

**TRABAJO FIN DE GRADO (TFG)**



**COMILLAS**

**UNIVERSIDAD PONTIFICIA**



**Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**

**ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN  
ECONÓMICA-FINANCIERA Y DE LA  
VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS COTIZADAS  
EN EL SECTOR ENERGÉTICO EN ESPAÑA**

**Clave: 201705709**

## **Resumen Ejecutivo**

Este trabajo abarca el análisis de la evolución económica, financiera y bursátil de cinco empresas cotizadas en el sector energético, y concretamente el subsector de la electricidad y el gas, en España en los últimos diez años, desde el inicio de 2010 hasta finales de 2020. Los datos empleados son datos públicos (CNMV, INE, páginas corporativas de las empresas objeto de estudio...). A su vez, se lleva a cabo un análisis del sector y subsector específico que conforman las cinco empresas objeto de análisis, para entender el contexto en que operan. Por último, se llevan a cabo las sugerencias de inversión para el público en general según las conclusiones alcanzadas en el análisis.

**Palabras clave:** sector, subsector, análisis patrimonial, liquidez, solvencia, financiación, endeudamiento, rentabilidad, cotización, análisis bursátil, ratio, tendencia, evolución, resultados, dividendos.

## **Abstract**

This work covers the analysis of the economic, financial and stock market performance of five listed companies in the energy sector, and specifically the electricity and gas subsector, in Spain over the last ten years, from the beginning of 2010 to the end of 2020. The data used are public data (CNMV, INE, corporate websites of the companies under study...). Furthermore, an analysis of the specific sector and subsector that make up the five companies under analysis is carried out, in order to understand the context in which they operate. Finally, investment suggestions for the general public are made according to the conclusions reached in the analysis.

**Keywords:** sector, sub-sector, financial analysis, liquidity, solvency, financing, indebtedness, profitability, share price, stock market analysis, ratio, trend, evolution, results, dividends.

## ÍNDICE

|   |    |
|---|----|
| <i>I. MARCO CONCEPTUAL</i> .....  | 4  |
| 1. INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS .....   | 4  |
| <i>II. METODOLOGÍA Y ESTRUCTURA</i> .....   | 7  |
| <i>III. MODELO: HISTORIA E INFORMACIÓN RELEVANTE</i> .....                            | 10 |
| <i>IV. ANÁLISIS DEL CONTEXTO</i> .....  | 15 |
| 1. ANÁLISIS PEST .....  | 15 |
| 1.1. Factores políticos .....   | 15 |
| 1.2. Factores económicos.....   | 16 |
| 1.3. Factores sociales .....  | 18 |
| 1.4. Factores tecnológicos.....   | 19 |
| 2. CINCO FUERZAS DE PORTER.....   | 20 |
| 2.1. Barreras de entrada .....  | 20 |
| 2.2. Negociación con los clientes.....  | 21 |
| 2.3. Negociación con los proveedores .....  | 21 |
| 2.4. Amenaza de productos sustitutivos.....   | 22 |
| 2.5. Rivalidad entre competidores .....   | 22 |
| <i>V. ANÁLISIS PATRIMONIAL. ESTRUCTURA DE LOS ESTADOS ECONÓMICO-FINANCIEROS</i> ..... | 23 |
| 1. ACTIVO .....   | 23 |
| 2. ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN: PASIVO Y PATRIMONIO NETO .....                         | 28 |
| <i>VI. ANÁLISIS DE LA LIQUIDEZ</i> .....  | 31 |
| 1. FONDO DE MANIOBRA.....   | 31 |
| 2. LIQUIDEZ GENERAL, TEST ÁCIDO Y LIQUIDEZ INMEDIATA .....                            | 33 |
| <i>VII. ANÁLISIS DE LA SOLVENCIA</i> .....  | 38 |
| 1. RATIO DE ENDEUDAMIENTO .....   | 38 |
| 2. DEUDA FINANCIERA/ EBIT .....   | 40 |
| <i>VIII. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD</i> .....  | 42 |
| 1. RENTABILIDAD ECONÓMICA.....  | 43 |
| 2. RENTABILIDAD FINANCIERA.....   | 43 |
| <i>IX. ANÁLISIS BURSÁTIL</i> .....  | 46 |
| 1. EVOLUCIÓN DE LAS COTIZACIONES .....  | 46 |
| 2. RENDIMIENTO POR ACCIÓN ( <i>DIVIDEND YIELD</i> ).....                              | 48 |
| 3. PER .....  | 50 |
| 4. PRICE-TO-BOOK.....   | 52 |
| 5. VALORACIÓN POR EL MÉTODO DE DESCUENTO DE DIVIDENDOS .....                          | 54 |

|             |                                     |    |
|-------------|-------------------------------------|----|
| <i>X.</i>   | <i>CONCLUSIONES</i> .....           | 58 |
| <i>XI.</i>  | <i>FUENTES BIBLIOGRÁFICAS</i> ..... | 61 |
| 1.          | LIBROS .....                        | 61 |
| 2.          | INFORMES .....                      | 62 |
| 3.          | LEGISLACIÓN .....                   | 65 |
| 4.          | ARTÍCULO DE PRENSA.....             | 65 |
| <i>XII.</i> | <i>ANEXOS</i> .....                 | 67 |

## I. MARCO CONCEPTUAL

### 1. INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS

El sector energético en España es un **sector complejo y dinámico**, sujeto a continuos cambios, retos y a una compleja regulación dependiente en gran medida del contexto internacional. Constituye un sector relevante, al operar con un **recurso básico y esencial para el desarrollo económico y social** de España y abarca una importante función social, económica y ambiental.

En este contexto, y unido al atractivo del sector y a los nuevos retos que afronta en materia de transición energética, surge una gran cuestión: **¿Por qué invertir (o no) en el sector energético en España?** Para poder dar respuesta a esta pregunta y determinar el grado de atractivo que tendría invertir en el sector, los **principales objetivos** que va a abarcar este proyecto de investigación y análisis se resumen en:

1. Comprensión del funcionamiento del sector energético en España, mediante el análisis del contexto general, tanto sectorial, como nacional e internacional e identificación de los principales factores económicos, sociales y políticos que afectan al sector energético en España.
2. Análisis del contexto específico y de la industria.
3. Análisis del sector y subsector de la Bolsa española que abarcan las principales empresas energéticas y selección de las empresas objeto de estudio.
4. Análisis y comprensión a fondo de los estados financieros consolidados de dichas empresas durante un periodo histórico de 10 años: significado, tendencias, evolución de los diferentes componentes del balance de situación y la cuenta de pérdidas y ganancias, y causas que motivan la situación económico-financiera del sector y de las empresas objeto de análisis.
5. Comprensión del análisis de la situación financiera a corto plazo (liquidez) de una empresa y las distintas herramientas y ratios que abarca y aplicación práctica a las empresas objeto de estudio; y análisis de tendencias.

6. Comprensión del análisis de la situación financiera a largo plazo (solventía) de una empresa y las distintas herramientas y ratios que abarca y aplicación práctica a las empresas objeto de estudio; y análisis de tendencias.
7. Comprensión de la importancia de las métricas de rentabilidad, así como análisis de la misma en las empresas objeto de estudio; significado y análisis de tendencias.
8. Comprensión de los puntos clave que ha de abarcar un análisis bursátil y aplicación del mismo a las empresas objeto de estudio, entendimiento de los métodos utilizados para ello y aplicación práctica de la evolución de las cotizaciones y dividendos y de los distintos métodos de valoración.
9. Conclusión sobre el atractivo de la inversión en el sector energético en general, teniendo en cuenta diferentes escenarios e hipótesis.

Por tanto, se trata de la puesta en práctica de los conocimientos teóricos adquiridos durante la carrera, punto de partida al seleccionar el tema objeto de análisis. El planteamiento del presente trabajo de investigación surge en base a la necesidad de poder aplicar los conceptos estudiados en las distintas asignaturas del grado de Administración de Empresas.

El segundo paso fue seleccionar el tema concreto del proyecto. Soy consciente del papel relevante que juega hoy en día el sector de la energía, no solo a nivel nacional, sino también internacional, y lo tuve en cuenta, desde un primer momento, como posible tema del trabajo. También me planteé realizar un análisis relacionado con la tecnología, Big Data, las empresas Fintech, debido a su creciente importancia.

Tras preguntar a algunos compañeros sobre el tema del que iban a tratar sus trabajos, a mi hermana mayor y comentar posibles temas con mi padre, pensé en analizar una empresa concreta del sector energético. Descarté analizar una Fintech o realizar un trabajo relacionado con Big Data, al ser consciente de que si mi objetivo era aplicar los

conocimientos teóricos adquiridos a la práctica, las especificidades del tema me lo impedían.

El siguiente paso fue buscar en Internet posibles trabajos que me sirvieran de orientación para analizar una empresa concreta y así decidir qué compañía en concreto seleccionar. Sin embargo, al ver varios trabajos en Internet (Iberdrola en el Sistema eléctrico español, A. Sanz Rodríguez, 2019; Análisis Económico-Financiero de Iberdrola, S.A., Diego Reyna, 2014; Análisis del sector de las energías renovables. El caso de la energía solar fotovoltaica, I. Rodríguez, 2019; Análisis económico y financiero del sector de comercio de energía eléctrica, G. Oyono, 2019), llegué a la conclusión de que el análisis de un sector concreto y no de una compañía aislada, me permitiría alcanzar mis objetivos de una forma más clara, al poder realizar comparaciones, buscar la razón de ser de los diferentes comportamientos y tendencias y tener en cuenta las características intrínsecas del mismo. Es por ello, por lo que finalmente decidí analizar, no una compañía del sector energético concreta, sino el sector en sí, a través de la selección de varias empresas que lo conforman.

## II. METODOLOGÍA Y ESTRUCTURA

Con el objetivo de llevar a cabo este trabajo de investigación y análisis, el punto de partida será la **recopilación de información y documentación** necesarias sobre el tema objeto de estudio. Para ello, es importante la fijación de unos **objetivos claros**. Con el fin de poder abarcar dichos objetivos, llevar a cabo la aplicación práctica de los distintos conceptos adquiridos, y extraer conclusiones, es necesario la previa comprensión de las ideas teóricas que abarcan el análisis de la evolución de la situación económica-financiera y de la valoración de las empresas cotizadas en el sector energético en España y concretamente, en el subsector de electricidad y gas. Es importante señalar que se trata de un análisis que abarca el medio-largo plazo.

Por tanto, se utilizarán **fuentes informativas**, que abarcan distintos libros, artículos de blogs financieros, páginas web relativas a economía y mercados, así como noticias de prensa, para comprender el panorama reciente y actual de la industria y sector objeto de análisis, así como de los distintos conceptos a analizar.

También se va a hacer uso de análisis descriptivos y analíticos del sector, así como de la página de la bolsa e información pública periódica de la CNMV, y de las páginas corporativas de las empresas en cuestión. Otra fuente de información que requiere este trabajo de investigación y análisis, son los informes de la Comisión Europea y otros organismos internacionales, relevantes en lo relativo al análisis de cambios regulatorios, materia sobre energías renovables, y otros factores con repercusión en el análisis financiero a realizar.

A la hora de **seleccionar las empresas a analizar**, se ha partido de la página de la Bolsa de Madrid, distinguiendo un sector y subsector concreto, tratándose en este caso del **sector del petróleo y energía** y el **subsector de electricidad y gas**. Se trata de empresas que cotizan en el IBEX 35, lo cual facilita la labor de investigación, ya que todas ellas publican sus estados financieros, de forma que sean accesibles a los distintos usuarios interesados. Entre las distintas empresas que abarca el subsector de electricidad y gas, las empresas cotizadas a analizar son las siguientes:

1. Endesa, S.A.



2. Iberdrola, S.A.
3. Naturgy Energy Group, S.A.
4. Enagás, S.A.
5. Red Eléctrica Corporación, S.A.

Los **estados financieros** de las citadas empresas se han extraído de la base de datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), con el fin de obtener información pública periódica homogénea entre las distintas compañías a analizar, lo cual facilita la labor de comparación y análisis de tendencias y variaciones. Con el objeto de analizar ejercicios enteros, se parte de las **cuentas con saldo acumulado** (primer semestre + segundo semestre). Además, se utilizan las **cuentas anuales consolidadas**, al existir en todas ellas la obligación de consolidar y con el fin de reflejar la diversificación, tanto geográfica como de actividades de negocio, que presentan las empresas objeto de análisis y debido a la existencia de transacciones intragrupo y duplicidades que se eliminan mediante la aplicación de ajustes contables (González Sainz y Hueso Camacho, 2019). Hay que tener en cuenta que los estados financieros consolidados objeto de análisis no reflejan únicamente la actividad llevada a cabo por las empresas relativas a la electricidad y gas, sino también de otras actividades ajenas a la generación, transporte, distribución y comercialización de la energía; y que abarcan la **actividad nacional**, así como la llevada a cabo por estas empresas **fuera del territorio nacional**.

Además de la labor de investigación y análisis, el proyecto conlleva la **gestión y orden de la información financiera** de las distintas empresas, con el objetivo de plasmar los estados financieros consolidados y demás información en una página de Excel, y así facilitar el cálculo de variaciones y análisis de tendencias.

El periodo fruto de análisis es de **10 ejercicios**, comprendiendo del año 2010 al año 2020 (el ejercicio financiero corresponde con el periodo anual), ya que se ha considerado que se trata de un tiempo suficientemente razonable como para poder llegar a conclusiones y realizar un análisis a medio-largo plazo.

El presente trabajo se divide en las siguientes **partes fundamentales**:

1. En primer lugar, se procederá al **estudio de la historia e información relevante de las empresas objeto de análisis**, con el fin de entender mejor el contexto del trabajo y poder tener una visión general sobre la industria y sobre cada una de las empresas en cuestión, entender sus funciones y características esenciales, así como las diferencias y similitudes y las razones por las cuales se consideran comparables desde el punto de vista del inversor.
2. En segundo lugar, se llevará a cabo un **análisis del contexto**, para facilitar una mayor comprensión del entorno sectorial, nacional e internacional, y con ello del comportamiento pasado, presente y futuro esperado de las empresas a analizar. Este estudio conlleva la realización de un análisis PEST (factores políticos, económicos, sociales y tecnológicos) así como de un análisis de las cinco fuerzas de Porter.
3. A continuación, se llevará a cabo un **análisis patrimonial**, teniendo en cuenta la estructura de los **estados económico-financieros** y abarcando el análisis de los distintos elementos del activo, pasivo y patrimonio neto, y la extracción de conclusiones sobre los mismos.
4. Seguidamente, se analizará la **liquidez y solvencia**, con el objetivo de conocer la capacidad de las empresas objeto de estudio para hacer frente a sus obligaciones a corto y a largo plazo respectivamente.
5. También, se estudiará la **rentabilidad** económica y financiera de las compañías que comprenden el sector y subsector objeto de análisis, así como su evolución y tendencias.
6. El estudio continuará con el **análisis bursátil**, con el objetivo de entender la evolución de las cotizaciones y dividendos, y los distintos métodos de valoración.
7. Por último, se expondrán las **conclusiones** fruto del análisis anterior.

### III.MODELO: HISTORIA E INFORMACIÓN RELEVANTE

Para poder llevar a cabo el análisis que conlleva el presente trabajo de investigación, es necesario conocer el **contexto específico de cada una de las empresas** objeto de estudio. Para ello, se detalla a continuación los aspectos más relevantes sobre la historia y funcionamiento de las mismas.

Es importante tener en consideración el **modelo de negocio y las divergencias según la aportación a la cadena de valor del negocio energético**, que, en este sentido, diferencian a las distintas compañías. Mientras que Enagás y Red Eléctrica se dedican al transporte de gas y electricidad respectivamente, no prestan servicios directamente a los usuarios finales y están sometidas a un mayor grado de regulación; Endesa, Iberdrola y Naturgy se centran en la generación y comercialización de gas y electricidad. Sin embargo, teniendo en cuenta los diferentes modelos de negocio y la cadena de valor desde la generación a la comercialización, todas ellas son clasificadas por la **Bolsa de Madrid** (Bolsa de Madrid - Listado de Empresas por Sectores, 2021) en el **sector de petróleo y energía** y, específicamente, en el **subsector de electricidad y gas**. A continuación, se exponen los aspectos fundamentales de las cuatro empresas objeto de análisis:

#### **ENAGÁS S.A.**

Enagás se articula como la empresa principal de transporte de gas natural en España, una de las empresas con más terminales de gas natural en el mundo. La compañía nació hace 50 años, tiene sede en Madrid y actualmente desarrolla su actividad en ocho diferentes países. Es un referente a nivel mundial en el tratamiento, conservación y gestión de servicios e instalaciones de gas. En 2012, la Comisión Europea le otorgó el certificado TSO (*Transmission System Operation*) que asegura la autonomía de la red transportista de gas en España.

Antonio Llardén es el CEO de la compañía desde hace trece años y actualmente se plantea beneficiarse de las infraestructuras y conocimientos que posee Enagás para entrar en el transporte de gases renovables. A su vez, Enagás promueve diferentes iniciativas para la descarbonización y mejora de la calidad del aire (Enagás, 2020).

La compañía cotiza en el IBEX 35 desde el año 2002 y a día de hoy es una de las empresas del mercado continuo español con más capital flotante (90%). En 2021 Enagás ha sido la empresa con el pago más rentable, y se prevé lo mismo para el 2022. El economista Luis Buceta, director de Inversiones en España de Creand AM, señala, refiriéndose a Red Eléctrica y a Enagás, que se trata de valores que “hay que entender prácticamente como un bono<sup>1</sup>” (El dividendo de Enagás, del 9,8%, es el tercero más alto del Stoxx 600, 2021).

De cara a 2021, la empresa espera obtener un margen de beneficio de un 14% menor que en el anterior año. Esto se debe a una nueva regulación del sector de gas en España que supone una retribución más pequeña. Sin embargo, esto no va a afectar a la compensación del accionista, ya que se espera que la caja generada por el negocio cubra el 96% de los dividendos esperados (Domínguez, 2021).

### **IBERDROLA, S.A.**

Iberdrola, con sede en Bilbao, se constituye como empresa líder energética a nivel mundial, siendo una de las mayores compañías eléctricas del mundo. A nivel nacional, se configura como primer grupo energético, siendo una de las principales compañías que configuran el IBEX 35. Se trata de la primera generadora eólica y una de las empresas energéticas con mayor capitalización en bolsa globalmente (Bolsa de Madrid - Ficha de IBERDROLA, S.A., 2021).

La compañía fue fundada hace más de 170 años (en 1840 se crea Hartford City Light Company en EEUU, origen de Iberdrola USA), estableciéndose como el primer grupo energético en España. Actualmente se encuentra presente en treinta y tres países. Es un referente global en energía eólica y una de las empresas energéticas más grandes del mundo. Además, se encuentra en el ranking de las cien empresas más sostenibles del mundo (Conoce a la Energética del futuro, 2021).

Su CEO, José Ignacio Sánchez, se ha propuesto que Iberdrola sea líder en objetivos de desarrollo sostenible, reduciendo las emisiones de CO<sub>2</sub>, y con una meta de ser neutros en

---

<sup>1</sup> Con ello, se refiere a la caracterización de empresas con precios regulados, con beneficios estables y consecuente distribución de beneficios estable. Son valores cuyo precio prácticamente no varía en bolsa, y por ello se asemejan a un bono o valor de renta fija por el que el tenedor se asegura un cupón (asimilable al dividendo en renta variable), y no está sujeto a grandes variaciones de precio.

carbono en 30 años. Se estima que Iberdrola es de las mejores empresas posicionadas para fomentar el hidrógeno verde en España.

La compañía cotiza en el IBEX 35, es la segunda empresa en capitalización en el índice y tiene cuatro principales inversores: Catar, Kutxabank, el Banco Noruego y BlackRock (Mercados, 2011).

### **ENDESA, S.A.**

Endesa fue fundada en 1944 y tiene su sede en Madrid. Se trata de una de las empresas líderes del sector energético en España y el segundo técnico del mercado energético en Portugal. A nivel más reducido, comercializan gas y electricidad en otros países de Europa. Endesa cotiza en el IBEX 35 (Bolsa de Madrid - Ficha de ENDESA, SOCIEDAD ANONIMA, 2021).

Hace unos años, la empresa adquirió en 60% de la compañía Enel, una de las empresas españolas líderes en energías renovables, referente en los mercados mundiales de electricidad y gas. Su director general, José D. Bogas apuesta por crear un modelo energético sostenible y renovable y ha propuesto una gran inversión en la digitalización de la compañía con la intención de maximizar su eficiencia.

En 2007, tras diferentes ofertas públicas de compra de acciones, Endesa insta los convenios requeridos con el fin de adecuar su confección a la estructura de la posesión fruto de la OPA de Acciona y Enel. En 2009, tras un acuerdo de estas dos compañías, Enel compra todas las acciones de Endesa a Acciona, lo que hace que Enel sea desde ese momento el principal accionista de la empresa, con un capital social del 92%. Años más tarde, debido a una oferta pública de venta, la participación de Enel se reduce un 20% (Nuestra historia, Endesa 2021).

### **NATURGY ENERGY GROUP, S.A.**

Naturgy, con sede social en Madrid y sede operativa en Barcelona (el traslado a Madrid ocurrió en 2017 por miedo a la posible independencia de Cataluña), tiene presencia internacional en más de veinte países. Cotiza en el IBEX 35 y se dedica a la producción, transporte y venta de energía y se constituye como pionera en la integración de gas y

electricidad en España, además de ser uno de los mayores distribuidores de gas natural en Latinoamérica (Inicio - Naturgy 2021).

En 2009 la compañía adquirió Unión Fenosa, lo que supuso la primera compañía española que combinaba gas y electricidad. Naturgy gestiona todos los activos de Unión Fenosa y los vende en su integridad.

El CEO de la compañía Francisco Reynés apuesta por objetivos de desarrollo sostenible y la empresa ha propuesto diferentes iniciativas y programas para la innovación sostenible. Destaca el Plan Estratégico 2018-2022, cuyo foco central es la creación de valor y la transformación en “*actor energético de primer orden a nivel internacional*” (Bolsa de Madrid - Listado de Empresas por Sectores, 2021).

### **RED ELÉCTRICA CORPORACIÓN, S.A.**

Red Eléctrica de España, S.A., fue fundada en 1985 y tiene su sede en Madrid. Es la primera empresa a nivel global que se encarga únicamente a la gestión y transporte de electricidad, así como a la operación de sistemas eléctricos. La compañía opera en el IBEX-35 (Bolsa de Madrid - Ficha de RED ELECTRICA CORPORACION, S.A., 2021).

Actualmente cuenta con cuarenta y cuatro mil kilómetros de líneas eléctricas y garantiza una red de transporte confiable. Además de en España, la compañía opera en Perú, Brasil y Chile. En el año 2010, Red Eléctrica adquirió los activos de transporte a las compañías eléctricas y se transforma en TSO (*Transmission System Operator*) del sistema eléctrico español. El Grupo se configura, desde el año 2008, en una estructura de *holding* para fomentar la separación del transporte y operación del sistema del resto de actividades.

Su CEO, Roberto García Merino, tiene como objetivo frenar el calentamiento global del planeta. La empresa desempeña un rol fundamental en la lucha del calentamiento global, y para ello garantiza la máxima seguridad del suministro eléctrico. Para ello, esta llevando a cabo políticas de innovación aumentando la flexibilidad del sistema y aplicando nuevos instrumentos tecnológicos.

Tras la adquisición de Hispasat, Red Eléctrica se ha consolidado como un operador global de infraestructuras de carácter estratégico, gestionando transporte eléctrico, fibra óptica oscura y satélites (Red Eléctrica de España, 2021).

## IV. ANÁLISIS DEL CONTEXTO

### 1. ANÁLISIS PEST

Antes de analizar las empresas del subsector de electricidad y gas, es necesario entender el contexto general en el que se va a operar, entendiendo por ello el entorno en el cual desarrollan su actividad (Navas López y Guerras Martín, 2016). Para ello, una herramienta esencial es la *realización de un análisis PEST*, que abarca un análisis de los factores políticos, económicos, sociales y tecnológicos que afectan a la actividad de la empresa (Parada, 2016). En este sentido, se va a proceder a analizar qué factores concretos afectan al subsector en el que desarrollan su actividad las empresas objeto de estudio.

#### 1.1. Factores políticos

El subsector del gas y la electricidad es un subsector **altamente regulado**, de **elevada complejidad técnica** y **dependiente**, en gran medida, de las restricciones que impone la Unión Europea en cuanto a sostenibilidad y seguridad, traduciéndose en última instancia, en un sobrecoste para el consumidor, correspondiente con la oferta de un bien público. La **liberalización** de los sectores gasístico y eléctrico (tratado como un único subsector en el presente trabajo) emprendida en Europa sigue conllevando relevantes exigencias regulatorias.

Tal y como señala Claudio Aranzadi, Ex ministro de Industria y Energía y de Industria, Comercio y Turismo, el riesgo regulatorio fruto del activo papel en la política energética de una regulación prolija y técnicamente compleja puede afectar significativamente en la evaluación de las expectativas de rentabilidades futuras de las inversiones (La política energética en el sector eléctrico, 2021). Aún queda mucho camino por recorrer en relación al establecimiento en el sector de un marco regulatorio estable para incentivar la innovación y el posicionamiento en el marco de la transición energética.

El proceso de electrificación es uno de los principales determinantes del elevado potencial de crecimiento a largo plazo del sector de la energía. Las oportunidades de crecimiento en cuanto a la producción de electricidad son cada vez mayores y se prevé que sigan creciendo en años posteriores (Iberdrola, 2018).



Además, en el informe integrado de Iberdrola, se señala que la **demanda de la energía** se encuentra en una **senda de crecimiento** que va a continuar durante las próximas tres décadas (El futuro de la energía, 2018), tal y como indican las perspectivas del World Energy Outlook 2017 sobre el uso de la energía. En dicho artículo, se añade que “la hoja de ruta de la Unión Europea prevé que, en 2050, la demanda de electricidad podría duplicar su actual cuota en la demanda final de energía hasta llegar al 36-39%”.

La **política fiscal** actúa incentivando las **energías renovables** que provocan menor contaminación, instaurando desgravaciones impositivas y precios preferenciales para el Kwh procedente de estas energías. Además, el Protocolo de Kioto<sup>2</sup> establece un sistema de intercambio de emisiones. Aquellos países que consiguen reducir sus emisiones tienen la oportunidad de vender los créditos de emisiones excedentes a los países que se encuentran más alejados de esta meta (Cruells, H., Ferré, E., 2012).

## **1.2. Factores económicos**

Las **estimaciones de crecimiento** del Fondo Monetario Internacional (FMI) prevén una contracción del Producto Interior Bruto (PIB) mundial de -3,5% para 2020, fuertemente afectado por los impactos de la pandemia del COVID-19, estimándose una recuperación del +5,5% y +4,2% en 2021 y 2022 respectivamente (World Economic Outlook Update, January 2021. La política energética en el sector eléctrico, 2021). Las previsiones del FMI han ido mejorando paulatinamente, gracias a los avances en cuanto a la aprobación de vacunas para hacer frente al COVID-19 en diversos países, que han favorecido un mayor impulso en la segunda mitad del año 2020, además de los apoyos políticos en diversos países y el consecuente paulatino fortalecimiento de la actividad. El FMI prevé que las medidas políticas adicionales anunciadas a finales de 2020, sobre todo en EEUU y Japón, proporcionen más apoyo a la economía mundial en 2021-2022. Además, entre las previsiones del FMI, se encuentra el **aumento de los precios de las materias primas** como reflejo de la recuperación mundial prevista, en algo más de un 20% desde la bajada de 2020, encontrándose aún por debajo de la media de 2019.

