál es su intención, en términos de aceptar o no la Oferta, respecto de las 1.525 acciones de Endesa de que es titular.

Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid, a través de D. Miguel Blesa de la Parra, ha manifestado expresamente su intención de no vender las acciones de Endesa de que es titular en las condiciones de la Oferta.

En el cuadro siguiente se indica el número de acciones de Endesa de que es titular, directa o indirectamente, cada uno de los miembros del Consejo de Administración, junto con el porcentaje de participación, directa o indirecta, que en cada caso representa:

Miembros del Consejo de Administración	Número de acciones	Participación directa e indirecta (%)
Don Manuel Pizarro Moreno	100.004	0,00944
Don Rafael Miranda Robredo	7.585	0,00071
Don Alberto Alonso Ureba	----	----
Don Miguel Blesa de la Parra	600	0,00005
Don José María Fernández Cuevas	----	----
Don José Manuel Fernández-Normiella	----	----
Don Rafael González-Gallarza Morales	3.300	0,00031
Don Juan Ramón Quintas Seoane	1.525	0,00014
Don Francisco Javier Ramos Gascón	9.771	0,00092
Don Alberto Recarte García-Andrade	21.350	0,00201
Don Manuel Ríos Navarro	12.472	0,00117
Don Juan Rosell Lastortras	10.005	0,00094
Don José Serna Masiá	17.496	0,00165
TOTAL	184.108	0,01734

Madrid, 7 de marzo de 2006

Salvador Montejo Velilla
Secretario General y del Consejo de Administración