En cuanto a las previsiones de crecimiento de **España**, el Gobierno de España (2021) estimó que el PIB se contaría un -11,2% en 2020, seguido por una gradual recuperación

---

<sup>2</sup> Adoptado en 1997, el periodo de compromiso del Protocolo comprende hasta el año 2020.

en 2021, con un crecimiento del PIB de +7,2%. Se prevé una recuperación progresiva de ciertos indicadores de actividad, como el consumo de la energía eléctrica. Tal y como se señala en el informe de la situación de la economía española elaborado por el Gobierno, de octubre de 2020, el petróleo Brent llegó a cotizar por encima de los 70 y alrededor de 60 dólares por barril en 2019 (abril y septiembre respectivamente), seguido de un aumento del precio hasta principios de 2020 en torno a los 70 dólares. Esta senda ascendente se ve impactada por los efectos del COVID-19 sobre la demanda global, que afecta sobre todo al precio del petróleo durante la primera mitad de año, recuperándose ligeramente en torno a los 40 dólares por barril. Se espera una recuperación paulatina, estimándose que alcanzará alrededor de 46 dólares por barril en 2021.

El sector energético está también sujeto a **límites**, entre los cuales es destacable el techo de gasto en las inversiones y la acotación de las mismas a proyectos específicos, lo cual desincentiva en determinados casos la innovación tecnológica y el avance hacia la transición energética sostenible.

Con motivo de la crisis originada por la pandemia del COVID-19, la Comisión Europea dotará un Nuevo Fondo de Reconstrucción en el marco de la propuesta **Next Generation EU** (Plan de Recuperación para Europa, 2021), que incluye fondos (33% del total) destinados a financiar las inversiones relacionadas con la digitalización, con el fin de reactivar la economía tras la crisis sufrida por la pandemia y reducir el déficit de inversión de Europa respecto a EEUU y China.

En este contexto, con el objetivo de continuar con las líneas marcadas por la Comisión Europea y en aras de contribuir al crecimiento económico, a la transformación e innovación, se articula en España el programa **España Digital 2025**. Se trata de la aportación, por parte del Gobierno de España, de 70.000 millones de euros (importe que ascenderá hasta 140.000 millones de euros para el próximo lustro) destinados a reformas estructurales, entre las que se encuentran competencias digitales. Este programa se articula como “elemento de impulso a la otra gran transición que ha de abordar nuestra sociedad: la transición ecológica hacia un nuevo modelo económico y social basado en la sostenibilidad”, y añade que “la digitalización es un pilar esencial que nos ayudará a construir una economía más resiliente y limpia, basada en la eficiencia energética, la movilidad sostenible o la economía circular, entre otros”; tratándose “de un proceso clave

para cumplir con los ambiciosos objetivos de descarbonización, reducción de emisiones de gases de efecto invernadero, de penetración de energías renovables y de eficiencia energética contemplados en el Plan Nacional Integrado de Energía y Clima (PNIEC) 2021-2030” (Plan España Digital).

Las Administraciones Públicas velan por el cumplimiento del **principio de sostenibilidad económica y financiera del sistema eléctrico**, y así lo dispone el preámbulo de la Ley 24/2013, de 26 de diciembre, del Sector Eléctrico, al indicar que “cualquier medida normativa en relación con el sector que suponga un incremento de coste para el sistema eléctrico o una reducción de ingresos deberá incorporar una reducción equivalente de otras partidas de costes o un incremento equivalente de ingresos que asegure el equilibrio del sistema. De esta manera se descarta definitivamente la posibilidad de acumulación de nuevos déficits (...)”.

### **1.3. Factores sociales**

El camino de transformación e innovación en el sector energético busca aumentar la eficiencia y tiene en cuenta **consideraciones medioambientales**, entre las cuales destaca la descarbonización y electrificación. En la actualidad, la transición al uso de energías renovables es un enorme desafío con el objetivo de abastecer a toda la sociedad, no agotar los recursos disponibles y disminuir la contaminación. En este sentido, es destacable la previsión realizada por Iberdrola, en la que se estima un aumento del 60% de la demanda mundial hasta 2040, jugando un papel esencial las tecnologías y las energías renovables (Iberdrola, 2018).

El **carácter estratégico** del sector aumenta el atractivo del mismo. En este sentido, Claudio Aranzadi señala que la “energía es un input de uso generalizado en la totalidad de los sectores productivos y un bien imprescindible en el consumo de las economías domésticas” (Aranzadi, 2021).

La crisis ocasionada por la **pandemia del COVID-19** se ha podido aprovechar como oportunidad para impulsar los negocios sostenibles. Además, debido a la creciente preocupación y compromiso con el medio ambiente, cada vez se tiende más a la inversión sostenible, definida como “aquella a través de la cual se garantiza el crecimiento de la

economía sin comprometer los recursos para generaciones futuras” (E. Vinal, 2021), y se tienen más en cuenta las consideraciones medioambientales, sociales y de gobierno corporativa a la hora de decidir en qué compañías invertir (“La inversión sostenible ya no es una opción, sino una obligación”, 2021)

La ONU, en el marco de la **Agenda para el Desarrollo Sostenible**, establece diecisiete objetivos de desarrollo sostenibles, entre los que destaca el objetivo 7: Garantizar el acceso a una energía asequible, segura, sostenible y moderna, y pide a las entidades a comprometerse con los Principios de Banca Sostenible, con retos como la movilización de 120.000 millones de euros en financiación verde (MORÁN, 2021).

#### **1.4. Factores tecnológicos**

En cuanto a los factores tecnológicos que ejercen un impacto relevante sobre la actividad en la que operan las empresas objeto de estudio, destaca la **transformación continua** a la que está sujeta el sector, con el fin de mejorar las ventajas competitivas, aumentar la eficacia y reducir el coste. Se trata de un sector sujeto a una constante evolución, en el que la transformación tecnológica y digital juega un papel clave, y aportan información relevante en la toma de decisiones. Es relevante fijar unos objetivos en cuanto a los cambios que se pretenden adoptar, analizar estrategias en cada compañía en aras a su implementación, colaborar con terceros e implicar a la organización en los procesos de innovación, reduciendo así el gap entre tecnología y adaptación. Tal y como señalan numerosos expertos del sector de la energía, “El sector energético se encuentra ahora mismo en un período de transformación histórico. Es un momento de cambio de un sistema centralizado a otro descentralizado, con una mayor presencia de las energías renovables y de la eficiencia energética. Esto significa que es imprescindible tener capacidad de adaptación y evolucionar conforme lo está haciendo el mercado, de manera rápida.” (Sector energético: momento de transformación con la eficiencia energética y la sostenibilidad como impulsores, 2021).

El aumento en el consumo de la electricidad se ve propiciado por la **mejora de la infraestructura** con la que cuenta el sector. Además, se abre camino hacia la posibilidad de almacenamiento de electricidad, lo cual supone un reto importante hacia la mejor gestión de sistemas eléctricos. Además, la sociedad evoluciona hacia un estilo de vida

“urbano-tecnológico, que requiere más electricidad”, lo cual contribuye al aumento de la demanda de electricidad (Iberdrola, 2018).

Las inversiones en tecnologías se promueven y se amparan en el **principio de rentabilidad razonable**, que obliga a la revisión cada seis años de los criterios alrededor de los cuales se configuran los esquemas retributivos en el sector (Ley 24/2013).

## 2. CINCO FUERZAS DE PORTER

En aras de analizar las ventajas competitivas de la industria y determinar la rentabilidad del sector, es necesario evaluar las cinco fuerzas competitivas que abarca el análisis de las cinco fuerzas de Porter (Porter, 2014). El grado en que están presentes dichos factores, y la intensidad de los mismos, determina el atractivo del mercado.

### 2.1. Barreras de entrada

Se trata de un sector que tradicionalmente se ha configurado mediante la combinación de actividades realizadas en régimen de **monopolio natural** y actividades realizadas en **régimen de mercado**.

Sin embargo, el proceso de **liberalización del sector eléctrico en España**, comienza con la aprobación de la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico, que supone abrir las redes a terceros, la configuración de un mercado organizado de negociación de la energía, así como la disminución de la intervención pública. Con esta ley, tal y como señala su Preámbulo, “se procedió a la desintegración vertical de las distintas actividades, segregando las actividades en régimen de monopolio natural, transporte y distribución, de aquéllas que se desarrollan en régimen de libre competencia, generación y comercialización (...) En el caso de las redes, se estableció el principio de acceso de terceros a las redes (...) apareció además la actividad de comercialización de energía eléctrica como una actividad independiente del resto de actividades destinadas al suministro, actividad que fue dotada de un marco normativo para permitir la libertad de contratación y elección por parte de los consumidores”.

La anterior ley fue modificada en varias ocasiones, y en 2013 se aprobó la Ley 24/2013, de 26 de diciembre, del Sector Eléctrico. En su artículo 2, señala que “se reconoce la libre

iniciativa empresarial para el ejercicio de las actividades destinadas al suministro de energía eléctrica reguladas en la presente ley sin perjuicio de las limitaciones que se pudieran establecer para las actividades que tengan carácter de monopolio natural.”

Sin embargo, a pesar de la liberalización del sector eléctrico en España, las barreras de entrada son elevadas y consecuentemente, la amenaza de entrada de nuevos competidores es reducida. Ello se debe a la **elevada inversión** que requiere la entrada en el mercado, la importancia del **reconocimiento de marca**, la necesidad y dificultad de **adquisición de una licencia**, la existencia de **economías de escala**, y el **poder político** y **presión** que ejercen las compañías que ya forman parte del panorama competitivo.

## 2.2.Negociación con los clientes

Los clientes abarcan tanto particulares, como empresas y Administraciones Públicas. Tras la Liberalización del Sector Eléctrico en España, el reducido poder que anteriormente ejercían los clientes, se ha visto aumentado, aunque no en gran medida debido al elevado poder que sustentan el **reducido número de grandes empresas** que lideran el sector.

En este sentido, la Ley 24/2013, de 26 de diciembre, del Sector Eléctrico, regula los derechos de los consumidores, así como las relaciones entre los consumidores y empresas comercializadoras y distribuidoras de energía eléctrica. Introduce el concepto de **precio voluntario para el pequeño consumidor**<sup>3</sup>, y de **consumidor vulnerable**.

## 2.3.Negociación con los proveedores

Los proveedores, o suministradores de hidrocarburos, cuentan con un limitado poder de negociación, ya que el sector energético está compuesto por un **reducido número de compañías de gran tamaño**. Sin embargo, hay que tener en cuenta también el **consumo** y la **abundancia/escasez de los materiales suministrados**, ya que, de ello depende el poder negociador de los proveedores. Cuanto más abundante sea el material suministrado, menor es el poder de negociación de éstos.

---

<sup>3</sup> La tarifa regulada PVPC (Precio Voluntario Para el Pequeño Consumidor) establece un precio para el KW/ hora, dependiente de la oferta y la demanda diarias.

## **2.4.Amenaza de productos sustitutivos**

No se aprecian productos sustitutivos, pero sí **formas sustitutivas en la forma de generar la energía**. El elevado poder de las compañías en el sector energético abarca muchas de ellas. Entre estas formas sustitutivas de generar energía, destacan la energía solar mediante el aprovechamiento con paneles solares o colectores, así como la extracción de calor del aire para generar calefacción a través de la aerotermia, que siguen el camino hacia la eficiencia energética.

## **2.5.Rivalidad entre competidores**

La Ley 24/2013, de 26 de diciembre, del Sector Eléctrico, impulsa el **principio de competencia efectiva**, mediante la introducción de un mecanismo competitivo con el fin de reducir el poder de monopolio en los mercados, de un régimen regulatorio que establece que el régimen retributivo no sea ajeno al mercado, de una mayor transparencia de información accesible al consumidor, y de un incremento de la competencia en las comercializadoras de referencia. Además, la existencia de **acuerdos entre las distintas compañías** en el sector, favorece la no rivalidad entre competidores, ya que se benefician del reparto del mercado.

En conclusión, el análisis de Porter (Porter, 2014) manifiesta el **alto grado de atractivo** del sector, marcado por los siguientes elementos clave:

- **Elevadas barreras de entrada**
- **Reducida amenaza de entrada de nuevos competidores**
- **Reducido poder de negociación de los clientes**
- **Reducido poder de negociación de los proveedores**
- **Reducida amenaza de productos sustitutivos**

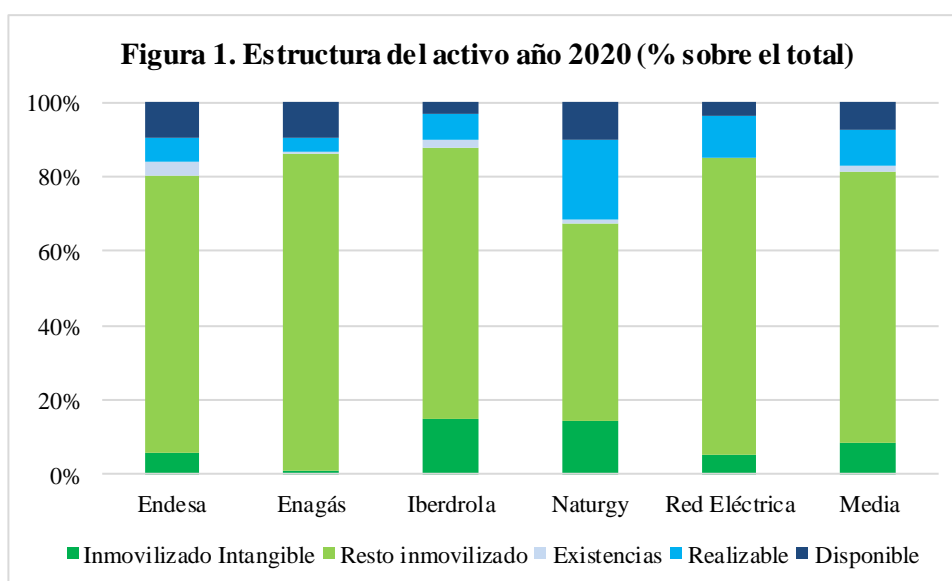
## V. ANÁLISIS PATRIMONIAL. ESTRUCTURA DE LOS ESTADOS ECONÓMICO-FINANCIEROS

El estudio de la estructura de los Estados Económicos-Financieros del subsector abarca el **análisis de las tres principales masas patrimoniales del balance**: activo, pasivo y patrimonio neto (Llorente Olier, 2017). Este análisis se realiza principalmente basándose en el balance de las compañías, analizando sus partes, su desarrollo a lo largo del tiempo y sus relaciones de equilibrio (Oriol Amat, 2008; C.I. Muñoz, 2010). Se centra en la parte operativa del análisis, diferenciando entre las masas de activo (según su disponibilidad) y las masas del pasivo (según su nivel de exigibilidad).

### 1. ACTIVO

Para estudiar la **estructura** y composición del activo, se va a utilizar un **análisis vertical** (Contabilidad, análisis vertical y horizontal, 2009), entendiendo como tal, aquel cuyo objetivo es analizar si las distintas partidas que constituyen el balance de una compañía, y que cuenta con una distribución equitativa que responda a las necesidades operativas y financieras. Se calcula **dividiendo la partida en cuestión entre el total de activo**.

Como se observa en la figura 1, en el **ejercicio 2020**, en términos generales, el activo no corriente representa en torno al 81% del activo frente al activo corriente de los grupos que conforman el subsector energético.





En cuanto a la **composición** del mismo, destaca la una **mayor proporción de inmovilizado material** frente a inmovilizado intangible y resto de activos que componen el activo no corriente (inversiones inmobiliarias, inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación, activos financieros no corrientes, derivados no corrientes, activos por impuesto diferido, entre otros).

Mientras que el inmovilizado intangible representa, en términos generales, en torno al 8% del activo total, y resulta inapreciable en algunos casos (Enagás, con un 0,8%), el resto de inmovilizado supone un 73% del activo total en términos medios de las empresas del subsector. Estudiando en detalle cada una de las empresas, es destacable el caso de Enagás, donde su activo intangible representa menos de un 1% del total del activo, y el resto de activo inmovilizado alcanza aproximadamente un 86%. Se observa como la mayor parte de la partida “resto de inmovilizado” corresponde a inmovilizado material, alcanzando porcentajes de hasta 86 %, o 83% del total de activos no corrientes en Red Eléctrica Corporación, S.A y en Endesa, S.A., respectivamente.

La elevada proporción que representa el activo material sobre el activo no corriente, así como sobre el activo total, corresponde principalmente a las elevadas inversiones que requieren realizarse para poder llevar a cabo su actividad. El inmovilizado material se conforma, en gran medida, de los siguientes elementos (Informe de Gestión Consolidado KPMG Red Eléctrica Corporación, S.A., ejercicio 2018):

- Centrales de generación eléctrica tradicionales/ nuclear, carbón, gas), instalaciones técnicas de energía eléctrica (activos sujetos a retribución regulada) e instalaciones técnicas de telecomunicaciones (derechos sobre bienes en cesión de uso para la gestión de la explotación de cables de fibra óptica y demás elementos asociados), inversiones en instalaciones técnicas recibidas por acuerdos con terceros.
- Unidades Generadoras de Efectivo (UGEs)<sup>4</sup> relacionadas con el transporte de energía eléctrica y las telecomunicaciones.
- Construcciones, instalaciones técnicas y mobiliario, equipos para procesos de la información y otro inmovilizado material.

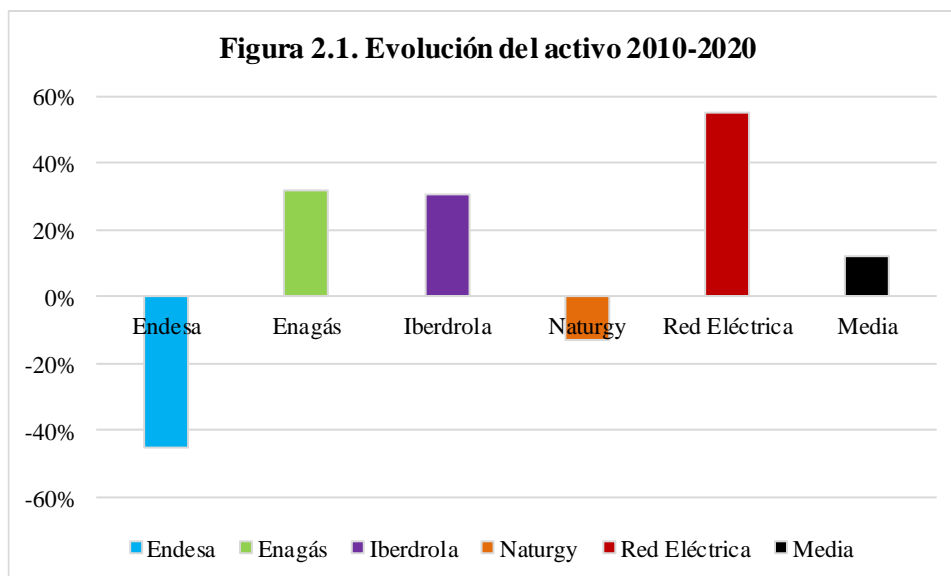
---

<sup>4</sup> Conjunto de menor tamaño identificable de activos que produce entrada de flujos de caja los cuales están, en su mayor parte, aislados de otros activos.

A la hora de analizar la **evolución** de las distintas partidas de activo, se aplicará un **análisis horizontal** (Contabilidad, análisis vertical y horizontal, 2009), entendiendo como tal aquel que tiene como objetivo principal determinar la variación que experimenta cada partida de los estados financieros de un periodo a otro. Además, se va a tener en cuenta el peso que cada una de ellas representa sobre el total de balance, es decir, la estructura de balance. Para ello, se hará uso, de nuevo, del análisis vertical. Sobre esta base, se analizarán los cambios relevantes que se produzcan en los mismos en el periodo temporal objeto de estudio, teniendo en cuenta, sobre todo, las partidas que representan una mayor proporción y que sufren una variación mayor en la misma sobre el balance total de un periodo a otro. A continuación, se estudiarán las causas que han originado las variaciones más relevantes.

En las figuras 2.1 y 2.2., se muestra la **evolución del activo** durante el periodo temporal de 2010 a 2020. El comportamiento generalizado del subsector es el **aumento del activo**, siendo Red Eléctrica la que presenta la expansión más significativa (+55%, aumentando su balance 1,6 veces, de 2010 a 2020). Este crecimiento del activo se debe, entre otros, al aumento cada vez mayor de las inversiones en energías renovables, así como en sistemas de almacenamiento, parques renovables e instalaciones. Además, las constantes adquisiciones, fusiones, acuerdos estratégicos y otras operaciones corporativas que definen al sector, motivan también este elevado crecimiento.

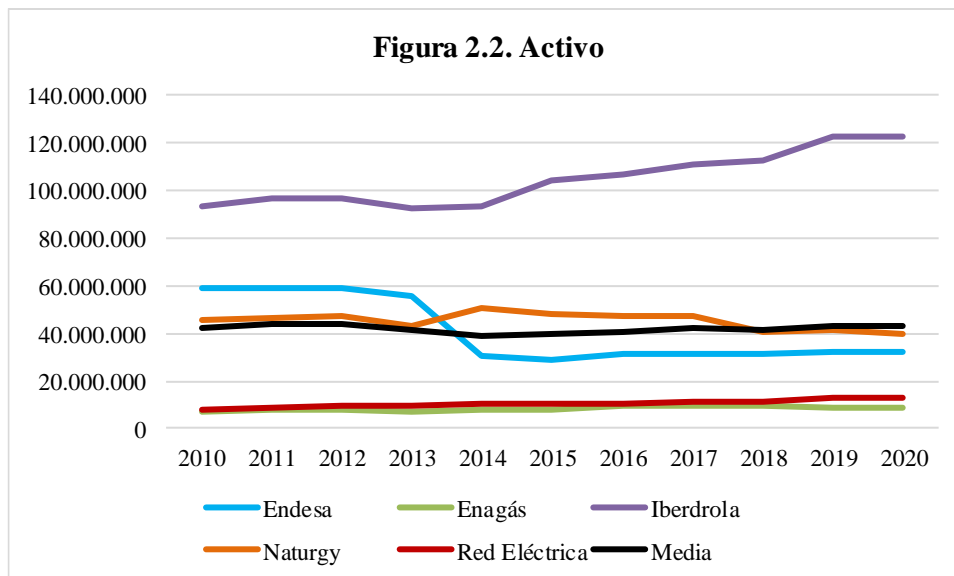
El balance de las compañías continuará creciendo en el futuro, puesto que el subsector necesita realizar constantemente inversiones en modernización y nuevas infraestructuras, marcadas en gran medida por la transición energética y favorecidas por la innovación tecnológica que permita la implementación de nuevas formas de producir, almacenar y utilizar la energía. Las grandes eléctricas estiman que se invertirá hasta 425.000 millones de euros en redes en Europa hasta 2030, de las cuales 22.500 millones de euros corresponderán a España (Las grandes eléctricas estiman que habrá que invertir hasta 425.000 millones de euros en redes en Europa hasta 2030, 2021).



Sin embargo, Naturgy y Endesa presentan decrementos del activo total, siendo especialmente significativo este último (-45,4%).

En el caso de **Endesa**, esta disminución del activo, es propiciada mayormente, por la variación que sufre el activo intangible en el ejercicio 2014, y concretamente, el fondo de comercio<sup>5</sup>, pasando de representar un 4,13% sobre el activo total en 2013 al 0% en 2014. Esta variación se debe a la operación de venta que tiene lugar en 2014, en virtud de la cual Endesa vende sus activos latinoamericanos a Enel. En concreto, Endesa transmite a Enel Energy Europe (sociedad participada al 100% por Enel) su participación del 100% del capital en Endesa Latinoamérica y el 20,3% de las acciones de Enersis (Endesa cierra la venta de sus activos en Latinoamérica a Enel por 8252 millones, 2014).

<sup>5</sup> El fondo de comercio es un activo intangible asociado a la compra de una empresa por otra. En concreto, el fondo de comercio es la parte del precio de compra que es superior a la suma del valor razonable neto de todos los activos comprados en la adquisición y los pasivos asumidos en el proceso. El valor de la marca de una empresa, la sólida base de clientes, las buenas relaciones con los clientes, las buenas relaciones con los empleados y la tecnología propia son algunas de las razones por las que existe un fondo de comercio.



En cuanto a otras **diferencias notables** a destacar de cada una de las compañías, debido a hitos concretos durante el periodo de tiempo estudiado, que ayudan a entender a qué responden las variaciones concretas en las distintas masas que componen el activo, destacan:

- Cabe señalar el aumento en el activo corriente que atraviesa **Naturgy** en el ejercicio 2020, en concreto el relativo a la partida de “Activos No Corrientes Mantenedidos para la Venta”<sup>6</sup>, que se recoge en el epígrafe “Activo Realizable”. Este atraviesa un aumento del 6,6% (de 72.587 a 4.834.593 miles de euros), pasando esta partida a representar un 22% del activo total (vs. 13% en 2019). Ello responde al compromiso firme de Naturgy de vender su participación del 96% en Compañía General de Electricidad S.A. en Chile.
- Otra variación notable es la que atraviesa el inmovilizado intangible de **Enagás** en 2017 (+1117%), pasando a representar un 10% del total de balance a finales del ejercicio 2017 (vs. 1% en 2016), debido a la toma de control de la sociedad Enagás Chile, SpA (aumento de participación hasta el 60,4%), sobre GNL Quintero el 1 de enero de 2017 (Enagás), suponiendo un cambio en el método de consolidación de puesta en equivalencia a la integración global, que conlleva la

<sup>6</sup> Compromiso firme de vender dichos activos que están claramente identificados, el proceso está en curso y se considera que su venta es altamente probable, los saldos contables de estos activos y pasivos en noviembre de 2020 se traspasaron al epígrafe de “Activos no corrientes mantenidos para la venta”.

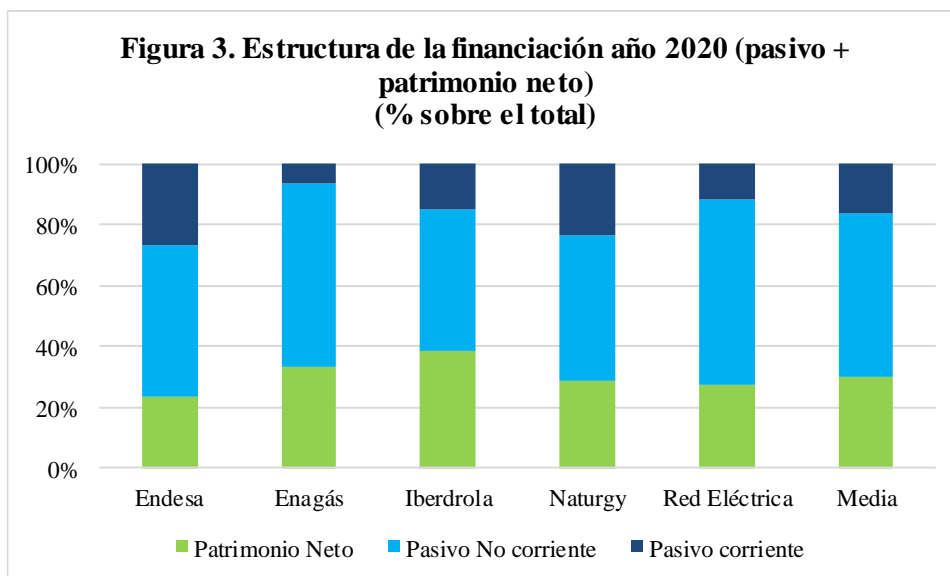
dotación de un inmovilizado intangible, recogido en la partida “*Terminal Use Agreement*” por 835.441 miles de euros (Enagás).

- También se puede apreciar como **Red Eléctrica** presenta un marcado incremento del activo corriente, y en concreto, a la partida de “Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar” (otros deudores y activos por impuesto diferido fundamentalmente) en 2014 (Informe anual 2014 Red Eléctrica de España, 2021). Aumenta un +97%, pasando de representar un 6% en el ejercicio 2013 a un 10% del total del activo en el ejercicio 2014.

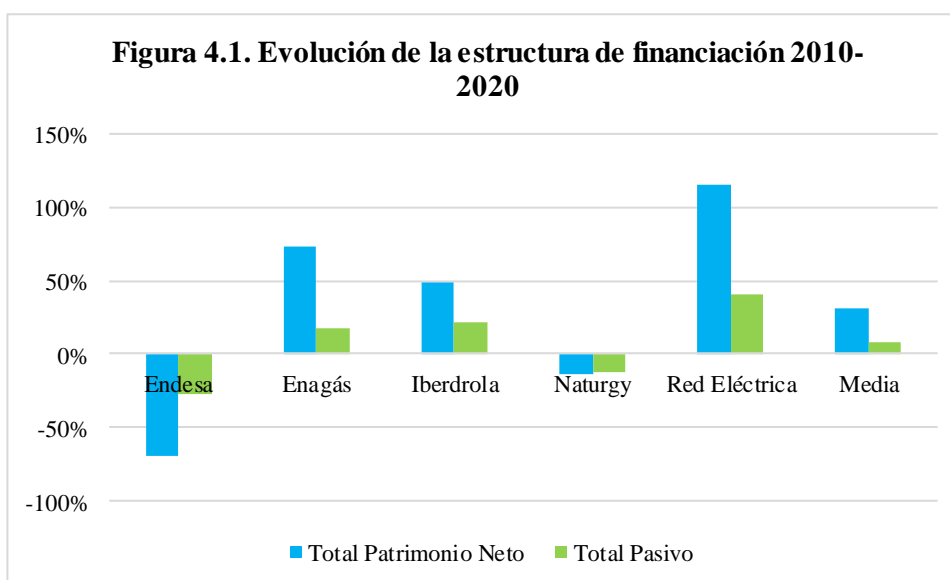
## 2. ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN: PASIVO Y PATRIMONIO NETO

En este apartado, se trata de analizar cómo obtienen las distintas empresas del sector los recursos financieros necesarias para financiar su actividad, así como la forma de combinar los mismos.

En la figura 3, se puede observar cómo, en términos generales, el **peso de los recursos ajenos** (media: en torno al 70% del balance) es **mayor** que el de la financiación propia (media: en torno al 30%) en el **ejercicio 2020**. Esto se debe principalmente a la **financiación ajena a largo plazo**, que representa en torno a un 53% del total Patrimonio Neto + Pasivo. La elevada recurrencia a financiación a largo plazo por parte de las compañías objeto de análisis, se debe a la actividad a la que se dedican, ya que requieren de elevadas inversiones en activos fijos y acometen proyectos a largo plazo, para lo que necesitan varios años para devolver la deuda. La composición dentro del sector es homogénea, aunque destacan singularidades como el menor peso del pasivo corriente en Enagás en relación a sus *peers*.

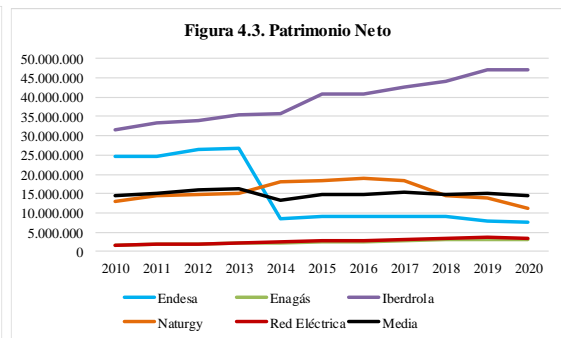
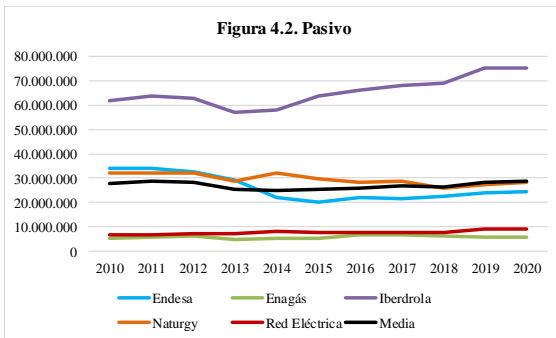


En cuanto a la **evolución de la estructura de financiación** que se observa en las figuras 4.1, 4.2 y 4.3, el aumento generalizado del activo se refleja en un aumento en la estructura financiera de balance. A pesar de la tendencia positiva que atraviesa la mayoría del sector, la venta que lleva a cabo Endesa de sus activos latinoamericanos a Enel, así como la distribución de dividendos en 2014, explican la disminución del Patrimonio Neto, que pasa a representar un 28% de balance (vs. 48% en 2013).



Si observamos las figuras 4.2 y 4.3, se ve cómo efectivamente la disminución en la estructura financiera de Endesa se debe principalmente al ejercicio 2014 y, sobre todo, a

la variación del patrimonio neto. El resto de variaciones en la estructura de financiación se producen de forma más gradual.



## VI. ANÁLISIS DE LA LIQUIDEZ

### 1. FONDO DE MANIOBRA

A la hora de analizar la liquidez del subsector, se va a estudiar, en un primer lugar, el **fondo de maniobra** que presentan las empresas que conforman el mismo. Se entiende como tal, aquella parte del activo circulante financiada con recursos a largo plazo, es decir, patrimonio neto y pasivo no corriente (Rivero Romero y Rivero Menéndez, 1997), o bien, el exceso del activo circulante sobre el pasivo circulante, constituyendo una variable fundamental para el estudio de la estabilidad financiera, flexibilidad, solvencia y riesgo que resulta ser de importancia como margen de seguridad de los acreedores, al mismo tiempo que constituye una reserva de liquidez para hacer frente a los imprevistos y a la incertidumbre sobre la capacidad de la empresa para equilibrar las salidas de fondos con las entradas de fondos adecuadas (Cf. Bernstein, 1995). Se trata de una medida de la situación de equilibrio entre la estructura económica y financiera que presenta la compañía, al dar información sobre la capacidad de la misma de hacer frente a sus obligaciones a corto plazo haciendo uso de sus activos corrientes. Se procede a su cálculo **restando al activo corriente, el pasivo corriente.**

Tal y como señala José de Jaime Eslava, en *Las claves del análisis económico-financiero*, el fondo de maniobra puede alcanzar valores positivos, negativos o neutros. Un **fondo de maniobra positivo** indica que la compañía presenta una situación de equilibrio financiero y puede hacer frente a sus obligaciones a corto plazo, al tener recursos permanentes que financian el inmovilizado y parte del activo corriente. Sin embargo, un **fondo de maniobra negativo** señala que la financiación a largo plazo de la empresa no es suficiente para cubrir el activo no corriente, y, por tanto, el activo corriente se financia con deudas a corto plazo. A priori y teóricamente, un fondo de maniobra negativo señala que la compañía en cuestión se encuentra en una situación de inestabilidad financiera. Sin embargo, en la práctica, un **fondo de maniobra negativo no indica necesariamente** que la empresa no pueda hacer frente a sus compromisos a corto plazo y presente una **situación de liquidez negativa**. Hay determinadas empresas que presentan una situación adecuada de liquidez, y, sin embargo, presentan un fondo de maniobra negativo, lo cual, tal y como señala Jose Ignacio Llorente Olier en *Análisis de Estrados Economico-Financieros*, suele estar relacionado con el sector en el que operan, y el descuadre temporal entre la conversión del activo corriente en efectivo y la exigibilidad del pasivo



a corto plazo. Si el primero es inferior al segundo, el fondo de maniobra puede ser negativo.

Sin embargo, para poder interpretar adecuadamente esta medida, es preciso **relativizarla al activo corriente**, es decir, estudiar la proporción del activo circulante que es financiada por recursos a largo plazo. Para ello, se analiza el **fondo de maniobra sobre el activo corriente**, mediante el **cociente fondo de maniobra entre activo corriente**. Tal y como señalan J. Rivero Romero y M.J. Rivero Menéndez, en “Análisis de estados financieros”, a pesar de que la presencia de un fondo de maniobra positivo aporta confortabilidad respecto a la ausencia de riesgo de incapacidad para afrontar el pago de las obligaciones a medida que van venciendo, **la interpretación de un fondo de maniobra negativo no ha de realizarse de forma aislada**, sino teniendo en consideración la composición del mismo, el sector al que pertenece la empresa objeto de estudio, y la transitoriedad.

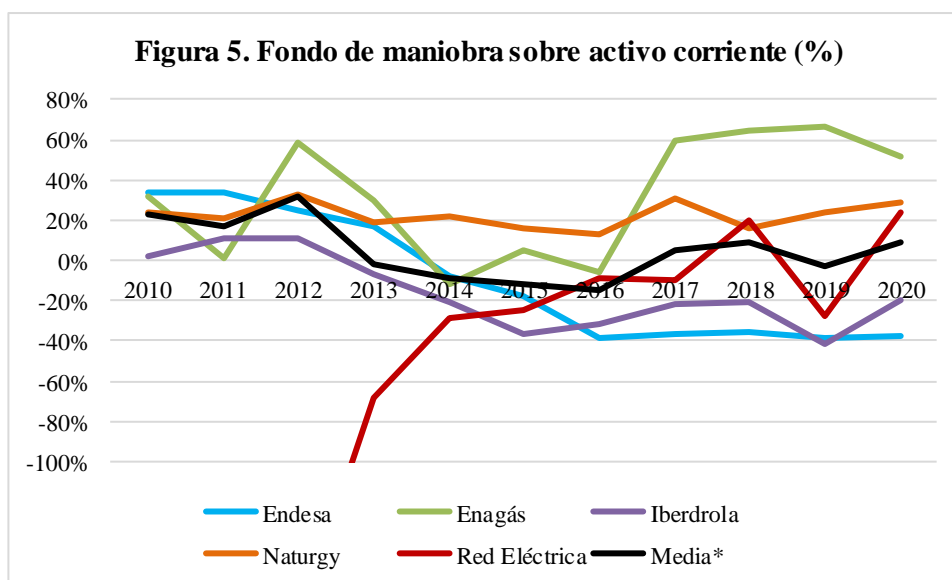
| <b>Tabla 1. Fondo de maniobra/ activo corriente año 2020</b> |               |                  |                |                      |
|--|---------------|------------------|----------------|----------------------|
| <b>Endesa</b>  | <b>Enagás</b> | <b>Iberdrola</b> | <b>Naturgy</b> | <b>Red Eléctrica</b> |
| -37,23%  | 52,13%        | -19,76%          | 28,59%         | 23,80%               |

Tal y como se desprende de los datos comprendidos en la tabla 1, en el **ejercicio 2020, Endesa e Iberdrola presentan fondo de maniobra negativo**. A priori, esto supondría un indicador de problemas para hacer frente a las obligaciones a corto plazo. Sin embargo, el sector en el que operan es un sector muy rentable, que les permite forzar las ratios, sin que suponga un riesgo importante.

En la figura 5, se observa como las distintas compañías analizadas han presentado fondos de maniobra negativos en algún momento de los últimos diez años, sin que esto indique problemas de liquidez relevantes. Naturgy es la única empresa del subsector que ha mantenido fondo de maniobra positivo durante todo el horizonte temporal estudiado. Enagás presenta, desde 2017, el mayor fondo de maniobra, pero presenta grandes variaciones dentro del horizonte temporal analizado. **Red Eléctrica** se encuentra actualmente en valores positivos, pero ha mantenido un fondo de maniobra negativo todos los años (incluso menores al -100%<sup>7</sup> en los años 2010, 2011 y 2012), a excepción de los ejercicios 2018 y 2020, con una senda general de mejora durante el horizonte temporal

<sup>7</sup> -334,82%, -354,66%, y -180,10% en los años 2010, 2011 y 2012 respectivamente.

2010-2020. Al calcular la media, a efectos de poder realizar comparaciones homogéneas, no se ha tenido en cuenta Red Eléctrica en los años 2010-2012, al distorsionar la misma. Se observa también como Endesa e Iberdrola han ido empeorando de forma gradual, presentando desde 2014 y 2013 respectivamente fondos de maniobra negativos.



Los Informes Anuales de Endesa e Iberdrola a 31 de diciembre de 2020 señalan que **el mantenimiento de un fondo de maniobra negativo se deriva de su “política financiera y de gestión de tesorería”**, señalando que “los estados de liquidez (...) previstos para el próximo ejercicio, unido al importe disponible en líneas de crédito a largo plazo, garantizan que (...) pueda obtener recursos financieros suficientes para continuar sus operaciones y liquidar sus activos y pasivos por los importes con que figuran en el Balance de Situación (...)”.

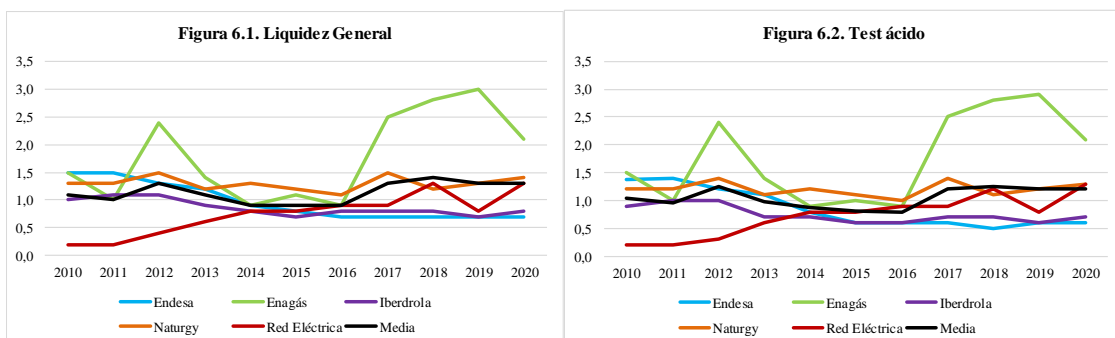
## 2. LIQUIDEZ GENERAL, TEST ÁCIDO Y LIQUIDEZ INMEDIATA

Siguiendo con el análisis de la liquidez, es esencial el estudio de las ratios de liquidez general y de liquidez inmediata que presentan las distintas compañías del sector (A. Muñoz Merchante, 2020). Además, se va a añadir al análisis el estudio del test ácido o punto intermedio entre las citadas ratios. La **ratio de liquidez general** representa la proporción de activos corrientes existentes para hacer frente a las obligaciones a corto plazo, y se calcula como el **cociente entre activo corriente y pasivo corriente**. El **test ácido** trata un análisis más depurado, teniendo en cuenta estrictamente aquellos activos corrientes más líquidos, disponibles para hacer frente a los pagos a corto plazo. Mide la

capacidad operativa real de la empresa y rapidez de respuesta ante imprevistos. Se calcula de la misma forma que la liquidez general, pero **sustrayendo del numerador las existencias**. Por último, la **ratio de liquidez inmediata o disponible** tan solo tiene en cuenta los activos estrictamente líquidos (tesorería o disponible) para hacer frente a las deudas a corto plazo y se calcula como el **cociente entre disponible** (tesorería y otros activos líquidos equivalentes) **y pasivo corriente**.

A la vista de los datos del subsector, se observa como en todas las compañías que componen el mismo, **la ratio de liquidez general es similar o incluso idéntica al test ácido**, lo cual indica que las partidas más líquidas del activo corriente (disponible y realizable) conforman la mayor parte del activo. Se observa como la ratio de liquidez general (al igual que el test ácido) se encuentra en torno a 1 durante el horizonte temporal estudiado, lo cual señala que, por cada euro de deuda a corto plazo, la compañía cuenta con en torno a 1 euros en su activo corriente. Se entiende por **valor de la ratio de liquidez general óptimo** aquel que se encuentra alrededor de 1,5 (Llorente Olier, 2017). Una ratio menor indica falta de capacidad para hacer frente a las obligaciones a corto plazo, pero una ratio muy superior tampoco es conveniente, ya que indica que el exceso de liquidez no se ha invertido correctamente y, por tanto, resta productividad. Sin embargo, no se trata más que de un valor orientativo, que no se puede interpretar de forma estanca, sino que es necesario tener en consideración el sector en concreto, actividad desempeñada, entorno económico, entre otros.

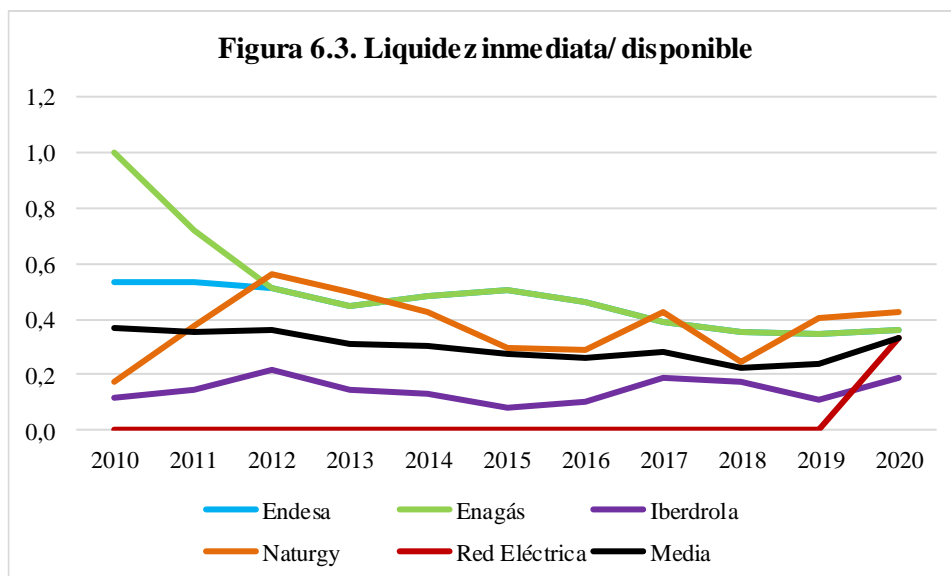
Las figuras 6.1 y 6.2 muestran la **evolución de la situación de liquidez** en el subsector basada en las ratios de liquidez general y test ácido. Se observa, de nuevo, como **Endesa, Red Eléctrica e Iberdrola** presentan una **situación menos holgada de liquidez** (ratio menor a 1 en varios años del horizonte temporal estudiado).



Sin embargo, en el **ejercicio 2020**, Red Eléctrica mejora su ratio de liquidez, a diferencia de Endesa e Iberdrola, que presentan ratios más ajustadas (ambas presentan un fondo de maniobra negativo). En el caso de Enagás, se concluye de nuevo que su situación de liquidez es la más holgada, con una ratio de 2,1 (210%) tanto de liquidez general como de liquidez inmediata. La media del sector es de 1,2 (120%). Podría concluirse que incluso las compañías que presentan una situación de liquidez más ajustada (Endesa e Iberdrola, así como Red Eléctrica en años anteriores), no presentan problemas reales, sino que se trata de un factor característico del subsector, como ya se ha indicado anteriormente en el estudio del fondo de maniobra. Esto se observa también si tenemos en cuenta que se trata de un rasgo permanente de las empresas y no responde, por el contrario, a temas coyunturales puntuales, tal y como se desprende del análisis de la evolución de ambas ratios.

En cuando a la **ratio de liquidez inmediata/ disponible**, se considera como **valor óptimo** aquel en torno a 0,3. A pesar de que Endesa e Iberdrola presentasen unas ratios de liquidez general más ajustadas, en el ejercicio 2020 muestran una ratio de liquidez inmediata en torno a 0,3.

La figura 6.3 muestra como todas las compañías del sector cuentan con niveles de tesorería y activos líquidos disponibles constantes a lo largo del tiempo, destacando Red Eléctrica con niveles en torno a 0 y una mejora remarcable en el ejercicio 2020, y Enagás con unos niveles de liquidez inmediata muy mayores a la media. También hay que tener en consideración que, al ser compañías que reparten dividendos de forma recurrente todos los años, el pago de los mismos puede afectar de forma temporal a la ratio de liquidez. Además, debido a las inversiones en instalaciones y proyectos a largo plazo que realizan continuamente, invierten el exceso de liquidez correctamente para hacer frente a la deuda a largo plazo que conllevan las mismas, lo que explica los resultados obtenidos en el presente análisis.



La tabla 2 resume la situación de liquidez de las compañías y la media del subsector en el ejercicio 2020, recogiendo la información mencionada anteriormente.

| Tabla 2. Liquidez año 2020            |        |        |           |         |               |       |
|---------------------------------------|--------|--------|-----------|---------|---------------|-------|
|                                       | Endesa | Enagás | Iberdrola | Naturgy | Red Eléctrica | Media |
| <b>Liquidez general</b>               | 0,7    | 2,1    | 0,8       | 1,4     | 1,3           | 1,3   |
| <b>Test ácido</b>                     | 0,6    | 2,1    | 0,7       | 1,3     | 1,2           | 1,2   |
| <b>Liquidez inmediata/ disponible</b> | 0,4    | 0,4    | 0,2       | 0,4     | 0,3           | 0,3   |

Se trata de compañías que operan en un mercado regulado, muy rentable, con un número de competidores limitado (como ya se estudió al analizar las cinco fuerzas de Porter) y dedicadas a actividades ratificadas como esenciales, que se desarrollan bajo marcos muy concretos. Al contar con una política de expansión estable a lo largo del tiempo y generar beneficios de forma recurrente, no es necesario presentar una situación de liquidez holgada. Por tanto, **no se considera un problema de liquidez del subsector** el presentar ratios ligeramente inferiores a los valores generalmente aceptados (caso de Iberdrola y Endesa en el ejercicio actual y anteriores, en cuanto a ratios de liquidez general y test ácido; y caso de Red Eléctrica en ejercicios anteriores en relación a las tres ratios), al ser un **rasgo intrínseco** al mismo. Incluso durante la reciente crisis provocada por la pandemia del COVID-19, el subsector ha mantenido una situación de liquidez adecuada, sin grandes cambios.

Tal y como se indica en sus Informes Anuales, la liquidez del subsector proviene “principalmente de líneas sindicadas con bancos de relación, préstamos no dispuestos con

entidades de crédito multilaterales y bancos de desarrollo (Banco Europeo de Inversiones - BEI, Instituto de Crédito Oficial - ICO, Banco Nacional de Desarrollo Económico e Social - BNDES), además de caja y equivalentes”.

Además, a pesar de que Endesa, Iberdrola y Red Eléctrica (ejercicios anteriores) muestren un fondo de maniobra negativo y ratios de liquidez ligeramente inferiores a la media y a los valores considerados como óptimos, presentan, al igual que el resto de empresas objeto de análisis, y tal y como indica el Informe Anual de Iberdrola a diciembre 2020, **políticas de liquidez** “orientadas a asegurar el cumplimiento de los compromisos de pago adquiridos sin tener que recurrir a la obtención de fondos en condiciones gravosas” mediante la utilización de “diferentes medidas de gestión tales como el mantenimiento de facilidades crediticias comprometidas por importe, plazo y flexibilidad suficiente, la diversificación de la cobertura de las necesidades de financiación mediante el acceso a diferentes mercados y áreas geográficas, y la diversificación de los vencimientos de la deuda emitida”.

Por tanto, del análisis anterior, se desprende que **el subsector cuenta con una situación de liquidez adecuada a la actividad** que desempeñan, y, por tanto, presenta capacidad suficiente para hacer frente a sus compromisos a corto plazo.

## VII. ANÁLISIS DE LA SOLVENCIA

Tras el estudio de la **capacidad financiera para hacer frente a los compromisos** a corto plazo, se procede a analizar la misma **a largo plazo**, es decir, la solvencia de las compañías que abarcan el subsector objeto de análisis.

### 1. RATIO DE ENDEUDAMIENTO

La **ratio de endeudamiento** permite medir la situación de endeudamiento de una compañía, mediante el estudio de las posibilidades de financiación y relación entre coste de capital y rentabilidad económica. Se calcula como el **cociente entre pasivo y patrimonio neto** (Llorente Olier, 2017). Mediante la relación de los fondos ajenos y de las aportaciones de los socios de la empresa, esta ratio mide el nivel de dependencia financiera de la empresa en terceros ajenos a la misma. Tal y como señalan J. González Pascual, en su libro *“Análisis de la empresa a través de su información económica financiera – fundamentos teóricos y aplicaciones”*, o Llorente Olier, en *“Análisis de estados económico-financieros”*, se entiende que una empresa presenta un **nivel aceptable de deuda**, cuando el ratio de endeudamiento, entendido como pasivo entre patrimonio neto, es igual o menor a la unidad, es decir, cuando presenta una estructura de financiación en la que los recursos financieros propios y ajenos son iguales, o los primeros superan a los segundos. En este sentido, las compañías que conforman el subsector objeto de análisis presentan una **ratio de endeudamiento elevada**, al tener (tal y como se ha estudiado anteriormente en el análisis de la estructura de financiación) un elevado apalancamiento y conformando el pasivo financiero en torno al 70% del balance. Sin embargo, existen disparidades entre las distintas compañías que conforman el subsector.

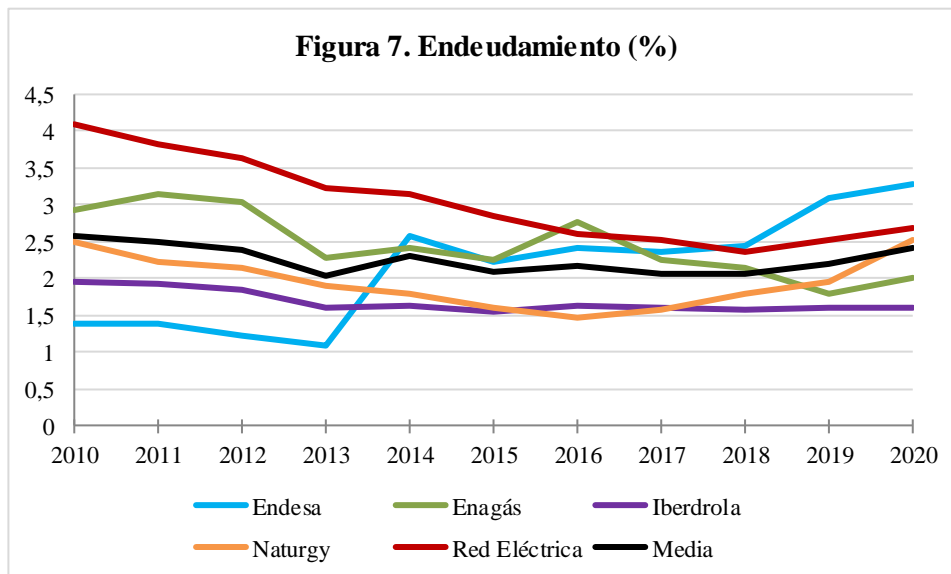
La tabla 3 muestra la ratio de endeudamiento de cada una de ellas en el ejercicio 2020, siendo Iberdrola la que presenta una mejor posición de endeudamiento, frente a Endesa, cuya ratio de endeudamiento es la más elevada del subsector.

| Tabla 3. Endeudamiento año 2020 |        |           |         |               |       |
|---------------------------------|--------|-----------|---------|---------------|-------|
| Endesa                          | Enagás | Iberdrola | Naturgy | Red Eléctrica | Media |
| 3,29                            | 2,00   | 1,59      | 2,51    | 2,68          | 2,41  |

Sin embargo, **esta ratio no se puede interpretar de forma aislada**, sino que hay que tener en cuenta numerosos factores de los que depende, tanto intrínsecos a la empresa y

subsector en cuestión (tales como la actividad desarrollada, la política general de endeudamiento, la política de pago de dividendos, nivel de inmovilización de recursos propios, capacidad de acceso a fuentes de financiación ajenas, etc.), como externos (situación de los mercados, coste de la deuda, volatilidad, etc.).

En la figura 7, se muestra la **evolución de la ratio de endeudamiento** durante el período temporal de 2010 a 2020, que presenta niveles altos a lo largo del tiempo.



Al analizar la evolución del endeudamiento, se observa como, a pesar de las grandes diferencias existentes en el subsector a lo largo del tiempo, las ratios de endeudamiento han ido **convergiendo** a lo largo del horizonte temporal analizado, hasta llegar a niveles más homogéneos. Sin embargo, todas ellas se encuentran por encima de la unidad a lo largo del tiempo, lo cual refleja el hecho de ser un comportamiento generalizado del subsector y no responder a problemas financieros. En cuanto a la composición del endeudamiento, todas las compañías objeto de estudio presentan un **mayor endeudamiento a largo plazo** que a corto plazo. El elevado endeudamiento del subsector y el hecho de que se concentre principalmente en deudas a largo plazo, responde a la naturaleza de la actividad desempeñada, que requiere realizar elevadas inversiones en activos fijos para poder desarrollar las instalaciones energéticas, así como proyectos a largo plazo.



## 2. DEUDA FINANCIERA/ EBIT

Sin embargo, Llorente Olier, en su libro “*Análisis de estados económico-financieros*”, recuerda la necesidad de **relativizar la medida de endeudamiento**, para así analizar la capacidad real de las distintas empresas de hacer frente a la deuda asumida con terceros. Para ello, el **ratio Deuda Financiera Neta/ EBIT**<sup>8</sup> mide la media de años que la empresa va a utilizar para devolver la deuda y el grado en el que afectará a los márgenes de la empresa para devolver la misma. Cuanto más alto sea esta ratio, más tiempo requiere la empresa en cuestión para hacer frente a sus obligaciones con terceros, y, por tanto, presentará mayor endeudamiento y menor solvencia. Al calcular dicha ratio, se ha tenido en cuenta, tal y como se indica en el citado manual, lo siguiente:

- El numerador lo conforma la Deuda Financiera Neta, compuesta por Pasivos Financieros Corrientes + Pasivos Financieros No Corrientes – Efectivo y Activos Líquidos Equivalentes<sup>9</sup>.
- El denominador está formado por el EBIT, al cual se le ha realizado un ajuste complementario, eliminando el efecto que los “deterioros y resultados por enajenaciones del inmovilizado” tienen en el mismo, al ser resultados no recurrentes, que podrían impedir una visión real, y comparación homogénea.

| Tabla 4. Deuda Financiera Neta/ EBIT* año 2020 |        |           |         |               |       |
|--|--------|-----------|---------|---------------|-------|
| Endesa   | Enagás | Iberdrola | Naturgy | Red Eléctrica | Media |
| 3,52   | 8,05   | 5,95      | 7,10    | 6,61          | 6,25  |

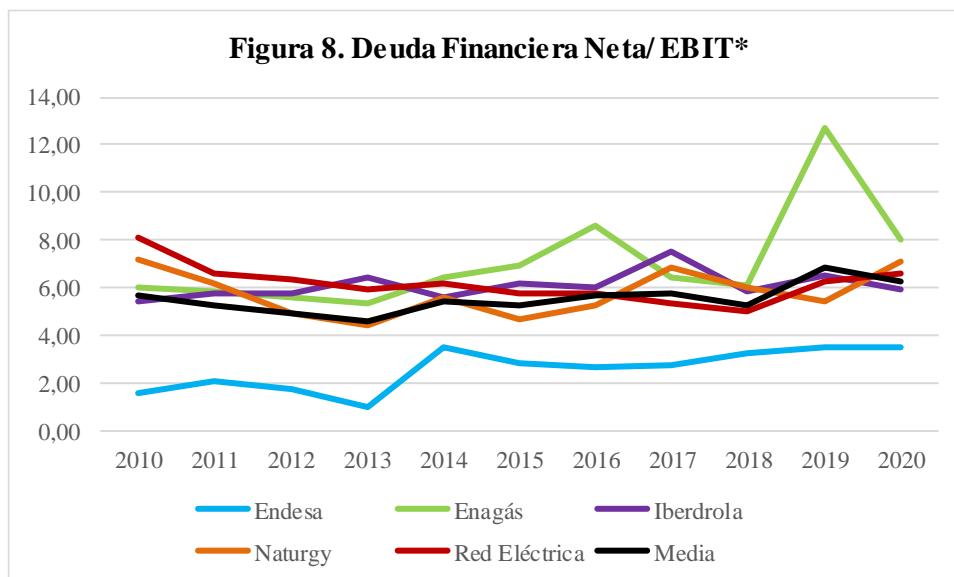
En la tabla 4, se observa como **el subsector en cuestión necesita, como media, en torno a 6 años de EBIT\* para poder hacer frente a la deuda financiera**, siendo Endesa la que menor ratio presenta y encontrándose muy por debajo de la media (3,52 años) y Enagás la que más (8,05 años). Aunque pueda resultar un dato alto, hay que tener en cuenta la **elevada predictibilidad y recurrencia de los ingresos** que caracteriza a las cinco empresas analizadas que conforman el subsector, por lo que no supone un problema.

<sup>8</sup> *Earnings Before Interests and Taxes*: no tiene en cuenta las fuentes de financiación ni los impuestos sobre el beneficio.

<sup>9</sup> La razón por la que se resta “Efectivo y otros activos líquidos equivalentes” responde a la disponibilidad inmediata de dichos recursos para hacer frente a la deuda.

A pesar del elevado endeudamiento de **Endesa** en relación a las demás entidades del subsector, esto no supone problema, porque si se pone en relación con el resultado que genera, se concluye que es la que menos tiempo tarda en devolver la deuda, estando por encima de Iberdrola.

Al analizar la **evolución** durante el período de tiempo 2010 a 2020, tal y como indica la figura 8, se observa la estabilidad en cuanto a la métrica estudiada (con excepción de una mejora en Enagás en 2019, que vuelve en 2020 a los niveles normales). Se concluye, por tanto, que las empresas que conforman el sector, se encuentran en una **situación solvente y hacen un uso adecuado del apalancamiento financiero para potenciar los beneficios.**



Sin embargo, se observa como **Endesa** se encuentra muy lejos de la media en niveles de devolución de deuda. En el ejercicio 2014 y como consecuencia del pago extraordinario de dividendo por parte de Endesa tras la venta a Enel de su negocio en Latinoamérica, la deuda financiera neta aumenta considerablemente, y, por tanto, aumenta la ratio Deuda Financiera Neta/ EBIT, acercándose más a la media del subsector.

## VIII. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD

En el presente apartado, se va a analizar la rentabilidad que presentan las distintas compañías que conforman el subsector de electricidad y gas.

En primer lugar, y en base a lo dispuesto por J. Llorente Olier, J. en “*Análisis de estados económico-financieros*”, y por José de Jaime Eslava, en “*Las claves del análisis económico-financiero de la empresa*”, se va a proceder al **análisis de la rentabilidad económica** (ROI: *return on investments*), la cual indica el rendimiento de la inversión, y se utiliza para valorar la rentabilidad de una inversión en relación al coste de la misma. Se calculará como el **cociente entre el EBIT<sup>10</sup> del ejercicio en cuestión y el activo total medio**.

A continuación, se analizará la **rentabilidad financiera** (ROE: *return on equity*), entendiéndolo como tal la rentabilidad de los fondos propios, ya que calcula la eficacia con la que la dirección utiliza los activos para generar rentabilidad. Se procederá a su cálculo **dividiendo el EBT<sup>11</sup> del ejercicio en cuestión entre los fondos propios medios**. Como los fondos propios son iguales a los activos de una empresa menos su deuda, el ROE se considera el rendimiento de los activos netos y ofrece la imagen de cómo se desarrolla la gestión y toma de decisiones financieras en la empresa objeto de análisis.

Mientras que el ROI tiene en cuenta la deuda en su cálculo al medir el rendimiento de la inversión, el ROE no la tiene en consideración, al ser una medida de cálculo del rendimiento de los fondos propios. Aunque ambas métricas definen la salud de la inversión, el resultado de ambas puede no ir siempre en la misma dirección. Es posible que una empresa tenga un mayor ROE, pero un pobre ROI, o viceversa (ARCHER et al., 2012).

Tal y como explican M.J. Rivero Menéndez y J. Rivero Romero, en “*Análisis de estados financieros*”, **la correlación entre las dos rentabilidades vendrá dada por el apalancamiento financiero**, que intervendrá como amplificador del ROE en relación al ROI (cuando el ROI sea mayor que el coste medio de la deuda).

---

<sup>10</sup> *Earnings Before Interests and Taxes*

<sup>11</sup> *Earnings before Taxes* (tiene en cuenta los resultados financieros)

| <b>Tabla 5.1. Rentabilidad año 2020</b> |               |               |                  |                |                      |              |
|---|---------------|---------------|------------------|----------------|----------------------|--------------|
|   | <b>Endesa</b> | <b>Enagás</b> | <b>Iberdrola</b> | <b>Naturgy</b> | <b>Red Eléctrica</b> | <b>Media</b> |
| <b>ROI</b>                              | 5,20%         | 5,90%         | 5,30%            | 1,30%          | 7,20%                | 5,00%        |
| <b>ROE</b>                              | 19,30%        | 13,70%        | 10,80%           | -0,70%         | 22,00%               | 10,80%       |

## 1. RENTABILIDAD ECONÓMICA

La **Rentabilidad Económica (ROI)**, tal y como se observa en la tabla 5.1, se sitúa en torno al 5% durante el ejercicio 2020. Sin embargo, destaca Naturgy con una rentabilidad muy por debajo de la media (1,3%) y Red Eléctrica, que, por el contrario, supera la rentabilidad media del sector:

- En cuanto a **Naturgy**, la rentabilidad económica se ve mermada en el ejercicio 2020 respecto al ejercicio 2019 (ROI de 6,8%), lo cual se debe a la disminución del BAI (numerador), debido al impacto que sobre su resultado operativo han tenido los bajos precios del gas y el COVID-19, así como a la decisión de la firma de llevar a cabo una mayor devaluación de sus plantas de generación convencional en España, con un impacto negativo en beneficio de 1.1019 millones de euros, incluyendo el efecto de la devaluación por inflación en Argentina (CRUZ PEÑA, 2021).
- Por otro lado, la elevada rentabilidad económica alcanzada por **Red Eléctrica** en comparación con las distintas empresas del sector, no se debe a un factor estructural o coyuntural, sino que, de media, se ha mantenido estable y ha presentado siempre una mayor rentabilidad económica en relación a sus *peers*, incluso mayor que la del ejercicio 2020 (en torno al 9-10%).

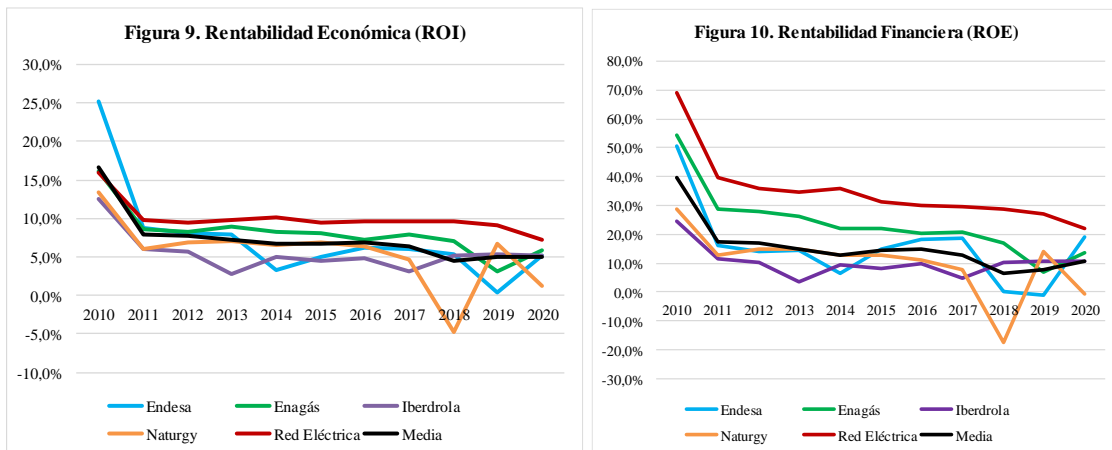
## 2. RENTABILIDAD FINANCIERA

En cuanto a la **rentabilidad financiera (ROE)**, destacan de nuevo Naturgy y Red Eléctrica por su bajo y elevado valor respectivamente:

- En el caso de **Naturgy**, como ya se ha comentado con anterioridad, su beneficio se ve lastrado y es el detonante de esta bajada del ROI, llegando a alcanzar un valor negativo (-0,7% vs. 14,2% en 2019).
- En cuanto a **Red Eléctrica**, aunque el ROE (22,0%) disminuye respecto a 2019 (27,1%), sigue destacando por su elevado valor.

Si se relaciona el ROI y el ROE, se observa, que, en todas las empresas del subsector, con la excepción de Naturgy, se produce un **efecto positivo para los accionistas**, ya que la rentabilidad de los fondos propios es superior a la rentabilidad de los activos, al estar únicamente una parte de los activos financiada con fondos propios. La financiación de parte del activo a través de deuda permite el crecimiento de la rentabilidad financiera. Este efecto se conoce como “**apalancamiento positivo**”, y se produce siempre y cuando el ROI sea mayor al coste medio de la deuda (ARCHEL et al., 2012).

En cuanto a la evolución de ambas métricas, tal y como se desprende de las figuras 9 y 10, se observa como ROI y ROE han experimentado una **tendencia ligeramente decreciente** a lo largo del periodo temporal de 2010 a 2020, especialmente pronunciada en 2010 y que poco a poco ha ido estabilizándose (salvo alguna excepción puntual- véase Naturgy en los ejercicios 2017 y siguientes).



La evolución negativa de la rentabilidad económica (ROI) generalizada en el subsector, viene motivada por dos factores:

- La disminución del numerador (EBIT): tal y como se observa en la tabla 5.2, el comportamiento generalizado del subsector es una disminución del EBIT en el horizonte temporal 2010-2020.
- El aumento del denominador (activos totales medios): la tabla 5.2 también indica el aumento de los activos totales medios que se produce en el subsector y en todas las compañías que conforman el mismo, siendo este aumento más destacable que la disminución del EBIT. Ello se debe a la creciente inversión que llevan a cabo

estas empresas, en energías renovables, entre otras, con el consiguiente aumento del activo, junto con las operaciones corporativas que también ocasionan el crecimiento del mismo.

| <b>Tabla 5.2. Variación de la rentabilidad económica 2010-2020</b> |               |               |                  |                |                      |              |
|--|---------------|---------------|------------------|----------------|----------------------|--------------|
|  | <b>Endesa</b> | <b>Enagás</b> | <b>Iberdrola</b> | <b>Naturgy</b> | <b>Red Eléctrica</b> | <b>Media</b> |
| <b>ROI</b>   | -20,03%       | -10,18%       | -7,23%           | -12,12%        | -8,80%               | -11,70%      |
| <b>var. EBIT 10-20</b>   | -77,64%       | -3,62%        | 10,04%           | -82,32%        | 37,34%               | -28,94%      |
| <b>var. ATM 10-20</b>  | 9,06%         | 161,43%       | 161,35%          | 77,94%         | 207,82%              | 83,40%       |

Del mismo modo, se observa en la tabla 5.3, como la evolución negativa de la rentabilidad financiera (ROE) del subsector viene marcada por lo siguiente:

- La disminución del numerador (EBT) generalizada en el subsector.
- El aumento del denominador (fondos propios medios).

| <b>Tabla 5.3. Variación de la rentabilidad financiera 2010-2020</b> |               |               |                  |                |                      |              |
|---|---------------|---------------|------------------|----------------|----------------------|--------------|
|   | <b>Endesa</b> | <b>Enagás</b> | <b>Iberdrola</b> | <b>Naturgy</b> | <b>Red Eléctrica</b> | <b>Media</b> |
| <b>ROE</b>  | -31,40%       | -40,70%       | -13,70%          | -29,60%        | -46,90%              | -28,80%      |
| <b>var. EBT 10-20</b>   | -76,34%       | -10,40%       | 31,62%           | -104,49%       | 39,07%               | -31,92%      |
| <b>var. FPM 10-20</b>   | -38,00%       | 255,70%       | 198,18%          | 94,55%         | 335,63%              | 169,21%      |

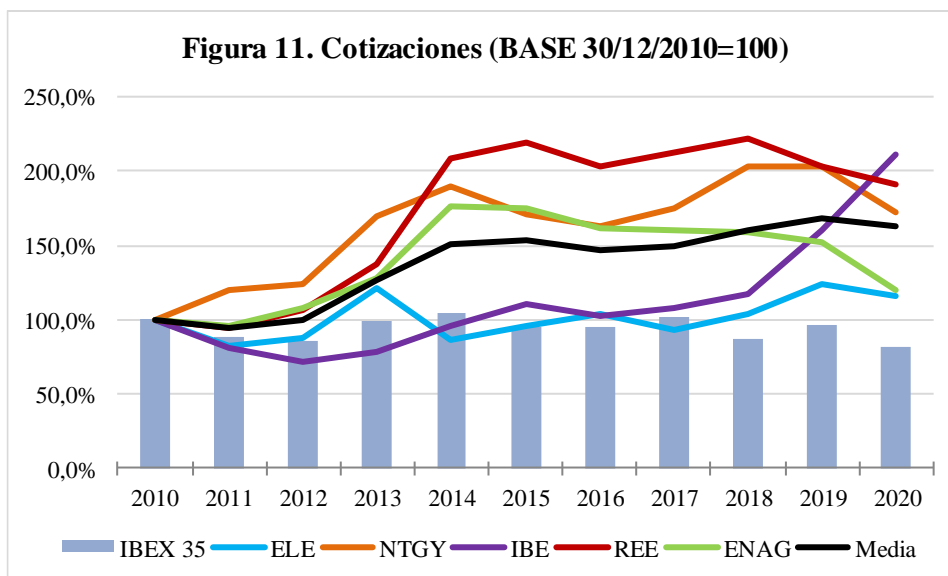
Además, el Foro Económico Mundial señala que la **transición hacia un sistema con bajas emisiones de carbono**, es uno de los motivos a los que responde esta tendencia decreciente en la rentabilidad del sector, debido a las correcciones de activos como consecuencia de la transición energética (El futuro de la energía eléctrica, 2018).

## IX. ANÁLISIS BURSÁTIL

### 1. EVOLUCIÓN DE LAS COTIZACIONES

El punto de partida del análisis bursátil lo constituye el **estudio de la evolución de las cotizaciones** del subsector de la electricidad y gas. Se entiende por **cotización bursátil** o capitalización de mercado de las acciones, la estimación del valor de mercado de las mismas. Se calcula como el **sumatorio del precio de mercado de cada clase de acciones de la compañía en cuestión por el número de acciones que cotizan en el mercado de valores** (Valoración de empresas y análisis bursátil, 2 edición, Feliz Jiménez Naharro, Antonio de la Torre Gallegos, Pirámide, 2017). Se ha utilizado como base la información pública que proporcionan las empresas sobre su cotización bursátil. Es importante destacar el papel primordial que juega el sector energético en el IBEX 35, no únicamente por su relevancia estratégica, sino también por la actividad esencial que desempeñan las compañías que componen el mismo y el papel cada vez más importante que juegan hoy en día los valores ligados al medio ambiente, propiciado por el Plan de Acción para las Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea.

Por tanto, partiendo de las cotizaciones de cada una de las compañías que conforman el subsector durante el horizonte temporal de 2010 a 2020, y tomando como referencia el año base 2010 (100%), se procede a calcular las variaciones respecto a esta fecha. La figura 11 muestra la **evolución de la cotización** de las cinco empresas durante el periodo analizado, y su comparación respecto al índice de referencia IBEX 35, del que forman parte (véase que, en la figura, se han utilizado los *tickers* utilizados en el mercado bursátil para identificar de forma abreviada a las compañías). Asimismo, se ha incluido la media del subsector para poder comparar cómo se encuentra cada compañía en cuestión respecto a la misma, y la media respecto al IBEX 35.



En base a la figura 11, se observa la **tendencia positiva del subsector respecto al IBEX 35**. Mientras que, en el horizonte temporal estudiado, el IBEX-35 experimenta un decrecimiento del 18.1%, el subsector al que pertenecen las compañías objeto de análisis se revaloriza un 62,16%, lo que supone una ventaja considerable por parte del mismo. En la actualidad, la totalidad de las compañías que conforman el subsector de electricidad y gas, se encuentran por encima del IBEX 35. Este comportamiento generalizado podría deberse, entre otros muchos factores, al mayor apetito del mercado hacia un **sector ampliamente regulado, considerado defensivo al generar ingresos de forma recurrente y constante y presentar flujos de caja futuros previsibles**, y que generalmente presenta una **menor volatilidad que la media del mercado**. Además, el mayor apetito del mercado hacia estas compañías, también podría explicarse por la aversión al riesgo y por ser consideradas las *utilities* como un **valor refugio**, unido al hecho de que suelen pagar un **dividendo fijo, constante y sostenible** a lo largo del tiempo. En los últimos diez años, las cinco empresas analizadas del subsector de la electricidad y el gas, han pagado un dividendo de forma recurrente, y se estima que esta dinámica continúe de igual forma.

A pesar de la positiva evolución del subsector, destaca **Endesa**, que muestra un **comportamiento retardado respecto a la media del subsector** durante todo el horizonte temporal estudiado (+15,8% vs. 62,16%), aunque sí se encuentra en la actualidad por encima del IBEX 35. Es posible que esta evolución tenga que ver con la toma de control por parte de Enel del negocio de Endesa en Latinoamérica, y posterior



pago extraordinario de dividendos en el ejercicio 2014 a la matriz por 14,56 euros por acción, que propicia la marcada desaceleración en la cotización en el ejercicio 2014 (de 120,8% a 85,8%<sup>12</sup>), tal y como se muestra en la figura 11 (ROA, 2021).

Es también destacable el comportamiento de **Iberdrola**, que ha mostrado una evolución positiva, revalorizándose un +111,6% durante el periodo temporal de 2010 a 2020. Es apreciable el cambio de tendencia que ha experimentado, situándose por debajo del IBEX 35 durante los primeros años, en torno al mismo a medida que avanza el horizonte temporal, para alcanzar a partir de 2018 niveles muy superiores al IBEX 35, y a partir de 2019, también por encima de la media del subsector, gracias a su apuesta por la internacionalización y las energías renovables.

## 2. RENDIMIENTO POR ACCIÓN (*DIVIDEND YIELD*)

Para continuar con el análisis bursátil, se procede a analizar la **rentabilidad por dividendo** (*dividend yield*). Tal y como señalan F. Jiménez Naharro y A. de la Torre Gallegos en su libro “*Valoración de empresas y análisis bursátil*”, se calcula como el **cociente entre el dividendo por acción** que paga la empresa en cuestión en el ejercicio, **y el precio pagado por la acción**. Como se observa en la figura 12, se ha calculado dicha ratio de cada una de las empresas objeto de estudio, de la media del subsector y del IBEX 35. Por tanto, el cociente quedaría de la siguiente forma:

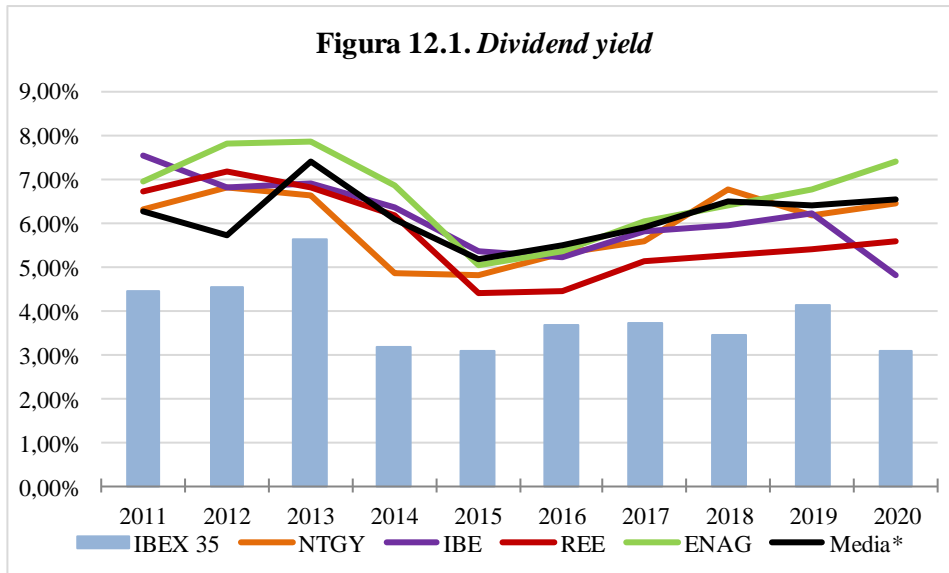
- El numerador lo conforma el dividendo pagado por acción, teniendo en consideración los dividendos pagados en el ejercicio actual (x) y en todos los ejercicios anteriores, quedando el numerador de la siguiente forma: (precio cierre del año x – precio cierre año x-1) + dividendos por acción año x.
- El denominador lo conforma el precio de la acción al principio del año x.

En la figura 12.1, se observa como el **rendimiento medio por acción del subsector está por encima del rendimiento medio por acción del IBEX 35** y que todas las compañías presentan un rendimiento por acción similar durante el periodo temporal analizado. Sin embargo, en el ejercicio 2014, **Endesa** obtiene un rendimiento por acción muy superior, volviendo a niveles normales en 2015. Ello se debe al ya citado dividendo extraordinario del ejercicio 2014, que supuso que el rendimiento por dividendo del ejercicio ascendiese

---

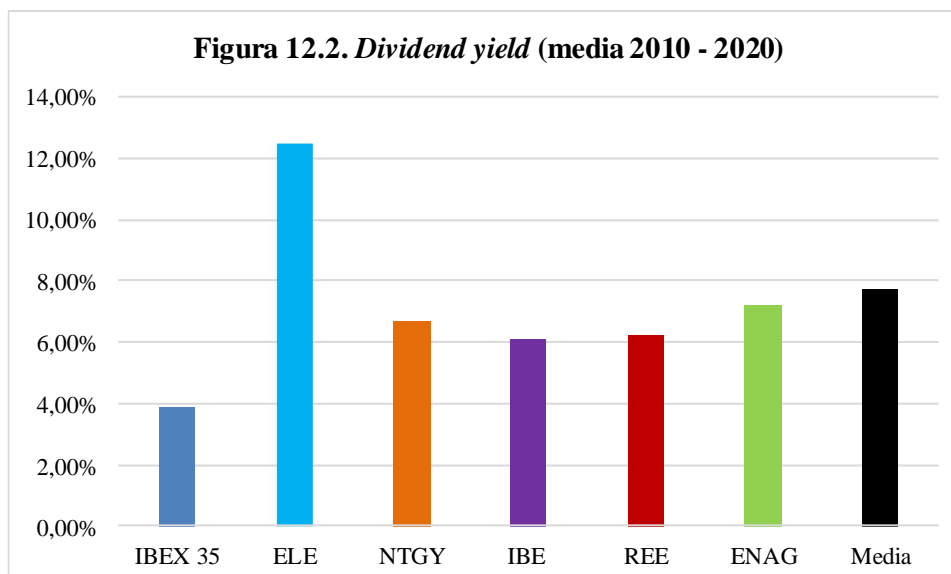
<sup>12</sup> Calculado conforme al año base 2010 (100%).

a un 62,5% (vs. 8,9% ejercicio anterior), lo cual distorsiona el resultado al alza de forma considerable. Por ello, no se ha tenido en cuenta Endesa en la figura 12.1, ni en el cálculo de la media del subsector. Además, **Enagás** destaca por presentar un rendimiento por acción superior a la media durante la mayor parte de años del periodo temporal analizado.



El hecho de que algunas empresas que conforman el IBEX 35 no han repartido dividendos en algunos ejercicios del horizonte temporal analizado y que, por el contrario, las empresas del subsector de la electricidad y el gas hayan mantenido una **política de reparto de dividendos constante** en el tiempo, explica que el subsector ofrezca un *dividend yield* medio mayor que la media de las compañías que conforman el IBEX 35.

La figura 12.2 muestra el **dividend yield medio** en cada una de las empresas para el horizonte temporal 2010-2020, y se observa de nuevo como el rendimiento por acción extraordinario obtenido en el ejercicio 2014 por Endesa, distorsiona la media de forma considerable. En la figura 12.2, sí se incluye Endesa, tanto individualmente como para el cálculo de la media del subsector.



En la tabla 6, se observa el rendimiento por acción obtenido en el **ejercicio 2020** por las empresas que conforman el subsector, siendo Endesa e Iberdrola las que presentan un valor más elevado (8,46%) y más bajo (4,80%) respectivamente.

| Endesa | Enagás | Iberdrola | Naturgy | Red Eléctrica | Media |
|--------|--------|-----------|---------|---------------|-------|
| 8,46%  | 7,39%  | 4,80%     | 6,43%   | 5,58%         | 6,53% |

### 3. PER

El **PER** (*price-to-earnings ratio*) mide la relación entre el precio de una acción y los beneficios que genera. El PER se puede interpretar como el número de años en que la compañía va a ser capaz de generar los beneficios equivalentes al precio de la acción. Se calcula como el **cociente entre el precio de la acción y el beneficio por acción**. Para su cálculo se ha tenido en cuenta lo siguiente:

- El numerador lo conforma el precio final en el ejercicio x.
- El denominador lo conforma el beneficio por acción en el ejercicio x, entiendo como tal, el beneficio después de impuestos total entre el número de acciones.

La tabla 7 muestra el PER de cada una de las cinco compañías objeto de análisis y el PER medio del sector en el **ejercicio 2020**.

| <b>Tabla 7. PER (<i>price-to-earnings ratio</i>) año 2020</b> |               |               |                  |                |                      |              |
|---|---------------|---------------|------------------|----------------|----------------------|--------------|
|   | <b>Endesa</b> | <b>Enagás</b> | <b>Iberdrola</b> | <b>Naturgy</b> | <b>Red Eléctrica</b> | <b>Media</b> |
| <b>PER</b>  | 16,93         | 10,57         | 20,31            | 21,07          | 14,85                | 15,59        |
| <b>Precio final por acción</b>                                | 22,35         | 17,97         | 11,58            | 18,96          | 16,78                | 17,53        |
| <b>Beneficio por acción</b>                                   | 1,32          | 1,70          | 0,57             | 0,90           | 1,13                 | 1,12         |

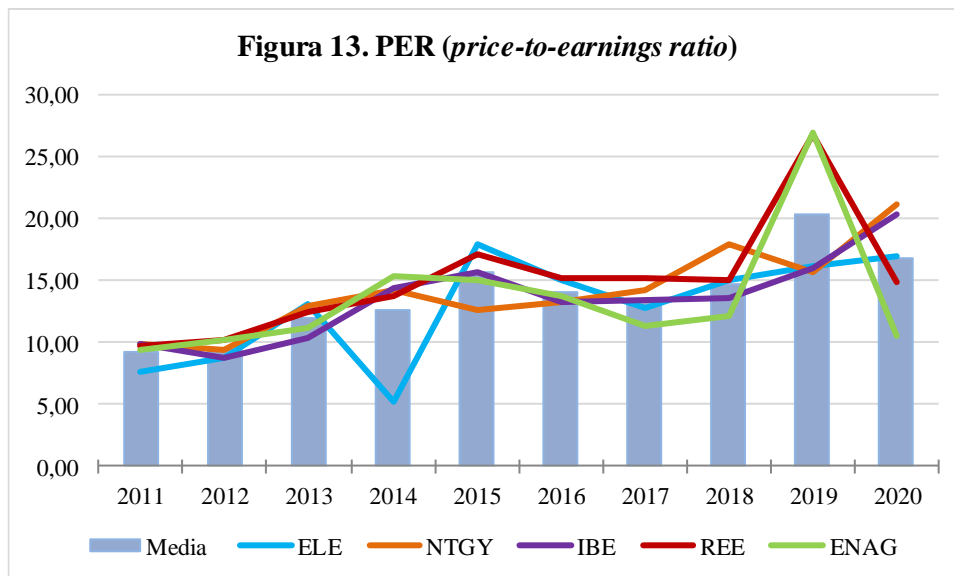
Para poder realizar comparaciones, es relevante seleccionar como comparables sólo aquellas empresas que tengan tamaño, líneas de producto y perspectivas de crecimiento similares a las de la empresa que se está valorando, ya que hay sectores que, por sus propias características intrínsecas, presentan PERs más (menos) elevados. Por ello, no se ha incluido en la figura 13, el PER medio del IBEX 35, al no considerarse todas las compañías que conforman el mismo como comparables del subsector objeto de estudio.

Además, para entender la **evolución del PER** y realizar un análisis más fino, teniendo en cuenta que todas las empresas objeto de análisis conforman el mismo subsector y son comparables, la diferencia de comportamiento entre Enagás y Red Eléctrica frente al resto (véase la figura 13 de 2018 a 2020, donde la divergencia es más acentuada), se puede interpretar como lógico, al ser entre ellas “más comparables” que, respecto al resto de empresas del subsector, ya que ambas se dedican a la misma actividad: transporte (de gas y electricidad respectivamente), frente a Naturgy, Endesa e Iberdrola que se centran en la generación y comercialización de electricidad y gas.

Por tanto, teniendo en cuenta la anterior consideración, **todas las compañías del subsector (comparables) se encuentran en niveles similares**, en torno a la media, durante el ejercicio 2020.

Un **PER elevado (bajo)** puede ser interpretado de dos formas diferentes:

- Como indicador de que la empresa se encuentra sobrevalorada (infravalorada).
- Como estimador de que el mercado espera que los beneficios de la empresa van a subir (bajar) en los próximos años.



Sin embargo, tal y como se observa en la figura 13, **el PER ha experimentado un aumento a lo largo del horizonte temporal** estudiado en todas las compañías, que han seguido **sendas similares**, con un destacable descenso en 2014 en el caso de Endesa y pronunciado aumento en 2019 en el caso de Red Eléctrica y Enagás (en ambas similar, al ser “más comparables” entre sí):

- El caso de **Endesa** se debe al aumento considerable (+78%) del beneficio por acción (denominador de la ratio) en el ejercicio 2014, debido a que el resultado neto atribuible incluye 1,76 billones de euros de plusvalía neta por la desinversión de Enersis. Como ya se ha indicado con anterioridad, Endesa vende en 2014 su negocio en Latinoamérica, con un ingreso extraordinario por la plusvalía obtenido en la venta (además del ya citado reparto de dividendos tras la operación).
- En cuanto a **Red Eléctrica y Enagás**, el aumento del PER se debe a la disminución del beneficio por acción (denominador de la ratio), de +48% y +57% respectivamente (Endesa ganó 3.337 millones en 2014 gracias a Latinoamérica, 2021).

#### 4. PRICE-TO-BOOK

Otra ratio importante es el **Price-to-book ratio**, que mide la relación entre el precio de mercado de la acción y su valor contable, o en sentido amplio, el precio de mercado de compañía en cuestión y su valor contable. Indica el número de veces el valor patrimonial supone el precio de mercado, con el fin de estimar el futuro crecimiento de una compañía.

Para realizar dicho análisis, se ha calculado el **cociente entre el valor de mercado o capitalización bursátil de la empresa y el valor contable**. Se entiende por capitalización bursátil el número de acciones de la compañía por el precio a cierre del ejercicio estudiado (Olier, 2017).

En cuanto a la interpretación de esta ratio, se tendrá en cuenta si toma valores superiores, iguales, o inferiores a la unidad (F. Jiménez Naharro, A. de la Torre Gallegos, 2017), indicando lo siguiente:

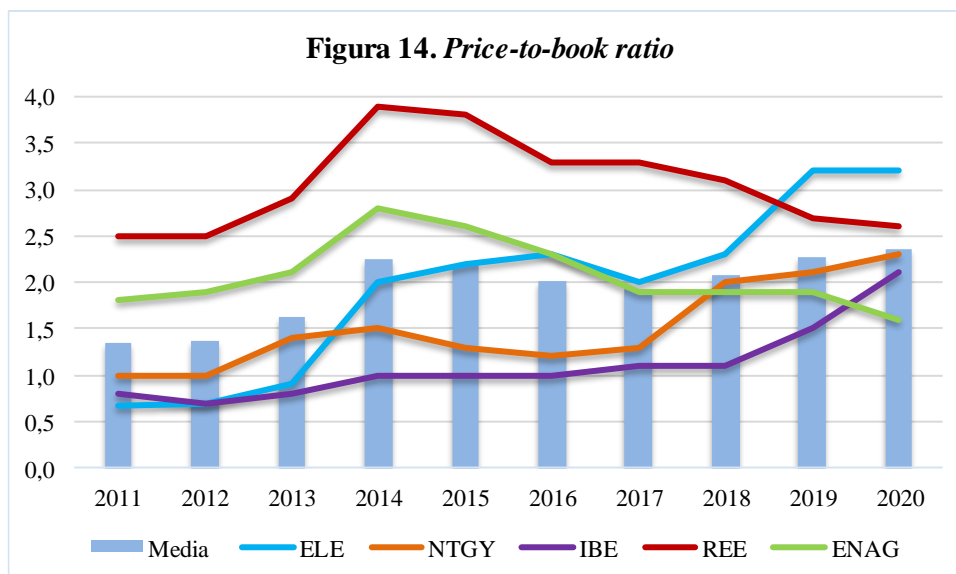
- **>1**: la compañía cotiza a un precio superior a su valor patrimonial.
- **=1**: el valor contable es igual al valor de mercado de la compañía, y, por tanto, la compañía cotiza a un precio similar a su valor patrimonial.
- **<1**: la compañía cotiza por debajo de su valor contable, lo cual podría indicar una oportunidad de compra o bien un deterioro del valor real de los activos que no ha sido adecuadamente reflejado en la contabilidad.

Es necesario, al igual que el PER, compararla con sus *peers* o entidades similares que conforman el subsector.

La tabla 8 muestra los valores del **Price-to-book** en el **ejercicio 2020** de las compañías del subsector, encontrándose todas ellas en torno a la media.

| Tabla 8. PtB ( <i>price-to-book ratio</i> ) año 2020 |               |              |               |               |               |               |
|--|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|  | Endesa        | Enagás       | Iberdrola     | Naturgy       | Red Eléctrica | Media         |
| <b>PtB</b>   | 3,17          | 1,57         | 2,08          | 2,29          | 2,60          | 2,25          |
| <b>Cap. bursátil</b>                                 | 23.663.109,81 | 4.706.651,68 | 73.508.306,14 | 18.383.877,67 | 9.076.617,00  | 25.867.712,46 |
| <b>Valor contable</b>                                | 7.465.000,00  | 3.006.984,00 | 35.412.814,00 | 8.027.540,00  | 3.491.953,00  | 11.480.858,20 |

La figura 14 muestra la **evolución del Price-to-book** durante el periodo objeto de estudio, destacando que poco a poco ha ido convergiendo a niveles similares entre las cinco compañías. Se observan **tendencias similares entre Enagás y Red Eléctrica**, por un lado; y **Naturgy, Endesa e Iberdrola** por otro, por la actividad más similar a la que se dedican. En el primer grupo, destaca Red Eléctrica, con un *Price-to-book* (2,60) ligeramente superior al de Enagás (1,57); y en el segundo, Endesa (3,17).



## 5. VALORACIÓN POR EL MÉTODO DE DESCUENTO DE DIVIDENDOS

Por último, se va a llevar a cabo la valoración de las compañías que conforman el sector teniendo en cuenta el **modelo de descuento de dividendos**. El modelo de descuento de dividendos valora una acción ordinaria como el **valor actual de sus flujos de caja futuros esperados (dividendos)**. Cuando un inversor vende una acción ordinaria, el valor que pagará el comprador es igual al valor actual de la corriente futura de flujos de caja. Por lo tanto, el valor de las acciones en cualquier momento sigue estando determinado por sus dividendos futuros esperados. Al tratarse de un sector donde el pago de dividendos se realiza de forma constante y recurrente en el tiempo, se va a asumir perpetuidad en cuanto al pago de dividendos, para lo cual se hará uso del Modelo de **Gordon Saphiro**. Este modelo asume que el flujo de dividendos aumenta a una tasa de crecimiento constante ( $g$ ) durante el periodo infinito y tiene en cuenta un *pay-out* también constante. El valor actual de la compañía como el **cociente entre**:

- El numerador lo conforma el **dividendo** a percibir en ejercicio  $x+1$ .
- El denominador lo conforma la resta entre la **tasa de rendimiento requerida para los fondos propios ( $k_e$ ) menos la tasa de crecimiento estimada ( $g$ )**.

A la hora de estimar la tasa de rendimiento requerida para los fondos propios ( $k_e$ ), se va a hacer uso del **modelo CAPM**, por el cual la tasa de rentabilidad esperada es igual a la rentabilidad del activo libre de riesgo más la beta estimada por la prima de riesgo asociada al mercado en el que se cotiza:  $E(r_i) = r_f + \beta [E(r_m) - r_f]$ . Para ello, se han realizado diversas consideraciones:

- Para estimar la **rentabilidad del activo sin riesgo (rf)**, se toma como referencia la rentabilidad del bono a 50 años (subasta del tesoro de obligaciones a 50 años 04/03/2021) (Tesoro Público | Sitio Web de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, 2021).
- La **beta ( $\beta$ )** es un indicador de la cantidad de riesgo asumido en relación al mercado, para lo cual se ha realizado un ejercicio de regresión de las rentabilidades de cada valor respecto al mercado para estimar su valor.
- La **prima de riesgo de mercado [ $E(r_m) - rf$ ]** se define como la rentabilidad adicional que los inversores exigen para invertir en activos con riesgo, y en el caso de España, se sitúa en el 6%. Tal y como indica P. Fernández, en la encuesta que realiza en 2011 sobre la prima de riesgo del mercado utilizada para España, la prima de riesgo en España se situaría en un rango entre el 3 y el 6%, con una tendencia al 5% en el análisis de las series históricas de los últimos 20 años. Se entiende que hoy podrían ser ligeramente superiores, pero no se va a considerar en el análisis, por aislar el efecto puntual de crisis.
- La **tasa de crecimiento estimada (g)** se obtiene acudiendo al plan estratégico de cada compañía en cuestión y a los informes de Bankinter y Renta 4, con el fin de conocer el dividendo que planean repartir en años posteriores. Se asume continuidad en la tendencia de reparto de dividendos los próximos cinco años. Además, teniendo en cuenta que se ha considerado el crecimiento a perpetuidad de la tendencia de reparto de dividendos a cinco años, es necesario aplicar un recorte a la tasa de crecimiento (g) estimada.
  - **Endesa** solo tiene previsiones en su plan estratégico hasta 2023, manteniendo el dividendo en alrededor 1,3 €/acción en el periodo 2021-2023, pero reduciéndose respecto a 2020 por la caída en el *pay-out*. Teniendo en cuenta las proyecciones de Bankinter para 2024-2025, el crecimiento en el dividendo por acción para los próximos 5 años es limitado.
  - **Naturgy** se encuentra pendiente de publicar su nuevo plan estratégico, suspendido con motivo de la oferta pública de adquisición (OPA) de IFM. Los últimos años ha incrementado bastante el dividendo aumentando el *pay-out* hasta el 100%, por lo que se estima que lo reduzca y vuelva a niveles de 2017 (70%) en el plan nuevo, para acometer las inversiones de transición ecológica.



- **Iberdrola** ofrece el dividendo en *script*, con el programa “Iberdrola Retribución Flexible”, pero incluye recompra de acciones para evitar dilución. Se ha utilizado el rango más bajo de *pay-out* (65% y el número de acciones del actual ejercicio 2020). Iberdrola indica una horquilla del 0,53-0,56€/acción en 2025.
- **Red Eléctrica**, en su plan estratégico 2021-2025, no ofrece proyecciones de Beneficio Neto, porque según el equipo gestor aún quedan algunos aspectos que clarificar sobre la retribución de sus activos, pero sí se indica un recorte en el dividendo por acción, debido a las fuertes inversiones previstas, lo cual explica que la estimación de la tasa de crecimiento (g) sea negativa. Bankinter proyecta una caída de 5% de media anual en el beneficio después de impuestos hasta 2025.
- En cuanto a **Enagás**, Bankinter destaca como objetivos a 2021, un Beneficio Neto Ajustado (por extraordinarios) de 380M€ (-14%) y un dividendo por acción de 1,70€/acción (+1,0%). La menor remuneración sobre la red de transporte de gas en España en el nuevo periodo regulatorio (2021-26) y la ausencia de ingresos financieros extraordinarios (30M€ en 2020) explican la caída en el Beneficio Neto Ajustado, así como el hecho de que la estimación de la tasa de crecimiento (g) sea negativa.

Teniendo en cuentas las anteriores consideraciones, se obtiene la tasa de rendimiento esperada de capital para cada compañía, y con ello, el **precio estimado** para el ejercicio 2021 ( $P = \text{Dividendos} / (k_e - g)$ ). Al comparar el precio estimado por el método de Gordon Saphiro, con la **cotización real**<sup>13</sup>, se llega a las conclusiones que indica la tabla 7, para las cuales se ha tenido en cuenta un elemento adicional conocido como **margen de seguridad**. Se trata de un margen de error añadido al análisis, con el objetivo de ser prudente a la hora de tomar una decisión en cuanto a comprar (sobre ponderar), vender (infra ponderar) o mantener la posición que se ostente en la compañía en cuestión. De esta forma, se reducirá el riesgo asumido en la inversión. En base a ello, se han obtenido las conclusiones de **comprar en caso de Endesa, Naturgy, Iberdrola y Enagás y**

---

<sup>13</sup> Es preciso tener en consideración que dicha cotización se obtuvo el día 1 de marzo de 2021, y, por tanto, las conclusiones están referenciadas a dicha fecha.

**mantener en el caso de Red Eléctrica** (ya que el potencial coincide con el margen de seguridad, sin llegar a superarlo).

Sin embargo, hay que tener en cuenta las **limitaciones** de este modelo, entre las que destaca que descansa sobre las hipótesis realizadas, y, por tanto, la conclusión alcanzada depende de las diferentes suposiciones que se han tomado para estimar las distintas variables. Las estimaciones son muy sensibles a la tasa de crecimiento futuro, al ser una tasa considerada a perpetuidad, y, sobre todo, a los tipos de interés del mercado de deuda pública (rf) tenidos en cuenta en el análisis (ya que cuanto más bajos sean estos, más alto será el resultado de la valoración y viceversa).

|                         |  | <b>Tabla 7. Método de descuento de dividendos</b> |                |                |                 |                |
|-------------------------|--|---|----------------|----------------|-----------------|----------------|
|                         |  | <b>ELE</b>  | <b>NTFGY</b>   | <b>IBE</b>     | <b>REE</b>      | <b>ENAG</b>    |
| Rf                      |  | 1,35%   | 1,35%          | 1,35%          | 1,35%           | 1,35%          |
| Prima mercado (Rm-Rf)   |  | 6%  | 6%             | 6%             | 6%              | 6%             |
| Beta                    |  | 0,50  | 0,68           | 0,60           | 0,40            | 0,53           |
| <b>Ke</b>               |  | 4,32%   | 5,46%          | 4,92%          | 3,75%           | 4,54%          |
| Dividendo estimado 2021 |  | 1,3   | 1,51           | 0,44           | 1               | 1,70           |
| g                       |  | 0,5%  | 0,5%           | 1,9%           | -2,7%           | -1,5%          |
| <b>Precio objetivo</b>  |  | <b>34,13</b>                                      | <b>30,45</b>   | <b>14,69</b>   | <b>15,48</b>    | <b>28,10</b>   |
| Cotización a 01.03.2021 |  | 20,66   | 20,9           | 10,405         | 14,01           | 17,595         |
| <b>Potencial</b>        |  | <b>65%</b>  | <b>46%</b>     | <b>41%</b>     | <b>10%</b>      | <b>60%</b>     |
| Margen de seguridad     |  | 10%   | 10%            | 10%            | 10%             | 10%            |
| <b>Decisión</b>         |  | <b>Comprar</b>                                    | <b>Comprar</b> | <b>Comprar</b> | <b>Mantener</b> | <b>Comprar</b> |

## X. CONCLUSIONES

Tras el análisis del sector energético en España, y en concreto, del subsector de la electricidad y el gas, se han alcanzado las siguientes conclusiones:

El **consumo** per cápita de gas y electricidad es **cada vez mayor**, provocando el consiguiente **aumento de las oportunidades de crecimiento en cuanto a la producción** de los mismos. Se trata de **bienes de primera necesidad**, por lo que se busca encontrar un mix apropiado y sostenible, y las empresas del sector se encuentran apoyadas por numerosas iniciativas gubernamentales y europeas que incentivan el crecimiento, la inversión y la transición hacia un nuevo modelo económico basado en la sostenibilidad.

Se trata de un sector **defensivo**, que se caracteriza por una generación de **beneficios recurrentes** a lo largo del tiempo y **flujos de caja estables**, que, a su vez, les permiten realizar **grandes inversiones** en instalaciones energéticas para poder llevar a cabo su actividad. La amplia regulación a la que está sometido el sector lleva a que la volatilidad aparejada al mismo sea, generalmente, inferior a la media del mercado. Además, la **menor incertidumbre** a la que están expuestas, conlleva a que suelen repartir **dividendos de forma recurrente y constante**, llevando a que, a ojos del inversor, sean empresas más atractivas, al ser menos dependientes del momento coyuntural concreto al que se encuentran las mismas. Sin embargo, todo ello da lugar a que sea un sector con una **rentabilidad menor** a la de otros sectores que experimentan elevados crecimientos, y tanto la rentabilidad económica (ROI) como financiera (ROE) han ido disminuyendo a lo largo del periodo temporal analizado.

Además, el sector no presenta una situación de **liquidez** holgada, e incluso, en algunos casos, presenta fondos de maniobra negativo. Sin embargo, el hecho de contar con una política de expansión estable a lo largo del tiempo y generar beneficios de forma recurrente, hace que no suponga problemas en cuanto a la capacidad de hacer frente a sus compromisos a corto plazo. Por tanto, no se considera un problema de liquidez del subsector, al ser un rasgo intrínseco del mismo.

También hay que tener en cuenta que son abundantes las **operaciones corporativas** en el sector, como son las adquisiciones, fusiones o acuerdos estratégicos, y las compañías

que lo conforman están continuamente realizando **elevadas inversiones** que motivan el elevado crecimiento de sus balances. La innovación tecnológica colabora a ello, mediante la implementación constante de nuevos modos de producir, almacenar y usar energía. Además, la transición energética propiciará el aumento y modernización de las citadas inversiones, para hacer frente a los nuevos retos que se plantean.

En cuanto a la solvencia del sector, se trata de compañías que presentan un elevado **endeudamiento**, fruto de las elevadas inversiones en activos fijos (que representan un elevado peso en sus balances) para poder desarrollar las instalaciones energéticas, que requieren un periodo elevado de tiempo de inversión y devolución de la deuda. Por ello y debido a la necesidad de acometer nuevas inversiones y proyectos a largo plazo de forma constante, la mayor parte de su endeudamiento se centra en deudas a largo plazo. A pesar de este elevado endeudamiento, el sector presenta unas políticas adecuadas de gestión de la deuda.

La **cotización** de todas las compañías que conforman el sector han mostrado, en el horizonte temporal estudiado, una tendencia positiva respecto al IBEX 35, y en la actualidad se encuentran por encima del mismo, a pesar de la bajada del precio de las *utilities* durante la crisis del COVID-19 y debido a las causas ya mencionadas en las líneas anteriores. Además, el subsector presenta un **rendimiento medio por acción** por encima del rendimiento medio por acción del IBEX 35.

Mediante la aplicación del modelo de **Gordon Saphiro**, a través de la **estimación de los dividendos futuros** y actualización de los mismos y teniendo en cuenta diversas hipótesis, se concluye sobre el atractivo de cada una de las compañías del subsector: comprar en caso de Endesa, Naturgy, Iberdrola y Enagás y mantener en el caso de Red Eléctrica.

Además, la **inversión sostenible** se configura como reto y objetivo, impulsada por el creciente compromiso con el medio ambiente. En este sentido, diversos organismos internacionales, como la UE (Next Generation EU) o la ONU (Agenda para el Desarrollo Sostenible) han implementado los medios para facilitar y promocionar este compromiso hacia la sostenibilidad y la financiación verde.

Por todo lo anterior, se concluye que se trata de un **sector de gran atractivo**, en el que se considera prudente invertir, incluso en épocas de crisis como la propiciada por la pandemia del COVID-19 que atravesamos en la actualidad. Tal y como señala el experto energético Pekka Tolonen, “el COVID nos ha enseñado cómo van a ser los sistemas de generación del futuro, puesto que el consumo de electricidad ha bajado temporalmente y esto ha contribuido a que la proporción de las renovables haya crecido”. Sin embargo, es necesario tener en consideración la existencia de múltiples factores que influyen también en el atractivo de invertir en el subsector en el futuro, como son la respuesta social ante los impactos del cambio climático, las dinámicas económicas globales, la innovación tecnológica, las políticas medioambientales, la competitividad industrial o las relaciones internacionales entre países con los que operan las compañías del sector.

## **XI. FUENTES BIBLIOGRÁFICAS**

### **1. LIBROS**

Amat, O., *Análisis de balances*, Profit, 2008

ARCHEL DOMENCH, P.; LIZARRAGA DALLO, F.; SÁNCHEZ ALEGRÍA, S.; CANO RODRÍGUEZ, M.; SÁNCHEZ ALEGRÍA, S. (2012). *Estados contables: Elaboración, análisis e interpretación*. 4 ed. Pirámide, Madrid.

CF. BERNSTEIN, L.A. *Análisis de Estados Financieros. Teoría, aplicación e interpretación*. Ed: Irwin, Madrid, 1995.

ESLAVA, J.J (2010), *Las claves del análisis económico-financiero de la empresa*, Editorial ESIC.

GARRIDO MIRALLES, P.; ÍÑIGUEZ SÁNCHEZ, R. (2012). *Análisis de estados contables*. 2ª ed. Pirámide, Madrid.

GONZÁLEZ PASCUAL, J. (2011). *Análisis de la empresa a través de su información económica financiera - fundamentos teóricos y aplicaciones*. 4ª ed., Pirámide, Madrid.  
*Análisis de estados financieros*, Ángel Muñoz Merchante, Editorial Sanz y Torres, 2020

GONZÁLEZ SAINZA, J. Y HUESO CAMACHO, Y., 2019. *Consolidación contable*. 1st ed. Madrid.

MUÑOZ COMOLINA, C.I. (2010) *Introducción al análisis contable de la empresa*, S.L. Civitas Ediciones,

LLORENTE OLIER, J.I., *Análisis de estados económicos-financieros*, Jose Ignacio Llorente Olier, Centro Estudios Financieros, 2017

LLORENTE OLIER, J. IGNACIO. *Manual de Análisis de cuentas Anuales*, Jose Ignacio Llorente Olier, Centro Estudios Financieros, 2017

NAHARRO, F.J. y TORRE GALLEGOS, A. (2017), *Valoración de empresas y análisis Bursátil*.

NAVAS LÓPEZ, J. Y GUERRAS MARTÍN, L., 2016. *Fundamentos de dirección estratégica de la empresa*. Cizur Menor (Navarra): Civitas.

PARADA, P., 2016. *Análisis PESTEL*. [Middletown, DE]: Pascual Parada.

PORTER, M., 2014. *Estrategia competitiva: técnicas para el análisis de la empresa y sus competidores*. Pirámide.

RIVERO ROMERO, J. RIVERO MENÉNDEZ, M.J. (2002). *Análisis de estados financieros*. Edisofer, Madrid.

## 2. INFORMES

ARANZADI, C., 2021. [online] Mincotur.gob.es. Available at: <<https://www.mincotur.gob.es/Publicaciones/Publicacionesperiodicas/EconomiaIndustrial/RevistaEconomiaIndustrial/394/CLAUDIO%20ARANZADI.pdf>> [Accessed 15 February 2021].

Automática e Instrumentación - La revista de la Industria 4.0. 2021. *Sector energético: momento de transformación con la eficiencia energética y la sostenibilidad como impulsores*. [online] Available at: <<https://www.automaticaeinstrumentacion.com/texto-diario/mostrar/2734089/sector-energetico-momento-transformacion-eficiencia-energetica-sostenibilidad-como-impulsores>> [Accessed 16 February 2021].

Bolsamadrid.es. 2021. *Bolsa de Madrid - Ficha de ENDESA, SOCIEDAD ANONIMA*. [online] Available at: <<https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0130670112>> [Accessed 13 February 2021].

Bolsamadrid.es. 2021. *Bolsa de Madrid - Listado de Empresas por Sectores*. [online] Available at:

<<https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/EmpresasPorSectores.aspx>>  
[Accessed 13 February 2021].

Bolsamadrid.es. 2021. *Bolsa de Madrid - Ficha de IBERDROLA, S.A.* [online] Available at:  
<<https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0144580Y14>> [Accessed 13 February 2021].

Bolsamadrid.es. 2021. *Bolsa de Madrid - Ficha de NATURGY ENERGY GROUP, S.A.* [online] Available at:  
<<https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0116870314>> [Accessed 13 February 2021].

Bolsamadrid.es. 2021. *Bolsa de Madrid - Ficha de RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.* [online] Available at:  
<<https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0173093115>> [Accessed 13 February 2021].

Comisión Europea - European Commission. 2021. *Plan de recuperación para Europa.* [online] Available at: <[https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe\\_es#nextgenerationeu](https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_es#nextgenerationeu)> [Accessed 15 February 2021].

Cruells, H. y Ferré, E., 2021. *Incentivos fiscales y energías renovables.* Available at: [https://www.ciat.org/Biblioteca/Revista/Revista\\_34/Espanol/1-incentivos\\_fiscales\\_cruells\\_ferre.pdf](https://www.ciat.org/Biblioteca/Revista/Revista_34/Espanol/1-incentivos_fiscales_cruells_ferre.pdf) [Accessed 13 February 2021].

Enagas.es. 2020. [online] Available at:  
<[https://www.enagas.es/stfls/ENAGAS/Documentos/Folleto\\_General\\_Enagas\\_2020.pdf](https://www.enagas.es/stfls/ENAGAS/Documentos/Folleto_General_Enagas_2020.pdf)> [Accessed 10 February 2021].

Endesa.com. 2021. *Nuestra historia / Endesa.* [online] Available at: <<https://www.endesa.com/es/sobre-endesa/quienes-somos/nuestra-historia>> [Accessed 13 February 2021].



Iberdrola.com. 2021. [online] Available at: <[https://www.iberdrola.com/wcorp/gc/prod/es\\_ES/inversores/docs/IA\\_InformeIntegrado18.pdf](https://www.iberdrola.com/wcorp/gc/prod/es_ES/inversores/docs/IA_InformeIntegrado18.pdf)> [Accessed 15 February 2021].

Iberdrola. 2021. *Conoce a la Energética del futuro*. [online] Available at: <<https://www.iberdrola.com/conocenos>> [Accessed 13 March 2021].

Informes Renta 4 y Bankinter.

Lamoncloa.gob.es. 2021. [online] Available at: <[https://www.lamoncloa.gob.es/presidente/actividades/Documents/2020/230720-Espa%C3%B1aDigital\\_2025.pdf](https://www.lamoncloa.gob.es/presidente/actividades/Documents/2020/230720-Espa%C3%B1aDigital_2025.pdf)> [Accessed 16 February 2021].

MORAN, M., 2021. *La Agenda para el Desarrollo Sostenible*. [online] Desarrollo Sostenible. Available at: <<https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/development-agenda/>> [Accessed 7 April 2021].

Naturgy.com. 2021. *Inicio - Naturgy*. [online] Available at: <<https://www.naturgy.com/inicio>> [Accessed 13 February 2021].

FERNÁNDEZ, P., 2011. *Prima de riesgo del mercado utilizada para España: Encuesta 2011*

Portal.mineco.gob.es. 2021. [online] Available at: <[https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/economia/ficheros/Informe\\_Situacion\\_Economia\\_Espanola\\_2020.pdf](https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/economia/ficheros/Informe_Situacion_Economia_Espanola_2020.pdf)> [Accessed 15 February 2021].

Planes estratégicos de las diferentes compañías.

Ree.es. 2021. Informe anual 2014 | Red Eléctrica de España. [online] Available at: <<https://www.ree.es/es/publicaciones/informe-anual-2014>> [Accessed 22 February 2021].

Ree.es. 2021. Red Eléctrica en 2 minutos | Red Eléctrica de España. [online] Available at: <<https://www.ree.es/es/conocenos/ree-en-2-minutos>> [Accessed 22 February 2021].

Tesoro.es. 2021. *Tesoro Público / Sitio Web de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera*. [online] Available at: <<http://tesoro.es/>> [Accessed 3 April 2021].

### 3. LEGISLACIÓN

Boe.es. 2021. [online] Available at: <<https://www.boe.es/boe/dias/2013/12/27/pdfs/BOE-A-2013-13645.pdf>> [Accessed 16 February 2021].

### 4. ARTÍCULO DE PRENSA

Contabilidad, análisis vertical y horizontal, 2009. Available at: <http://www.utntyh.com/wp-content/uploads/2010/10/Apunte-Unidad-3-Analisis-Vertical-y-Horizontal.pdf> [Accessed 18 February 2021].

CRUZ PEÑA, J., 2021. *Naturgy pierde 347 millones en 2020 tras una nueva devaluación de activos de 1.363 M*. [online] Elconfidencial.com. Available at: <[https://www.elconfidencial.com/empresas/2021-02-04/naturgy-pierde-347-en-2020-tras-una-nueva-devaluacion-de-activos-en-espana\\_2935771/](https://www.elconfidencial.com/empresas/2021-02-04/naturgy-pierde-347-en-2020-tras-una-nueva-devaluacion-de-activos-en-espana_2935771/)> [Accessed 1 April 2021].

DOMINGUEZ, M., 2021. *El dividendo de Enagás, del 9,8%, es el tercero más alto del Stoxx 600*. [online] Eleconomista.es. Available at: <<https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/11086025/03/21/El-dividendo-de-Enagas-del-98-es-el-tercero-mas-alto-del-Stoxx-600.html>> [Accessed 13 February 2021].

Eleconomista.es. 2021. *El dividendo de Enagás, del 9,8%, es el tercero más alto del Stoxx 600*. [online] Available at: <<https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/11086025/03/21/El-dividendo-de-Enagas-del-98-es-el-tercero-mas-alto-del-Stoxx-600.html>> [Accessed 13 February 2021].

Eleconomista.es. 2014. Endesa Cierra la venta de sus activos en Latinoamérica a Enel por 8252 millones. [online] Available at: <https://www.eleconomista.es/empresas->

[finanzas/noticias/6183608/10/14/Endesa-cierra-la-venta-a-Enel-de-sus-activos-en-Latinoamerica-por-8252-millones.html](https://www.finanzas/noticias/6183608/10/14/Endesa-cierra-la-venta-a-Enel-de-sus-activos-en-Latinoamerica-por-8252-millones.html) [Accessed 13 February 2021].

ELMUNDO. 2021. *“La inversión sostenible ya no es una opción, sino una obligación”*. [online] Available at:  
<<https://www.elmundo.es/economia/actualidad-economica/2021/01/25/6009551a21efa010238b45e9.html>> [Accessed 6 April 2021].

Europapress.es. 2021. *Las grandes eléctricas estiman que habrá que invertir hasta 425.000 millones en redes en Europa hasta 2030*. [online] Available at:  
<<https://www.europapress.es/economia/energia-00341/noticia-grandes-electricas-estiman-habra-invertir-425000-millones-redes-europa-2030-20210114174133.html>> [Accessed 1 April 2021].

Mercados, B., 2021. Iberdrola: ¿Es buen momento para comprar Iberdrola?. [online] Estrategiasdeinversion.com. Available at:  
<<https://www.estrategiasdeinversion.com/analisis/trading/iberdrola-es-buen-momento-para-comprar-iberdrola-n-467419>> [Accessed 22 February 2021].

ROA, A., 2021. *Endesa: el dividendo más grande jamás repartido en España*. [online] Cinco Días. Available at:  
<[https://cincodias.elpais.com/cincodias/2014/10/08/mercados/1412788567\\_849485.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2014/10/08/mercados/1412788567_849485.html)> [Accessed 3 April 2021].

RTVE.es. 2021. *Endesa ganó 3.337 millones en 2014 gracias a Latinoamérica*. [online] Available at: <<https://www.rtve.es/noticias/20150225/endesa-gano-3337-millones-2014-gracias-venta-su-negocio-latinoamerica/1104560.shtml>> [Accessed 3 April 2021].

## XII. ANEXOS

### ANEXO I. Información patrimonial y análisis vertical y horizontal relativos a Endesa 2010-2020, miles de €

| ACTIVO   | 2020 | 2019       | 2018       | 2017       | 2016       | 2015       | 2014       | 2013       | 2012       | 2011       | 2010       |            |
|--|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>A) ACTIVO NO CORRIENTE</b>  | 1040 | 25.828.000 | 25.881.000 | 26.001.000 | 25.507.000 | 25.529.000 | 24.266.000 | 24.751.000 | 42.695.000 | 44.487.000 | 43.169.000 | 43.169.000 |
| 1. Inmovilizado intangible:  | 1030 | 1.861.000  | 1.837.000  | 1.834.000  | 1.655.000  | 1.472.000  | 428.000    | 627.000    | 4.527.000  | 5.448.000  | 5.630.000  | 5.630.000  |
| a) Fondo de comercio   | 1031 | 462.000    | 462.000    | 479.000    | 459.000    | 300.000    |            |            | 2.302.000  | 2.676.000  | 2.617.000  | 2.617.000  |
| b) Otro inmovilizado intangible  | 1032 | 1.399.000  | 1.375.000  | 1.355.000  | 1.196.000  | 1.172.000  | 428.000    | 627.000    | 2.225.000  | 2.772.000  | 3.013.000  | 3.013.000  |
| 2. Inmovilizado material   | 1033 | 21.354.000 | 21.329.000 | 21.840.000 | 21.727.000 | 21.891.000 | 20.815.000 | 21.104.000 | 31.591.000 | 34.106.000 | 32.904.000 | 32.904.000 |
| 3. Inversiones inmobiliarias   | 1034 | 58.000     | 61.000     | 62.000     | 9.000      | 20.000     | 21.000     | 22.000     | 77.000     | 88.000     | 74.000     | 74.000     |
| 4. Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación        | 1035 | 217.000    | 232.000    | 249.000    | 205.000    | 208.000    | 1.087.000  | 1.104.000  | 1.408.000  | 896.000    | 897.000    | 897.000    |
| 5. Activos financieros no corrientes   | 1036 | 778.000    | 812.000    | 768.000    | 730.000    | 574.000    | 562.000    | 602.000    | 3.126.000  | 1.877.000  | 1.644.000  | 1.644.000  |
| 6. Derivados no corrientes   | 1039 | 169.000    | 96.000     | 90.000     | 39.000     |            |            |            |            |            |            |            |
| 7. Activos por impuesto diferido   | 1037 | 1.391.000  | 1.514.000  | 1.158.000  | 1.142.000  | 1.224.000  | 1.286.000  | 1.275.000  | 1.868.000  | 1.984.000  | 1.843.000  | 1.843.000  |
| 8. Otros activos no corrientes   | 1038 |            |            |            |            | 140.000    | 67.000     | 17.000     | 98.000     | 88.000     | 177.000    | 177.000    |
| <b>B) ACTIVO CORRIENTE</b>   | 1085 | 6.234.000  | 6.100.000  | 5.655.000  | 5.530.000  | 5.435.000  | 4.979.000  | 5.945.000  | 13.262.000 | 14.291.000 | 15.552.000 | 15.552.000 |
| 1. Activos no corrientes mantenidos para la venta                            | 1050 |            |            |            |            | 0          | 41.000     | 8.000      | 4.000      | 88.000     | 389.000    | 389.000    |
| 2. Existencias   | 1055 | 1.077.000  | 1.177.000  | 1.473.000  | 1.267.000  | 1.202.000  | 1.262.000  | 1.008.000  | 1.103.000  | 1.306.000  | 1.253.000  | 1.253.000  |
| 3. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar:                            | 1060 | 3.110.000  | 2.922.000  | 2.727.000  | 2.940.000  | 3.452.000  | 2.977.000  | 3.071.000  | 4.932.000  | 5.474.000  | 5.470.000  | 5.470.000  |
| a) Clientes por ventas y prestaciones de servicios                           | 1061 | 2.183.000  | 2.110.000  | 2.191.000  | 2.356.000  | 2.299.000  | 2.255.000  | 2.236.000  | 3.540.000  | 4.170.000  | 4.101.000  | 4.101.000  |
| b) Otros deudores  | 1062 | 501.000    | 521.000    | 363.000    | 361.000    | 756.000    | 512.000    | 544.000    | 972.000    | 827.000    | 961.000    | 961.000    |
| c) Activos por impuesto corriente  | 1063 | 426.000    | 291.000    | 173.000    | 223.000    | 397.000    | 210.000    | 291.000    | 420.000    | 477.000    | 408.000    | 408.000    |
| 4. Activos financieros corrientes  | 1070 | 1.177.000  | 1.215.000  | 982.000    | 764.000    | 363.000    | 353.000    | 1.210.000  | 3.078.000  | 5.437.000  | 5.652.000  | 5.652.000  |
| 5. Derivados corrientes  | 1076 | 467.000    | 563.000    | 229.000    | 160.000    |            |            |            |            |            |            |            |
| 6. Otros activos corrientes  | 1075 |            |            |            |            | 0          | 0          |            |            |            |            |            |
| 7. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes                            | 1072 | 403.000    | 223.000    | 244.000    | 399.000    | 418.000    | 346.000    | 648.000    | 4.145.000  | 1.986.000  | 2.788.000  | 2.788.000  |
| <b>TOTAL ACTIVO (A + B)</b>  | 1100 | 32.062.000 | 31.981.000 | 31.656.000 | 31.037.000 | 30.964.000 | 29.245.000 | 30.696.000 | 55.957.000 | 58.778.000 | 58.721.000 | 58.721.000 |
| <b>PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>  |      |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>A) PATRIMONIO NETO (A.1 + A.2 + A.3)</b>                                  | 1195 | 7.465.000  | 7.837.000  | 9.181.000  | 9.233.000  | 9.088.000  | 9.039.000  | 8.575.000  | 26.762.000 | 26.369.000 | 24.679.000 | 24.679.000 |
| <b>A.1) FONDOS PROPIOS</b>   | 1180 | 7.876.000  | 8.450.000  | 9.790.000  | 9.805.000  | 9.747.000  | 9.740.000  | 8.650.000  | 20.815.000 | 20.024.000 | 18.731.000 | 18.731.000 |
| 1. Capital   | 1171 | 1.271.000  | 1.271.000  | 1.271.000  | 1.271.000  | 1.271.000  | 1.271.000  | 1.271.000  | 1.271.000  | 1.271.000  | 1.271.000  | 1.271.000  |
| a) Capital escriturado   | 1161 | 1.271.000  | 1.271.000  | 1.271.000  | 1.271.000  | 1.271.000  | 1.271.000  | 1.271.000  | 1.271.000  | 1.271.000  | 1.271.000  | 1.271.000  |
| b) Menos: Capital no exigido   | 1162 |            |            |            |            | 0          |            |            |            |            |            |            |
| 2. Prima de emisión  | 1172 | 89.000     | 89.000     | 89.000     | 89.000     | 89.000     | 89.000     | 89.000     | 1.376.000  | 1.376.000  | 1.376.000  | 1.376.000  |
| 3. Reservas  | 1173 | 5.865.000  | 7.660.000  | 7.754.000  | 7.723.000  | 7.717.000  | 7.718.000  | 10.708.000 | 17.877.000 | 15.343.000 | 13.872.000 | 13.872.000 |
| 4. Menos: Acciones y participaciones en patrimonio propias                   | 1174 | -2.000     |            |            |            | 0          |            |            |            |            |            |            |
| 5. Resultados de ejercicios anteriores                                       | 1178 |            |            |            |            | 0          |            |            |            |            |            |            |
| 6. Otras aportaciones de socios  | 1179 |            |            |            |            | 0          |            |            |            |            |            |            |
| 7. Resultado del periodo atribuido a la entidad controladora                 | 1175 | 1.394.000  | 171.000    | 1.417.000  | 1.463.000  | 1.411.000  | 1.086.000  | 3.337.000  | 1.879.000  | 2.034.000  | 2.212.000  | 2.212.000  |
| 8. Menos: Dividendo a cuenta   | 1176 | -741.000   | -741.000   | -741.000   | -741.000   | -741.000   | -424.000   | -6.755.000 | -1.588.000 |            |            |            |
| 9. Otros instrumentos de patrimonio neto                                     | 1177 |            |            |            |            | 0          |            |            |            |            |            | 0          |
| <b>A.2) OTRO RESULTADO GLOBAL ACUMULADO</b>                                  | 1188 | -561.000   | -762.000   | -753.000   | -709.000   | -795.000   | -704.000   | -74.000    | -294.000   | 629.000    | 560.000    | 560.000    |
| <b>PATRIMONIO NETO ATRIBUIDO A LA ENTIDAD CONTROLADA</b>                     | 1189 | 7.315.000  | 7.688.000  | 9.037.000  | 9.096.000  | 8.952.000  | 9.036.000  | 8.576.000  | 20.521.000 | 20.653.000 | 19.291.000 | 19.291.000 |
| <b>A.3) PARTICIPACIONES NO CONTROLADORAS</b>                                 | 1193 | 150.000    | 149.000    | 144.000    | 137.000    | 136.000    | 3.000      | -1.000     | 6.241.000  | 5.716.000  | 5.388.000  | 5.388.000  |
| <b>B) PASIVO NO CORRIENTE</b>  | 1120 | 16.042.000 | 15.679.000 | 14.781.000 | 14.269.000 | 14.355.000 | 14.335.000 | 15.715.000 | 18.153.000 | 21.644.000 | 23.735.000 | 23.735.000 |
| 1. Subvenciones  | 1117 | 4.517.000  | 4.576.000  | 4.587.000  | 4.730.000  | 4.712.000  | 4.679.000  | 4.612.000  | 4.573.000  | 4.446.000  | 4.129.000  | 4.129.000  |
| 2. Provisiones no corrientes   | 1115 | 3.704.000  | 3.686.000  | 3.325.000  | 3.382.000  | 3.718.000  | 3.405.000  | 3.591.000  | 3.496.000  | 4.381.000  | 4.168.000  | 4.168.000  |
| 3. Pasivos financieros no corrientes:  | 1116 | 5.901.000  | 5.632.000  | 4.969.000  | 4.402.000  | 4.223.000  | 4.680.000  | 6.083.000  | 7.437.000  | 9.886.000  | 12.791.000 | 12.791.000 |
| a) Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociable | 1131 | 2.144.000  | 1.963.000  | 1.507.000  | 927.000    | 724.000    | 902.000    | 853.000    | 6.306.000  | 8.445.000  | 11.812.000 | 11.812.000 |
| b) Otros pasivos financieros   | 1132 | 3.757.000  | 3.669.000  | 3.462.000  | 3.475.000  | 3.499.000  | 3.778.000  | 5.230.000  | 1.131.000  | 1.441.000  | 979.000    | 979.000    |
| 4. Pasivos por impuesto diferido   | 1118 | 1.053.000  | 1.087.000  | 1.137.000  | 1.097.000  | 1.101.000  | 939.000    | 873.000    | 2.050.000  | 2.354.000  | 1.993.000  | 1.993.000  |
| 5. Derivados no corrientes   | 1140 | 236.000    | 45.000     | 96.000     | 46.000     |            |            |            |            |            |            |            |
| a) De cobertura  | 1141 | 220.000    | 37.000     | 74.000     | 30.000     |            |            |            |            |            |            |            |
| b) Resto   | 1142 | 16.000     | 8.000      | 22.000     | 16.000     |            |            |            |            |            |            |            |
| 6. Otros pasivos no corrientes   | 1135 | 631.000    | 653.000    | 667.000    | 612.000    | 601.000    | 632.000    | 556.000    | 597.000    | 577.000    | 654.000    | 654.000    |
| <b>C) PASIVO CORRIENTE</b>   | 1130 | 8.555.000  | 8.465.000  | 7.694.000  | 7.535.000  | 7.521.000  | 5.871.000  | 6.406.000  | 11.042.000 | 10.765.000 | 10.307.000 | 10.307.000 |
| 1. Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta     | 1121 |            |            |            |            | 0          |            |            |            |            | 83.000     | 83.000     |
| 2. Provisiones corrientes  | 1122 | 477.000    | 576.000    | 571.000    | 425.000    | 567.000    | 638.000    | 544.000    | 689.000    | 902.000    | 935.000    | 935.000    |
| 3. Pasivos financieros corrientes:   | 1123 | 1.372.000  | 954.000    | 1.046.000  | 978.000    | 1.144.000  |            | 1.000      | 1.127.000  | 974.000    | 1.070.000  | 1.070.000  |
| a) Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociable | 1133 | 1.263.000  | 861.000    | 973.000    | 907.000    | 1.036.000  |            | 1.000      | 874.000    | 713.000    | 867.000    | 867.000    |
| b) Otros pasivos financieros   | 1134 | 109.000    | 93.000     | 73.000     | 71.000     | 108.000    |            |            | 253.000    | 261.000    | 203.000    | 203.000    |
| 4. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar:                           | 1124 | 6.302.000  | 6.473.000  | 5.801.000  | 6.004.000  | 5.810.000  | 5.233.000  | 5.861.000  | 9.226.000  | 8.889.000  | 8.219.000  | 8.219.000  |
| a) Proveedores   | 1125 | 3.739.000  | 3.884.000  | 3.644.000  | 4.071.000  | 3.429.000  | 3.386.000  | 3.613.000  | 5.045.000  | 6.139.000  | 5.275.000  | 5.275.000  |
| b) Otros acreedores  | 1126 | 2.051.000  | 2.204.000  | 1.998.000  | 1.763.000  | 2.049.000  | 1.587.000  | 1.609.000  | 3.559.000  | 2.287.000  | 2.479.000  | 2.479.000  |
| c) Pasivos por impuesto corriente  | 1127 | 512.000    | 385.000    | 159.000    | 170.000    | 332.000    | 260.000    | 639.000    | 622.000    | 463.000    | 465.000    | 465.000    |
| 5. Derivados corrientes  | 1145 | 404.000    | 462.000    | 276.000    | 128.000    |            |            |            |            |            |            |            |
| a) De cobertura  | 1146 | 195.000    | 179.000    | 112.000    | 76.000     |            |            |            |            |            |            |            |
| b) Resto   | 1147 | 209.000    | 283.000    | 164.000    | 52.000     |            |            |            |            |            |            |            |
| 6. Otros pasivos corrientes  | 1136 |            |            |            |            | 0          |            |            |            |            |            |            |
| <b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO (A + B + C)</b>                            | 1200 | 32.062.000 | 31.981.000 | 31.656.000 | 31.037.000 | 30.964.000 | 29.245.000 | 30.696.000 | 55.957.000 | 58.778.000 | 58.721.000 | 58.721.000 |

|  | 2020 | 2019        | 2018        | 2017        | 2016        | 2015        | 2014        | 2013        | 2012        | 2011        | 2010        |             |
|--|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| (+) Importe neto de la cifra de negocios   | 1205 | 16.644.000  | 19.258.000  | 19.555.000  | 19.556.000  | 18.313.000  | 19.281.000  | 20.473.000  | 29.677.000  | 32.284.000  | 30.827.000  | 29.558.000  |
| (+/-) Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación | 1206 |             | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| (+) Trabajos realizados por la empresa para su activo                            | 1207 | 275.000     | 295.000     | 270.000     | 222.000     | 117.000     | 102.000     | 113.000     | 197.000     | 190.000     | 204.000     | 265.000     |
| (-) Aprovisionamientos   | 1208 | -11.573.000 | -14.252.000 | -14.567.000 | -14.569.000 | -13.327.000 | -14.818.000 | -15.974.000 | -20.789.000 | -23.105.000 | -21.682.000 | -19.768.000 |
| (+) Otros ingresos de explotación  | 1209 | 755.000     | 724.000     | 465.000     | 326.000     | 493.000     | 851.000     | 870.000     | 1.374.000   | 1.358.000   | 1.521.000   | 1.242.000   |
| (-) Gastos de personal   | 1217 | -1.147.000  | -1.022.000  | -947.000    | -917.000    | -1.128.000  | -1.332.000  | -1.245.000  | -1.770.000  | -1.763.000  | -1.625.000  | -1.852.000  |
| (-) Otros gastos de explotación  | 1210 | -1.461.000  | -1.469.000  | -1.404.000  | -1.434.000  | -1.313.000  | -1.346.000  | -1.443.000  | -2.299.000  | -2.380.000  | -2.422.000  | -2.348.000  |
| (-) Amortización del inmovilizado  | 1211 | -1.464.000  | -1.553.000  | -1.480.000  | -1.350.000  | -1.345.000  | -1.257.000  | -1.350.000  | -2.110.000  | -2.152.000  | -2.017.000  | -1.991.000  |
| (+) Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras             | 1212 | 180.000     | 176.000     | 175.000     | 175.000     | 173.000     | 167.000     | 169.000     | 152.000     | 291.000     | 338.000     | 377.000     |
| (+/-) Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado                   | 1214 | -297.000    | -1.729.000  | -110.000    | 51.000      | -8.000      | -37.000     | -135.000    | -143.000    | -275.000    | -339.000    | 309.000     |
| (+/-) Otros resultados   | 1215 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>= RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>  | 1245 | 1.912.000   | 428.000     | 1.957.000   | 2.060.000   | 1.975.000   | 1.611.000   | 1.478.000   | 4.289.000   | 4.448.000   | 4.805.000   | 5.792.000   |
| (+) Ingresos financieros   | 1250 | 25.000      | 24.000      | 33.000      | 41.000      | 37.000      | 37.000      | 56.000      | 509.000     | 668.000     | 639.000     | 391.000     |
| (-) Gastos financieros   | 1251 | -175.000    | -181.000    | -172.000    | -172.000    | -220.000    | -214.000    | -247.000    | -785.000    | -1.186.000  | -1.172.000  | -1.146.000  |
| (+/-) Variación de valor razonable en instrumentos financieros                   | 1252 | -4.000      | -7.000      | -1.000      | 5.000       | 5.000       | 3.000       | 23.000      | -55.000     | -78.000     | -101.000    | -126.000    |
| (+/-) Diferencias de cambio  | 1254 | 12.000      | 1.000       | -2.000      | 4.000       | -4.000      | -12.000     | 4.000       | -6.000      | -42.000     | 18.000      | 12.000      |
| (+/-) Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros        | 1255 | -16.000     | -50.000     | -32.000     | -23.000     | -24.000     | -19.000     | -31.000     | 37.000      | -45.000     | -39.000     | 1.592.000   |
| <b>= RESULTADO FINANCIERO</b>  | 1256 | -158.000    | -213.000    | -174.000    | -145.000    | -206.000    | -205.000    | -195.000    | -300.000    | -683.000    | -655.000    | 723.000     |
| (+/-) Resultado de entidades valoradas por el método de la participación         | 1253 | 34.000      | 15.000      | 35.000      | -15.000     | -59.000     | -15.000     | -44.000     | 29.000      | 59.000      | 30.000      | 1.000       |
| <b>= RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>  | 1265 | 1.788.000   | 230.000     | 1.818.000   | 1.900.000   | 1.710.000   | 1.391.000   | 1.239.000   | 4.018.000   | 3.824.000   | 4.180.000   | 6.516.000   |
| (+/-) Impuesto sobre beneficios  | 1270 | -388.000    | -50.000     | -392.000    | -427.000    | -298.000    | -301.000    | -296.000    | -1.075.000  | -1.053.000  | -1.159.000  | -1.398.000  |
| <b>= RESULTADO DEL EJERCICIO OPERACIONES CONTINUADAS</b>                         | 1280 | 1.400.000   | 180.000     | 1.426.000   | 1.473.000   | 1.412.000   | 1.090.000   | 943.000     | 2.943.000   | 2.771.000   | 3.021.000   | 5.118.000   |
| (+/-) Resultado del ejercicio operaciones interrumpidas neto de impuestos        | 1285 |             | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 3.045.000   | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>= RESULTADO DEL EJERCICIO</b>   | 1288 | 1.400.000   | 180.000     | 1.426.000   | 1.473.000   | 1.412.000   | 1.090.000   | 3.988.000   | 2.943.000   | 2.771.000   | 3.021.000   | 5.118.000   |

| Análisis vertical (estructura) | 2020   | 2019   | 2018   | 2017   | 2016   | 2015   | 2014   | 2013   | 2012   | 2011   | 2010   |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>     | 80,6%  | 80,9%  | 82,1%  | 82,2%  | 82,4%  | 83,0%  | 80,6%  | 76,3%  | 75,7%  | 73,5%  | 73,5%  |
| Inmovilizado Intangible        | 5,8%   | 5,7%   | 5,8%   | 5,3%   | 4,8%   | 1,5%   | 2,0%   | 8,1%   | 9,3%   | 9,6%   | 9,6%   |
| Resto inmovilizado             | 74,8%  | 75,2%  | 76,3%  | 76,9%  | 77,7%  | 81,5%  | 78,6%  | 68,2%  | 66,4%  | 63,9%  | 63,9%  |
| <b>ACTIVO CORRIENTE</b>        | 19,4%  | 19,1%  | 17,9%  | 17,8%  | 17,6%  | 17,0%  | 19,4%  | 23,7%  | 24,3%  | 26,5%  | 26,5%  |
| Existencias                    | 3,4%   | 3,7%   | 4,7%   | 4,1%   | 3,9%   | 4,3%   | 3,3%   | 2,0%   | 2,2%   | 2,1%   | 2,1%   |
| Realizable                     | 6,4%   | 6,3%   | 4,6%   | 4,3%   | 2,5%   | 2,5%   | 6,1%   | 12,9%  | 12,8%  | 15,0%  | 15,0%  |
| Disponibles                    | 9,7%   | 9,1%   | 8,6%   | 9,5%   | 11,1%  | 10,2%  | 10,0%  | 8,8%   | 9,3%   | 9,3%   | 9,3%   |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>            | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| <b>PATRIMONIO NETO</b>         | 23,3%  | 24,5%  | 29,0%  | 29,7%  | 29,4%  | 30,9%  | 27,9%  | 47,8%  | 44,9%  | 42,0%  | 42,0%  |
| <b>PASIVO NO CORRIENTE</b>     | 50,0%  | 49,0%  | 46,7%  | 46,0%  | 46,4%  | 49,0%  | 51,2%  | 32,4%  | 36,8%  | 40,4%  | 40,4%  |
| <b>PASIVO CORRIENTE</b>        | 26,7%  | 26,5%  | 24,3%  | 24,3%  | 24,3%  | 20,1%  | 20,9%  | 19,7%  | 18,3%  | 17,6%  | 17,6%  |
| <b>TOTAL PASIVO</b>            | 76,7%  | 75,5%  | 71,0%  | 70,3%  | 70,6%  | 69,1%  | 72,1%  | 52,2%  | 55,1%  | 58,0%  | 58,0%  |
| <b>TOTAL P. NETO Y PASIVO</b>  | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

| Análisis horizontal (evolución) | 2020   | 2019  | 2018   | 2017  | 2016   | 2015   | 2014   | 2013   | 2012   | 2011   | 2010 |
|---------------------------------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|
| <b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>      | -41,9% | -0,2% | -0,5%  | 1,9%  | -0,1%  | 5,2%   | -2,0%  | -42,0% | -4,0%  | 3,1%   | 0,0% |
| Inmovilizado Intangible         | -65,8% | 1,3%  | 0,2%   | 10,8% | 12,4%  | 243,9% | -31,7% | -86,1% | -16,9% | -3,2%  | 0,0% |
| <b>ACTIVO CORRIENTE</b>         | -56,4% | 2,2%  | 7,9%   | 2,3%  | 1,7%   | 9,2%   | -16,2% | -55,2% | -7,2%  | -8,1%  | 0,0% |
| Existencias                     | -17,5% | -8,5% | -20,1% | 16,3% | 5,4%   | -4,8%  | 25,2%  | -8,6%  | -15,5% | 4,2%   | 0,0% |
| Realizable                      | -72,7% | 2,3%  | 37,5%  | 10,0% | 69,4%  | 5,5%   | -60,3% | -74,2% | -3,8%  | -14,9% | 0,0% |
| Disponibles                     | -43,2% | 6,4%  | 7,2%   | -7,2% | -14,8% | 16,0%  | -3,1%  | -37,7% | -9,9%  | 0,1%   | 0,0% |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>             | -45,5% | 0,3%  | 1,0%   | 2,0%  | 0,2%   | 5,9%   | -4,7%  | -45,1% | -4,8%  | 0,1%   | 0,0% |
| <b>PATRIMONIO NETO</b>          | -71,7% | -4,7% | -14,6% | -0,6% | 1,6%   | 0,5%   | 5,4%   | -68,0% | 1,5%   | 6,8%   | 0,0% |
| <b>PASIVO NO CORRIENTE</b>      | -25,9% | 2,3%  | 6,1%   | 3,6%  | -0,6%  | 0,1%   | -8,8%  | -13,4% | -16,1% | -8,8%  | 0,0% |
| <b>PASIVO CORRIENTE</b>         | -20,5% | 1,1%  | 10,0%  | 2,1%  | 0,2%   | 28,1%  | -8,4%  | -42,0% | 2,6%   | 4,4%   | 0,0% |
| <b>TOTAL PASIVO</b>             | -24,1% | 1,9%  | 7,4%   | 3,1%  | -0,3%  | 8,3%   | -8,7%  | -24,2% | -9,9%  | -4,8%  | 0,0% |
| <b>TOTAL P. NETO Y PASIVO</b>   | -45,5% | 0,3%  | 1,0%   | 2,0%  | 0,2%   | 5,9%   | -4,7%  | -45,1% | -4,8%  | 0,1%   | 0,0% |

## ANEXO II. Información patrimonial y análisis vertical y horizontal relativos a Enagás 2010-2020, miles de €

| ACTIVO  | 2020 | 2019      | 2018      | 2017      | 2016      | 2015      | 2014      | 2013      | 2012      | 2011      | 2010      |           |
|---|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>A) ACTIVO NO CORRIENTE</b>   | 1040 | 7.786.325 | 7.446.298 | 7.915.622 | 8.428.869 | 7.960.994 | 7.072.033 | 6.652.652 | 5.999.808 | 5.977.882 | 5.722.581 | 5.228.603 |
| 1. Inmovilizado intangible:   | 1030 | 74.591    | 73.671    | 944.659   | 929.889   | 76.419    | 80.286    | 77.769    | 77.348    | 74.303    | 54.815    | 36.629    |
| a) Fondo de comercio  | 1031 | 23.203    | 25.812    | 188.445   | 181.704   | 25.812    | 25.812    | 17.521    | 17.521    | 19.153    |           |           |
| b) Otro inmovilizado intangible   | 1032 | 51.388    | 47.859    | 756.214   | 748.185   | 50.607    | 54.474    | 60.248    | 59.827    | 55.150    | 54.815    | 36.629    |
| 2. Inmovilizado material  | 1033 | 4.430.411 | 4.634.920 | 19.610    | 19.610    | 5.002.887 | 5.183.400 | 5.336.848 | 5.593.384 | 5.679.516 | 5.580.070 | 5.123.748 |
| 3. Inversiones inmobiliarias  | 1034 | 19.020    | 19.610    | 5.238.215 | 5.501.351 | 24.900    | 24.970    | 25.080    |           |           |           |           |
| 4. Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación         | 1035 | 2.658.396 | 2.109.450 | 1.028.555 | 1.022.058 | 1.870.973 | 1.191.105 | 740.636   | 254.633   | 152.341   | 0         |           |
| 5. Activos financieros no corrientes  | 1036 | 589.920   | 602.353   | 651.223   | 913.836   | 916.225   | 518.837   | 399.906   | 16.884    | 29.759    | 58.291    | 32.812    |
| 6. Derivados no corrientes  | 1039 | 12.621    | 3.413     | 22.928    | 22.213    |           |           |           |           |           |           |           |
| 7. Activos por impuesto diferido  | 1037 | 1.366     | 2.881     | 10.432    | 19.912    | 69.590    | 73.435    | 72.413    | 57.559    | 41.963    | 29.405    | 35.414    |
| 8. Otros activos no corrientes  | 1038 |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| <b>B) ACTIVO CORRIENTE</b>  | 1085 | 1.222.598 | 1.397.926 | 1.610.580 | 1.143.767 | 1.286.973 | 679.885   | 1.059.207 | 1.043.690 | 2.105.561 | 1.994.818 | 1.600.533 |
| 1. Activos no corrientes mantenidos para la venta                             | 1050 | 1.767     | 5.008     |           |           |           |           |           |           |           |           | 31.336    |
| 2. Existencias  | 1055 | 21.368    | 19.683    | 24.812    | 23.772    | 18.217    | 16.881    | 15.686    | 15.138    | 13.829    | 13.785    | 5.328     |
| 3. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar:                             | 1060 | 322.565   | 260.763   | 390.709   | 478.887   | 474.257   | 426.404   | 484.469   | 687.765   | 607.473   | 545.024   | 366.483   |
| a) Clientes por ventas y prestaciones de servicios                            | 1061 | 11.782    | 10.397    | 33.070    | 72.815    | 58.580    | 29.028    | 24.661    | 9.688     |           | 35.486    | 46.520    |
| b) Otros deudores   | 1062 | 287.291   | 243.605   | 355.840   | 406.072   | 391.069   | 367.799   | 430.303   | 644.113   | 607.473   | 425.832   | 298.956   |
| c) Activos por impuesto corriente   | 1063 | 23.492    | 6.761     | 1.799     |           | 24.608    | 29.577    | 29.505    | 33.964    |           | 83.706    | 21.007    |
| 4. Activos financieros corrientes   | 1070 | 7.475     | 7.928     | 12.797    | 6.695     | 4.808     | 7.521     | 3.220     | 2.997     | 2.227     | 6.609     | 108.042   |
| 5. Derivados corrientes   | 1076 | 0         | 0         | 0         | 0         |           |           |           |           |           |           |           |
| 6. Otros activos corrientes   | 1075 | 5.768     | 5.559     | 10.719    | 6.549     | 4.237     | 4.451     | 4.383     | 2.777     | 2.385     | 2.077     | 2.293     |
| 7. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes                             | 1072 | 863.655   | 1.098.985 | 1.171.543 | 627.864   | 785.454   | 224.628   | 551.449   | 335.013   | 1.479.647 | 1.427.323 | 1.087.051 |
| <b>TOTAL ACTIVO (A + B)</b>   | 1100 | 9.008.923 | 8.844.224 | 9.526.202 | 9.572.636 | 9.247.967 | 7.751.918 | 7.711.859 | 7.043.498 | 8.083.443 | 7.717.399 | 6.829.136 |
| <b>PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>   |      |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| <b>A) PATRIMONIO NETO (A.1 + A.2 + A.3)</b>                                   | 1195 | 3.006.984 | 3.168.849 | 3.039.371 | 2.941.284 | 2.462.936 | 2.391.572 | 2.260.316 | 2.139.375 | 2.004.784 | 1.861.596 | 1.736.245 |
| <b>A.1) FONDOS PROPIOS</b>  | 1180 | 3.192.745 | 3.170.142 | 2.658.758 | 2.585.639 | 2.373.681 | 2.318.911 | 2.218.514 | 2.118.427 | 2.014.878 | 1.867.377 | 1.738.836 |
| 1. Capital  | 1171 | 392.985   | 392.985   | 358.101   | 358.101   | 358.101   | 358.101   | 358.101   | 358.101   | 358.101   | 358.101   | 358.101   |
| a) Capital escriturado  | 1161 | 392.985   | 392.985   | 358.101   | 358.101   | 358.101   | 358.101   | 358.101   | 358.101   | 358.101   | 358.101   | 358.101   |
| b) Menos: Capital no exigido  | 1162 |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| 2. Prima de emisión   | 1172 | 465.116   | 465.116   |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| 3. Reservas   | 1173 | 2.074.424 | 2.052.150 | 2.006.066 | 1.879.996 | 1.737.183 | 1.674.200 | 1.578.022 | 1.477.226 | 1.379.447 | 1.235.591 | 1.121.739 |
| 4. Menos: Acciones y participaciones en patrimonio propias                    | 1174 | -12.464   | -12.464   | -8.219    | -8.219    | -8.219    |           |           |           |           |           |           |
| 5. Resultados de ejercicios anteriores  | 1178 |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| 6. Otras aportaciones de socios   | 1179 |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| 7. Resultado del periodo atribuido a la entidad controladora                  | 1175 | 444.002   | 422.618   | 442.626   | 490.837   | 417.222   | 412.662   | 406.533   | 403.183   | 379.508   | 364.643   | 333.481   |
| 8. Menos: Dividendo a cuenta  | 1176 | -175.720  | -152.469  | -145.917  | -139.241  | -132.565  | -126.052  | -124.142  | -120.083  | -102.178  | -90.958   | -74.485   |
| 9. Otros instrumentos de patrimonio neto                                      | 1177 | 4.402     | 2.206     | 6.101     | 4.165     | 1.959     |           |           |           |           |           |           |
| <b>A.2) OTRO RESULTADO GLOBAL ACUMULADO</b>                                   | 1188 | -202.720  | -17.177   | 6.640     | -13.327   | 74.559    | 58.226    | 27.555    | 7.042     | -10.094   | -5.781    | -2.591    |
| <b>PATRIMONIO NETO ATRIBUIDO A LA ENTIDAD CONTROLADORA (A.1 + A.2)</b>        | 1189 | 2.990.025 | 3.152.965 | 2.665.398 | 2.572.312 | 2.448.240 | 2.377.137 | 2.246.069 | 2.125.469 | 2.004.784 | 1.861.596 | 1.736.245 |
| <b>A.3) PARTICIPACIONES NO CONTROLADORAS</b>                                  | 1193 | 16.959    | 15.884    | 373.973   | 368.972   | 14.696    | 14.435    | 14.247    | 13.906    |           |           |           |
| <b>B) PASIVO NO CORRIENTE</b>   | 1120 | 5.416.657 | 5.205.162 | 5.911.074 | 6.174.709 | 5.416.795 | 4.716.391 | 4.272.494 | 4.174.130 | 5.210.229 | 3.878.061 | 4.006.240 |
| 1. Subvenciones   | 1117 |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| 2. Provisiones no corrientes  | 1115 | 253.891   | 248.264   | 176.490   | 178.404   | 184.367   | 167.024   | 163.340   | 169.699   | 175.389   | 91.555    | 34.352    |
| 3. Pasivos financieros no corrientes:   | 1116 | 4.917.906 | 4.669.808 | 5.137.414 | 5.435.965 | 4.888.749 | 4.192.769 | 3.735.102 | 3.526.356 | 4.538.286 | 3.323.722 | 3.678.134 |
| a) Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables | 1131 | 4.597.828 | 4.330.785 | 5.116.420 | 5.429.898 | 4.764.064 | 4.081.719 | 3.735.091 | 3.526.351 | 4.518.865 | 3.305.207 | 3.662.420 |
| b) Otros pasivos financieros  | 1132 | 320.078   | 339.023   | 20.994    | 6.067     | 124.685   | 111.050   | 11        | 5         | 19.421    | 18.515    | 15.714    |
| 4. Pasivos por impuesto diferido  | 1118 | 160.935   | 171.887   | 476.765   | 485.156   | 297.471   | 306.059   | 318.001   | 400.788   | 422.014   | 386.795   | 214.664   |
| 5. Derivados no corrientes  | 1140 | 44.054    | 74.449    | 51.158    | 32.845    |           |           |           |           |           |           |           |
| a) De cobertura   | 1141 | 44.054    | 74.449    | 51.158    | 32.845    |           |           |           |           |           |           |           |
| b) Resto  | 1142 |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| 6. Otros pasivos no corrientes  | 1135 | 39.871    | 40.754    | 69.247    | 42.339    | 46.208    | 50.539    | 56.051    | 77.287    | 74.540    | 75.989    | 79.090    |
| <b>C) PASIVO CORRIENTE</b>  | 1130 | 585.282   | 470.213   | 575.757   | 456.643   | 1.368.236 | 643.955   | 1.179.049 | 729.993   | 868.430   | 1.977.742 | 1.086.651 |
| 1. Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta      | 1121 |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           | 5.857     |
| 2. Provisiones corrientes   | 1122 | 2.232     | 1.968     | 3.369     |           |           |           |           |           |           |           | 3.294     |
| 3. Pasivos financieros corrientes:  | 1123 | 277.883   | 220.230   | 349.994   | 217.009   | 1.194.239 | 402.754   | 943.241   | 482.861   | 575.010   | 1.611.290 | 730.847   |
| a) Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables | 1133 | 214.349   | 164.441   | 336.145   | 202.747   | 904.424   | 402.754   | 943.241   | 482.861   | 557.491   | 1.597.985 | 709.089   |
| b) Otros pasivos financieros  | 1134 | 63.534    | 55.789    | 13.849    | 14.262    | 289.815   |           |           |           | 17.519    | 13.305    | 21.758    |
| 4. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar:                            | 1124 | 293.946   | 217.623   | 208.002   | 226.640   | 173.997   | 241.201   | 235.808   | 247.132   | 293.420   | 366.452   | 346.653   |
| a) Proveedores  | 1125 | 242.619   | 163.916   | 146.516   | 160.163   | 129.803   | 183.595   | 198.299   | 202.891   | 243.869   | 341.121   | 323.806   |
| b) Otros acreedores   | 1126 | 12.798    | 14.782    | 23.055    | 11.681    | 2.371     | 20.600    | 5.276     | 4.851     | 32.689    | 21.468    | 20.107    |
| c) Pasivos por impuesto corriente   | 1127 | 38.529    | 38.925    | 38.431    | 54.796    | 41.823    | 37.006    | 32.233    | 39.390    | 16.862    | 3.863     | 2.740     |
| 5. Derivados corrientes   | 1145 | 11.221    | 13.879    | 14.392    | 12.994    |           |           |           |           |           |           |           |
| a) De cobertura   | 1146 | 11.221    | 13.879    | 14.392    | 12.994    |           |           |           |           |           |           |           |
| b) Resto  | 1147 |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| 6. Otros pasivos corrientes   | 1136 |           | 16.513    |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| <b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO (A + B + C)</b>                             | 1200 | 9.008.923 | 8.844.224 | 9.526.202 | 9.572.636 | 9.247.967 | 7.751.918 | 7.711.859 | 7.043.498 | 8.083.443 | 7.717.399 | 6.829.136 |

|  | 2020 | 2019      | 2018     | 2017      | 2016      | 2015      | 2014      | 2013      | 2012      | 2011      | 2010      |          |
|--|------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| (+) Importe neto de la cifra de negocios   | 1205 | 1.053.604 | 584.012  | 1.294.660 | 1.360.170 | 1.187.994 | 1.196.366 | 1.206.192 | 1.232.982 | 1.140.355 | 1.096.280 | 965.995  |
| (+/-) Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación | 1206 | 0         | 0        | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0        |
| (+) Trabajos realizados por la empresa para su activo                            | 1207 | 0         | 0        | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 15.180    | 15.637    | 16.153   |
| (-) Aprovisionamientos   | 1208 | 0         | 0        | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0        |
| (+) Otros ingresos de explotación  | 1209 | 30.447    | 14.748   | 47.558    | 24.404    | 29.522    | 25.233    | 20.989    | 28.877    | 58.053    | 40.753    | 34.570   |
| (-) Gastos de personal   | 1217 | -126.712  | -60.537  | -131.238  | -128.939  | -108.754  | -96.301   | -84.695   | -82.280   | -94.167   | -82.595   | -83.347  |
| (-) Otros gastos de explotación  | 1210 | -189.218  | -104.924 | -243.487  | -242.519  | -226.271  | -224.948  | -202.803  | -183.745  | -185.114  | -202.281  | -151.926 |
| (-) Amortización del inmovilizado  | 1211 | -269.727  | -144.305 | -308.809  | -319.093  | -271.516  | -289.787  | -314.900  | -328.967  | -315.875  | -299.598  | -249.898 |
| (+) Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras             | 1212 | 0         | 0        | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0        |
| (+/-) Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado                   | 1214 | -7.557    | -3.824   | -38.635   | -34.810   | -458      | -8.600    | -35.166   | -17.135   | 15        | 17.751    | -659     |
| (+/-) Otros resultados   | 1215 | 123.737   | 60.488   | 70.982    | 72.859    | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0        |
| <b>= RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>  | 1245 | 614.574   | 345.658  | 691.031   | 732.072   | 610.517   | 601.963   | 589.617   | 649.732   | 618.447   | 585.947   | 530.888  |
| (+) Ingresos financieros   | 1250 | 20.564    | 12.883   | 65.846    | 102.376   | 14.257    | 14.797    | 12.087    | 24.176    | 37.970    | 33.974    | 19.713   |
| (-) Gastos financieros   | 1251 | -107.521  | -78.743  | -154.657  | -186.172  | -121.143  | -108.447  | -126.366  | -124.408  | -110.998  | -99.259   | -78.314  |
| (+/-) Variación de valor razonable en instrumentos financieros                   | 1252 | 1.144     | -2.545   | -15.412   | -18.123   | -5.644    | 2.090     | 231       | 1.074     | 0         | 0         | 0        |
| (+/-) Diferencias de cambio  | 1254 | 18.134    | -732     | -373      | 1.013     | -867      | 630       | 8.542     | -4.707    | -3.657    | -333      | 0        |
| (+/-) Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros        | 1255 | 0         | 0        | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0        |
| <b>= RESULTADO FINANCIERO</b>  | 1256 | -67.679   | -69.137  | -104.596  | -100.906  | -113.397  | -90.930   | -105.506  | -103.865  | -76.685   | -65.618   | -58.601  |
| (+/-) Resultado de entidades valoradas por el método de la participación         | 1253 | 0         | 0        | 0         | 0         | 41.205    | 46.235    | 11.160    | 14.879    | 969       | 0         | 0        |
| <b>= RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>  | 1265 | 546.895   | 276.521  | 586.435   | 631.166   | 538.325   | 557.268   | 495.271   | 560.746   | 542.731   | 520.329   | 472.287  |
| (+/-) Impuesto sobre beneficios  | 1270 | -101.974  | -55.648  | -123.108  | -126.090  | -120.157  | -143.587  | -87.627   | -156.490  | -163.223  | -155.686  | -138.806 |
| <b>= RESULTADO DEL EJERCICIO OPERACIONES CONTINUADAS</b>                         | 1280 | 444.921   | 220.873  | 463.327   | 505.076   | 418.168   | 413.681   | 407.644   | 404.256   | 379.508   | 364.643   | 333.481  |
| (+/-) Resultado del ejercicio operaciones interrumpidas neto de impuestos        | 1285 | 0         | 0        | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0        |
| <b>= RESULTADO DEL EJERCICIO</b>   | 1288 | 444.921   | 220.873  | 463.327   | 505.076   | 418.168   | 413.681   | 407.644   | 404.256   | 379.508   | 364.643   | 333.481  |

| Análisis vertical (estructura) | 2020   | 2019   | 2018   | 2017   | 2016   | 2015   | 2014   | 2013   | 2012   | 2011   | 2010   |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>     | 86,4%  | 84,2%  | 83,1%  | 88,1%  | 86,1%  | 91,2%  | 86,3%  | 85,2%  | 74,0%  | 74,2%  | 76,6%  |
| Inmovilizado Intangible        | 0,8%   | 0,8%   | 9,9%   | 9,7%   | 0,8%   | 1,0%   | 1,0%   | 1,1%   | 0,9%   | 0,7%   | 0,5%   |
| Resto inmovilizado             | 85,6%  | 83,4%  | 73,2%  | 78,3%  | 85,3%  | 90,2%  | 85,3%  | 84,1%  | 73,0%  | 73,4%  | 76,0%  |
| <b>ACTIVO CORRIENTE</b>        | 13,6%  | 15,8%  | 16,9%  | 11,9%  | 13,9%  | 8,8%   | 13,7%  | 14,8%  | 26,0%  | 25,8%  | 23,4%  |
| Existencias                    | 0,2%   | 0,2%   | 0,3%   | 0,2%   | 0,2%   | 0,2%   | 0,2%   | 0,2%   | 0,2%   | 0,2%   | 0,1%   |
| Realizable                     | 3,7%   | 3,2%   | 4,3%   | 5,1%   | 5,2%   | 5,7%   | 6,4%   | 9,8%   | 7,6%   | 7,2%   | 7,4%   |
| Disponible                     | 9,6%   | 12,4%  | 12,3%  | 6,6%   | 8,5%   | 2,9%   | 7,2%   | 4,8%   | 18,3%  | 18,5%  | 15,9%  |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>            | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| <b>PATRIMONIO NETO</b>         | 33,4%  | 35,8%  | 31,9%  | 30,7%  | 26,6%  | 30,9%  | 29,3%  | 30,4%  | 24,8%  | 24,1%  | 25,4%  |
| <b>PASIVO NO CORRIENTE</b>     | 60,1%  | 58,9%  | 62,1%  | 64,5%  | 58,6%  | 60,8%  | 55,4%  | 59,3%  | 64,5%  | 50,3%  | 58,7%  |
| <b>PASIVO CORRIENTE</b>        | 6,5%   | 5,3%   | 6,0%   | 4,8%   | 14,8%  | 8,3%   | 15,3%  | 10,4%  | 10,7%  | 25,6%  | 15,9%  |
| <b>TOTAL PASIVO</b>            | 66,6%  | 64,2%  | 68,1%  | 69,3%  | 73,4%  | 69,1%  | 70,7%  | 69,6%  | 75,2%  | 75,9%  | 74,6%  |
| <b>TOTAL P. NETO Y PASIVO</b>  | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

| Análisis horizontal (evolución) | 2020   | 2019   | 2018   | 2017   | 2016    | 2015   | 2014   | 2013   | 2012   | 2011   | 2010   |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>      | 30,3%  | 4,6%   | -5,9%  | -6,1%  | 5,9%    | 12,6%  | 6,3%   | 10,9%  | 0,4%   | 4,5%   | 9,4%   |
| Inmovilizado Intangible         | 0,4%   | 1,2%   | -92,2% | 1,6%   | 1116,8% | -4,8%  | 3,2%   | 0,5%   | 4,1%   | 35,6%  | 49,6%  |
| <b>ACTIVO CORRIENTE</b>         | -41,9% | -12,5% | -13,2% | 40,8%  | -11,1%  | 89,3%  | -35,8% | 1,5%   | -50,4% | 5,6%   | 24,6%  |
| Existencias                     | 54,5%  | 8,6%   | -20,7% | 4,4%   | 30,5%   | 7,9%   | 7,6%   | 3,6%   | 9,5%   | 0,3%   | 158,7% |
| Realizable                      | -44,8% | 20,9%  | -32,6% | -15,8% | 1,8%    | 10,2%  | -10,9% | -29,0% | 13,3%  | 10,5%  | 9,0%   |
| Disponible                      | -41,6% | -21,4% | -6,2%  | 86,6%  | -20,1%  | 249,7% | -59,3% | 64,6%  | -77,4% | 3,7%   | 31,3%  |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>             | 11,4%  | 1,9%   | -7,2%  | -0,5%  | 3,5%    | 19,3%  | 0,5%   | 9,5%   | -12,9% | 4,7%   | 13,0%  |
| <b>PATRIMONIO NETO</b>          | 50,0%  | -5,1%  | 4,3%   | 3,3%   | 19,4%   | 3,0%   | 5,8%   | 5,7%   | 6,7%   | 7,7%   | 7,2%   |
| <b>PASIVO NO CORRIENTE</b>      | 4,0%   | 4,1%   | -11,9% | -4,3%  | 14,0%   | 14,9%  | 10,4%  | 2,4%   | -19,9% | 34,4%  | -3,2%  |
| <b>PASIVO CORRIENTE</b>         | -32,6% | 24,5%  | -18,3% | 26,1%  | -66,6%  | 112,5% | -45,4% | 61,5%  | -15,9% | -56,1% | 82,0%  |
| <b>TOTAL PASIVO</b>             | -1,3%  | 5,8%   | -12,5% | -2,2%  | -2,3%   | 26,6%  | -1,7%  | 11,2%  | -19,3% | 3,8%   | 15,0%  |
| <b>TOTAL P. NETO Y PASIVO</b>   | 11,4%  | 1,9%   | -7,2%  | -0,5%  | 3,5%    | 19,3%  | 0,5%   | 9,5%   | -12,9% | 4,7%   | 13,0%  |

## ANEXO III. Información patrimonial y análisis vertical y horizontal relativos a Iberdrola 2010-2020, miles de €

| ACTIVO  | 2020 | 2019        | 2018        | 2017        | 2016        | 2015        | 2014        | 2013       | 2012       | 2011       | 2010       |            |
|---|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>A) ACTIVO NO CORRIENTE</b>   | 1040 | 107.546.084 | 108.811.313 | 99.693.543  | 96.889.002  | 95.980.120  | 93.984.712  | 82.452.503 | 81.292.545 | 80.877.182 | 81.144.013 | 75.446.782 |
| 1. Inmovilizado intangible:   | 1030 | 18.222.316  | 20.367.861  | 21.000.248  | 21.148.027  | 19.934.163  | 20.759.606  | 16.862.230 | 17.177.385 | 19.403.188 | 20.272.579 | 18.222.861 |
| a) Fondo de comercio  | 1031 | 7.613.237   | 8.152.918   | 7.837.843   | 7.932.404   | 8.711.053   | 9.352.789   | 8.354.186  | 7.803.982  | 8.308.917  | 8.272.894  | 7.830.563  |
| b) Otro inmovilizado intangible   | 1032 | 10.609.079  | 12.214.943  | 13.162.405  | 13.215.623  | 11.223.110  | 11.406.817  | 8.508.044  | 9.373.403  | 11.094.271 | 11.999.685 | 10.392.298 |
| 2. Inmovilizado material  | 1033 | 71.778.700  | 71.289.209  | 66.109.320  | 64.082.379  | 63.834.384  | 61.788.590  | 55.107.302 | 52.760.069 | 53.422.953 | 52.406.117 | 50.202.245 |
| 3. Inversiones inmobiliarias  | 1034 | 301.041     | 342.286     | 428.592     | 424.029     | 462.342     | 480.741     | 482.345    | 580.744    | 519.566    | 523.419    | 418.793    |
| 4. Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación         | 1035 | 1.145.407   | 1.956.827   | 1.709.518   | 1.790.896   | 2.239.655   | 2.050.183   | 2.294.597  | 482.428    | 438.269    | 764.821    | 775.960    |
| 5. Activos financieros no corrientes  | 1036 | 2.946.878   | 3.105.280   | 2.754.219   | 2.677.907   | 1.664.339   | 1.660.823   | 1.485.258  | 3.260.070  | 2.109.914  | 2.093.073  | 1.860.196  |
| 6. Derivados no corrientes  | 1039 | 1.368.828   | 756.430     | 727.395     | 544.701     |             |             |            |            |            |            |            |
| 7. Activos por impuesto diferido  | 1037 | 5.982.002   | 5.694.528   | 5.485.999   | 5.382.373   | 6.958.154   | 6.629.508   | 5.884.000  | 6.610.292  | 4.514.951  | 4.545.185  | 3.487.732  |
| 8. Otros activos no corrientes  | 1038 | 5.800.912   | 5.298.892   | 4.480.252   | 838.690     | 887.083     | 615.261     | 383.481    | 421.557    | 468.341    | 538.819    | 478.995    |
| <b>B) ACTIVO CORRIENTE</b>  | 1085 | 14.972.271  | 13.557.693  | 13.342.380  | 13.799.557  | 10.726.100  | 10.679.470  | 11.243.175 | 11.118.366 | 15.939.193 | 15.872.516 | 18.254.170 |
| 1. Activos no corrientes mantenidos para la venta                             | 1050 |             |             | 62.164      | 355.731     | 0           | 43.675      | 0          | 198.998    | 215.829    | 243.944    |            |
| 2. Existencias  | 1055 | 2.702.710   | 2.847.094   | 2.446.505   | 2.202.004   | 1.956.132   | 2.147.081   | 2.359.270  | 2.438.253  | 2.206.273  | 2.439.771  | 2.250.909  |
| 3. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar:                             | 1060 | 7.664.256   | 7.499.400   | 6.854.734   | 6.721.258   | 5.862.492   | 6.047.818   | 5.519.452  | 4.844.161  | 5.939.190  | 5.931.085  | 6.407.969  |
| a) Clientes por ventas y prestaciones de servicios                            | 1061 | 5.848.872   | 6.197.501   | 5.736.887   | 5.094.667   | 4.408.953   | 4.669.028   | 4.424.901  | 4.094.547  | 4.946.042  | 4.783.915  | 5.107.786  |
| b) Otros deudores   | 1062 | 1.251.390   | 983.817     | 864.940     | 1.080.287   | 950.136     | 967.468     | 761.328    | 516.858    | 740.120    | 580.876    | 714.451    |
| c) Activos por impuesto corriente   | 1063 | 563.994     | 318.082     | 252.907     | 546.304     | 503.403     | 411.322     | 333.223    | 232.756    | 253.028    | 566.294    | 588.732    |
| 4. Activos financieros corrientes   | 1070 | 577.567     | 692.561     | 571.568     | 600.627     | 1.474.790   | 1.287.623   | 1.558.920  | 1.135.466  | 4.047.323  | 4.876.208  | 6.924.074  |
| 5. Derivados corrientes   | 1076 | 600.623     | 405.359     | 606.252     | 722.597     |             |             |            |            |            |            |            |
| 6. Otros activos corrientes   | 1075 |             |             |             |             | 0           | 0           | 0          | 792.282    | 486.677    | 290.951    | 569.361    |
| 7. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes                             | 1072 | 3.427.115   | 2.113.279   | 2.801.157   | 3.197.340   | 1.432.686   | 1.153.273   | 1.805.533  | 1.709.206  | 3.043.901  | 2.901.007  | 2.110.857  |
| <b>TOTAL ACTIVO (A + B)</b>   | 1100 | 122.518.355 | 122.369.006 | 113.037.923 | 110.688.559 | 106.706.220 | 104.664.182 | 93.742.388 | 92.410.911 | 96.816.375 | 97.016.529 | 93.700.952 |
| <b>PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>   |      |             |             |             |             |             |             |            |            |            |            |            |
| <b>A) PATRIMONIO NETO (A.1 + A.2 + A.3)</b>                                   | 1195 | 47.218.936  | 47.194.665  | 43.976.554  | 42.733.186  | 40.687.389  | 40.956.053  | 35.705.298 | 35.360.518 | 34.084.801 | 33.207.800 | 31.663.070 |
| <b>A.1) FONDOS PROPIOS</b>  | 1180 | 40.809.207  | 40.323.606  | 39.533.551  | 38.379.984  | 37.899.476  | 37.839.748  | 36.685.545 | 37.056.585 | 35.616.849 | 34.480.769 | 31.174.050 |
| 1. Capital  | 1171 | 4.762.546   | 4.771.554   | 4.798.222   | 4.738.136   | 4.771.559   | 4.752.652   | 4.791.362  | 4.679.981  | 4.604.170  | 4.411.868  | 4.112.882  |
| a) Capital escriturado  | 1161 | 4.762.546   | 4.771.554   | 4.798.222   | 4.738.136   | 4.771.559   | 4.752.652   | 4.791.362  | 4.679.981  | 4.604.170  | 4.411.868  | 4.112.882  |
| b) Menos: Capital no exigido  | 1162 |             |             |             |             | 0           | 0           |            |            |            |            |            |
| 2. Prima de emisión   | 1172 | 14.360.821  | 14.667.676  | 14.816.456  | 14.667.676  | 14.667.676  | 14.667.676  | 14.667.676 | 14.667.676 | 14.667.676 | 14.667.676 | 13.015.498 |
| 3. Reservas   | 1173 | 32.416.984  | 9.707.637   | 9.699.367   | 9.814.874   | 11.575.869  | 11.546.536  | 10.494.596 | 10.741.474 | 11.076.569 | 11.899.923 | 10.212.037 |
| 4. Menos: Acciones y participaciones en patrimonio propias                    | 1174 | -1.985.393  | -1.436.205  | -1.010.348  | -597.797    | -1.083.367  | -639.239    | -815.990   | -302.707   | -500.124   | -383.762   | -284.332   |
| 5. Resultados de ejercicios anteriores  | 1178 | -12.356.458 | 9.206.633   | 8.216.802   | 6.953.101   | 5.262.756   | 5.090.545   | 5.221.385  | 4.698.357  | 2.927.873  | 1.080.519  | 1.247.041  |
| 6. Otras aportaciones de socios   | 1179 |             |             |             |             | 0           | 0           | 0          |            |            |            | 0          |
| 7. Resultado del periodo atribuido a la entidad controladora                  | 1175 | 3.610.707   | 3.406.311   | 3.014.052   | 2.803.994   | 2.704.983   | 2.421.578   | 2.326.516  | 2.571.804  | 2.840.685  | 2.804.545  | 2.870.924  |
| 8. Menos: Dividendo a cuenta  | 1176 |             |             |             |             | 0           | 0           |            |            |            |            |            |
| 9. Otros instrumentos de patrimonio neto                                      | 1177 |             |             |             |             | 0           | 0           | 0          |            |            |            | 0          |
| <b>A.2) OTRO RESULTADO GLOBAL ACUMULADO</b>                                   | 1188 | -5.396.393  | -2.645.299  | -2.951.352  | -2.870.724  | -1.208.511  | -681.090    | -1.731.055 | -2.471.896 | -1.856.867 | -1.592.896 | -2.095.251 |
| <b>PATRIMONIO NETO ATRIBUIDO A LA ENTIDAD CONTROLADORA (A)</b>                | 1189 | 35.412.814  | 37.678.307  | 36.582.199  | 35.509.260  | 36.690.965  | 37.158.658  | 34.974.543 | 33.759.982 | 32.887.873 | 32.078.799 | 29.078.799 |
| <b>A.3) PARTICIPACIONES NO CONTROLADORAS</b>                                  | 1193 | 11.806.122  | 9.516.358   | 7.394.355   | 7.223.926   | 3.996.424   | 3.797.395   | -329.775   | 775.829    | 324.819    | 319.927    | 2.584.271  |
| <b>B) PASIVO NO CORRIENTE</b>   | 1120 | 57.369.093  | 56.043.099  | 52.944.929  | 51.229.603  | 51.943.653  | 49.119.016  | 44.445.671 | 45.121.270 | 48.545.105 | 49.714.791 | 44.226.590 |
| 1. Subvenciones   | 1117 | 1.240.325   | 1.398.523   | 1.477.928   | 1.481.111   | 1.866.714   | 1.865.251   | 1.741.122  | 2.507.325  | 2.739.444  | 2.441.795  | 1.975.312  |
| 2. Provisiones no corrientes  | 1115 | 5.835.993   | 5.990.106   | 5.447.587   | 5.486.820   | 4.904.875   | 5.005.174   | 4.852.359  | 4.248.936  | 3.928.340  | 3.426.858  | 3.642.941  |
| 3. Pasivos financieros no corrientes:   | 1116 | 34.105.228  | 33.168.086  | 30.751.710  | 29.465.739  | 26.970.546  | 25.016.219  | 23.494.971 | 26.165.623 | 29.221.707 | 30.921.174 | 27.049.832 |
| a) Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables | 1131 | 30.334.885  | 30.125.903  | 30.751.710  | 29.465.739  | 26.509.052  | 24.567.364  | 22.930.226 | 25.581.636 | 28.428.485 | 29.872.321 | 25.916.689 |
| b) Otros pasivos financieros  | 1132 | 3.770.343   | 3.042.183   |             |             | 461.494     | 448.855     | 564.745    | 583.987    | 793.222    | 1.048.943  | 1.133.143  |
| 4. Pasivos por impuesto diferido  | 1118 | 9.606.899   | 9.358.886   | 9.042.567   | 8.558.419   | 12.740.661  | 11.896.477  | 9.366.217  | 8.387.921  | 9.093.491  | 9.741.959  | 8.773.704  |
| 5. Derivados no corrientes  | 1140 | 990.788     | 471.220     | 387.153     | 318.966     |             |             |            |            |            |            |            |
| a) De cobertura   | 1141 | 263.505     | 374.158     | 380.536     | 294.060     |             |             |            |            |            |            |            |
| b) Resto  | 1142 | 727.283     | 97.062      | 6.617       | 24.906      |             |             |            |            |            |            |            |
| 6. Otros pasivos no corrientes  | 1135 | 5.589.860   | 5.656.278   | 5.837.984   | 5.918.548   | 5.460.857   | 5.335.895   | 5.335.895  | 3.811.465  | 3.562.123  | 3.183.005  | 2.784.801  |
| <b>C) PASIVO CORRIENTE</b>  | 1130 | 17.930.326  | 19.131.242  | 16.116.440  | 16.725.770  | 14.075.178  | 14.589.113  | 13.591.419 | 11.929.123 | 14.186.469 | 14.093.938 | 17.811.292 |
| 1. Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta      | 1121 |             |             | 561         | 134.544     | 0           | 0           | 0          | 95.057     | 83.547     | 111.797    | 0          |
| 2. Provisiones corrientes   | 1122 | 579.478     | 660.056     | 579.984     | 626.841     | 143.643     | 245.346     | 221.100    | 353.840    | 434.503    | 572.964    | 508.611    |
| 3. Pasivos financieros corrientes:  | 1123 | 7.890.599   | 8.975.773   | 6.574.762   | 7.224.759   | 5.497.509   | 5.761.240   | 5.135.909  | 4.242.768  | 5.207.655  | 4.288.615  | 6.937.475  |
| a) Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables | 1133 | 7.703.077   | 8.800.387   | 6.574.762   | 7.224.759   | 4.711.630   | 4.877.111   | 4.208.674  | 3.687.440  | 4.455.617  | 3.356.269  | 5.902.157  |
| b) Otros pasivos financieros  | 1134 | 187.522     | 175.386     |             |             | 785.879     | 884.129     | 927.235    | 555.328    | 752.038    | 932.346    | 1.035.318  |
| 4. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar:                            | 1124 | 8.685.547   | 8.344.241   | 8.476.105   | 8.422.057   | 8.434.026   | 8.582.527   | 8.234.410  | 7.237.458  | 8.460.764  | 9.120.562  | 10.365.206 |
| a) Proveedores  | 1125 | 5.137.074   | 5.097.884   | 5.428.933   | 5.307.551   | 5.490.634   | 5.577.148   | 5.472.733  | 4.779.805  | 6.113.145  | 6.044.351  | 6.208.228  |
| b) Otros acreedores   | 1126 | 3.370.431   | 3.003.731   | 2.697.858   | 2.854.873   | 2.706.269   | 2.755.018   | 2.342.936  | 1.980.174  | 1.729.737  | 2.258.374  | 3.413.254  |
| c) Pasivos por impuesto corriente   | 1127 | 178.042     | 242.626     | 349.314     | 259.633     | 237.123     | 250.361     | 418.741    | 477.479    | 617.882    | 817.837    | 743.724    |
| 5. Derivados corrientes   | 1145 | 296.572     | 477.545     | 448.381     | 285.050     |             |             |            |            |            |            |            |
| a) De cobertura   | 1146 | 195.552     | 285.321     | 332.079     | 171.038     |             |             |            |            |            |            |            |
| b) Resto  | 1147 | 101.020     | 192.224     | 116.302     | 114.012     |             |             |            |            |            |            |            |
| 6. Otros pasivos corrientes   | 1136 | 478.130     | 673.627     | 36.647      | 32.519      | 0           | 0           | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO (A + B + C)</b>                             | 1200 | 122.518.355 | 122.369.006 | 113.037.923 | 110.688.559 | 106.706.220 | 104.664.182 | 93.742.388 | 92.410.911 | 96.816.375 | 97.016.529 | 93.700.952 |



|  | 2020 | 2019        | 2018        | 2017        | 2016        | 2015        | 2014        | 2013        | 2012        | 2011        | 2010        |             |
|--|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| (+) Importe neto de la cifra de negocios   | 1205 | 33.145.102  | 36.437.908  | 35.075.873  | 31.263.262  | 29.215.382  | 31.418.693  | 30.032.270  | 31.077.112  | 34.201.193  | 31.648.035  | 30.431.034  |
| (+/-) Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación | 1206 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 141.339     | -541.146    |
| (+) Trabajos realizados por la empresa para su activo                            | 1207 | 660.723     | 695.114     | 658.719     | 604.398     | 632.826     | 497.133     | 458.030     | 477.939     | 551.318     | 508.111     | 453.958     |
| (-) Aprovisionamientos   | 1208 | -16.999.977 | -20.174.529 | -19.640.736 | -17.899.454 | -16.299.160 | -18.576.018 | -17.852.727 | -19.295.221 | -21.623.130 | -19.763.567 | -18.244.689 |
| (+) Otros ingresos de explotación  | 1209 | 601.940     | 581.780     | 587.313     | 504.809     | 612.281     | 638.576     | 387.154     | 395.394     | 548.852     | 650.064     | 670.107     |
| (-) Gastos de personal   | 1217 | -2.809.733  | -2.841.171  | -2.678.725  | -2.775.994  | -2.517.301  | -2.430.227  | -2.318.859  | -2.220.293  | -2.390.936  | -2.151.463  | -2.158.723  |
| (-) Otros gastos de explotación  | 1210 | -5.043.459  | -4.969.246  | -4.981.835  | -4.650.555  | -3.836.286  | -4.150.762  | -3.741.342  | -3.678.021  | -3.560.706  | -3.382.049  | -3.082.572  |
| (-) Amortización del inmovilizado  | 1211 | -3.973.158  | -3.874.413  | -3.587.099  | -3.186.048  | -3.087.892  | -3.093.435  | -2.887.115  | -2.747.076  | -3.048.689  | -2.924.874  | -2.710.086  |
| (+) Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras             | 1212 | 74.277      | 76.798      | 74.637      | 74.835      | 0           | 0           | 74.037      | 72.242      | 68.634      | 72.450      | 48.440      |
| (+/-) Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado                   | 1214 | -40.084     | 169.169     | -33.838     | -1.162.425  | 38.937      | -279.425    | -98.833     | -1.801.347  | 0           | 0           | 0           |
| (+/-) Otros resultados   | 1215 | -51.295     | -21.390     | -26.085     | -17.955     | -204.751    | -195.248    | -111.691    | -61.271     | -369.646    | -292.953    | -36.582     |
| <b>= RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>  | 1245 | 5.564.336   | 6.080.020   | 5.448.224   | 2.754.873   | 4.554.036   | 3.829.287   | 3.940.924   | 2.219.458   | 4.376.890   | 4.505.093   | 4.829.741   |
| (+) Ingresos financieros   | 1250 | 292.207     | 355.352     | 390.026     | 361.738     | 274.711     | 352.838     | 311.875     | 199.824     | 981.953     | 911.025     | 725.389     |
| (-) Gastos financieros   | 1251 | -1.335.264  | -1.538.191  | -1.487.014  | -1.265.114  | -1.237.228  | -1.313.232  | -1.406.740  | -1.500.234  | -2.055.549  | -2.020.621  | -1.974.202  |
| (+/-) Variación de valor razonable en instrumentos financieros                   | 1252 | 55.708      | -120.340    | -46.438     | -5.114      | 62.573      | -35.324     | -21.569     | -11.670     | -24.114     | 59.413      | -33.560     |
| (+/-) Diferencias de cambio  | 1254 | -1.284      | 4.859       | -9.870      | -19.597     | -3.500      | -27.336     | -6.015      | 34.133      | -2.627      | -11.738     | -5.514      |
| (+/-) Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros        | 1255 | -2.355      | -1.771      | -2.798      | -9.015      | 48.146      | 125.070     | 247.883     | -10.421     | -13.933     | 45.782      | 271.775     |
| <b>= RESULTADO FINANCIERO</b>  | 1256 | -990.988    | -1.300.091  | -1.156.094  | -937.102    | -855.298    | -897.984    | -874.566    | -1.288.368  | -1.114.270  | -1.016.139  | -1.016.112  |
| (+/-) Resultado de entidades valoradas por el método de la participación         | 1253 | 479.101     | 13.998      | 55.904      | 208.079     | 48.723      | 55.318      | 135.429     | 204.965     | -187.542    | -34.543     | 27.356      |
| <b>= RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>  | 1265 | 5.052.449   | 4.793.927   | 4.348.034   | 2.025.850   | 3.747.461   | 2.986.621   | 3.201.787   | 1.136.055   | 3.075.078   | 3.454.411   | 3.840.985   |
| (+/-) Impuesto sobre beneficios  | 1270 | -1.082.641  | -914.016    | -959.499    | 1.397.127   | -904.619    | -527.092    | -837.054    | 1.466.742   | -206.539    | -549.182    | -899.270    |
| <b>= RESULTADO DEL EJERCICIO OPERACIONES CONTINUADAS</b>                         | 1280 | 3.969.808   | 3.879.911   | 3.388.535   | 3.422.977   | 2.842.842   | 2.459.529   | 2.364.733   | 2.602.797   | 2.868.539   | 2.905.229   | 2.941.715   |
| (+/-) Resultado del ejercicio operaciones interrumpidas neto de impuestos        | 1285 | -18.535     | -65.354     | -51.167     | -253.011    | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>= RESULTADO DEL EJERCICIO</b>   | 1288 | 3.951.273   | 3.814.557   | 3.337.368   | 3.169.966   | 2.842.842   | 2.459.529   | 2.364.733   | 2.602.797   | 2.868.539   | 2.905.229   | 2.941.715   |

| Análisis vertical (estructura) | 2020   | 2019   | 2018   | 2017   | 2016   | 2015   | 2014   | 2013   | 2012   | 2011   | 2010   |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>     | 87,8%  | 88,9%  | 88,2%  | 87,5%  | 89,9%  | 89,8%  | 88,0%  | 88,0%  | 83,5%  | 83,6%  | 80,5%  |
| Inmovilizado Intangible        | 14,9%  | 16,6%  | 18,6%  | 19,1%  | 18,7%  | 19,8%  | 18,0%  | 18,6%  | 20,0%  | 20,9%  | 19,4%  |
| Resto inmovilizado             | 72,9%  | 72,3%  | 69,6%  | 68,4%  | 71,3%  | 70,0%  | 70,0%  | 69,4%  | 63,5%  | 62,7%  | 61,1%  |
| <b>ACTIVO CORRIENTE</b>        | 12,2%  | 11,1%  | 11,8%  | 12,5%  | 10,1%  | 10,2%  | 12,0%  | 12,0%  | 16,5%  | 16,4%  | 19,5%  |
| Existencias                    | 2,2%   | 2,3%   | 2,2%   | 2,0%   | 1,8%   | 2,1%   | 2,5%   | 2,6%   | 2,3%   | 2,5%   | 2,4%   |
| Realizable                     | 7,2%   | 7,0%   | 7,2%   | 7,6%   | 6,9%   | 7,1%   | 7,6%   | 7,5%   | 11,0%  | 11,7%  | 14,8%  |
| Disponibles                    | 2,8%   | 1,7%   | 2,5%   | 2,9%   | 1,3%   | 1,1%   | 1,9%   | 1,8%   | 3,1%   | 2,2%   | 2,2%   |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>            | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| <b>PATRIMONIO NETO</b>         | 38,5%  | 38,6%  | 38,9%  | 38,6%  | 38,1%  | 39,1%  | 38,1%  | 38,3%  | 35,2%  | 34,2%  | 33,8%  |
| <b>PASIVO NO CORRIENTE</b>     | 46,8%  | 45,8%  | 46,8%  | 46,3%  | 48,7%  | 46,9%  | 47,4%  | 48,8%  | 50,1%  | 51,2%  | 47,2%  |
| <b>PASIVO CORRIENTE</b>        | 14,6%  | 15,6%  | 14,3%  | 15,1%  | 13,2%  | 13,9%  | 14,5%  | 12,9%  | 14,7%  | 14,5%  | 19,0%  |
| <b>TOTAL PASIVO</b>            | 61,5%  | 61,4%  | 61,1%  | 61,4%  | 61,9%  | 60,9%  | 61,9%  | 61,7%  | 64,8%  | 65,8%  | 66,2%  |
| <b>TOTAL P. NETO Y PASIVO</b>  | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

| Análisis horizontal (evolución) | 2020   | 2019   | 2018   | 2017   | 2016   | 2015  | 2014   | 2013  | 2012   | 2011  | 2010   |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| <b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>      | 33,0%  | -1,2%  | 9,1%   | 2,9%   | 0,9%   | 2,1%  | 14,0%  | 1,4%  | 0,5%   | -0,3% | 7,6%   |
| Inmovilizado Intangible         | -6,1%  | -10,5% | -3,0%  | -0,7%  | 6,1%   | -4,0% | 23,1%  | -1,8% | -11,5% | -4,3% | 11,2%  |
| <b>ACTIVO CORRIENTE</b>         | -6,1%  | 10,4%  | 1,6%   | -3,3%  | 28,7%  | 0,4%  | -5,0%  | 1,1%  | -30,2% | 0,4%  | -13,0% |
| Existencias                     | 22,5%  | -5,1%  | 16,4%  | 11,1%  | 12,6%  | -8,9% | -9,0%  | -3,2% | 10,5%  | -9,6% | 8,4%   |
| Realizable                      | -17,3% | 2,9%   | 6,2%   | -3,6%  | 14,5%  | -0,6% | 4,2%   | 1,5%  | -34,8% | -5,8% | -18,4% |
| Disponibles                     | 12,6%  | 62,2%  | -24,6% | -12,4% | 123,2% | 24,2% | -36,1% | 5,6%  | -43,8% | 45,6% | -0,5%  |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>             | 26,5%  | 0,1%   | 8,3%   | 2,1%   | 3,7%   | 2,0%  | 11,7%  | 1,4%  | -4,6%  | -0,2% | 3,5%   |
| <b>PATRIMONIO NETO</b>          | 38,5%  | 0,1%   | 7,3%   | 2,9%   | 5,0%   | -0,7% | 14,7%  | 1,0%  | 3,7%   | 2,6%  | 4,9%   |
| <b>PASIVO NO CORRIENTE</b>      | 18,2%  | 2,4%   | 5,9%   | 3,3%   | -1,4%  | 5,8%  | 10,5%  | -1,5% | -7,1%  | -2,4% | 12,4%  |
| <b>PASIVO CORRIENTE</b>         | 26,4%  | -6,3%  | 18,7%  | -3,6%  | 18,8%  | -3,5% | 7,3%   | 13,9% | -15,9% | 0,7%  | -20,9% |
| <b>TOTAL PASIVO</b>             | 20,0%  | 0,2%   | 8,9%   | 1,6%   | 2,9%   | 3,6%  | 9,8%   | 1,7%  | -9,1%  | -1,7% | 2,9%   |
| <b>TOTAL P. NETO Y PASIVO</b>   | 26,5%  | 0,1%   | 8,3%   | 2,1%   | 3,7%   | 2,0%  | 11,7%  | 1,4%  | -4,6%  | -0,2% | 3,5%   |

## ANEXO IV. Información patrimonial y análisis vertical y horizontal relativos a Naturgy 2010-2020, miles de €

| ACTIVO  | 2020 | 2019       | 2018       | 2017       | 2016       | 2015       | 2014       | 2013       | 2012       | 2011       | 2010       |            |
|---|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>A) ACTIVO NO CORRIENTE</b>   | 1040 | 26.590.944 | 32.351.382 | 32.300.456 | 36.238.693 | 38.901.164 | 38.405.060 | 39.507.132 | 33.167.969 | 35.191.157 | 35.921.535 | 36.185.488 |
| 1. Inmovilizado intangible:   | 1030 | 5.574.237  | 7.713.136  | 7.845.381  | 9.920.490  | 10.920.337 | 10.525.047 | 10.783.095 | 7.967.976  | 10.764.221 | 11.079.176 | 11.223.462 |
| a) Fondo de comercio  | 1031 | 2.891.148  | 3.202.159  | 3.215.284  | 4.759.560  | 5.035.518  | 4.961.998  | 4.958.929  | 4.495.411  | 5.837.467  | 5.875.675  | 6.002.517  |
| b) Otro inmovilizado intangible   | 1032 | 2.683.089  | 4.510.977  | 4.630.097  | 5.160.930  | 5.884.819  | 5.563.049  | 5.824.166  | 3.472.565  | 4.926.754  | 5.203.501  | 5.220.945  |
| 2. Inmovilizado material  | 1033 | 17515687   | 21.063.118 | 20.706.644 | 22.653.883 | 23.626.691 | 23.693.176 | 24.266.947 | 20.362.734 | 22.307.935 | 22.743.784 | 23.205.695 |
| 3. Inversiones inmobiliarias  | 1034 |            |            |            |            |            |            |            |            |            | 178        | 178        |
| 4. Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación         | 1035 | 813.185    | 730.665    | 815.564    | 1.499.792  | 1.574.611  | 1.729.930  | 2.034.332  | 2.393.308  | 99.617     | 98.798     | 105.194    |
| 5. Activos financieros no corrientes  | 1036 | 361.648    | 708.954    | 891.757    | 1.204.044  | 1.907.269  | 1.386.761  | 1.288.520  | 1.417.988  | 983.346    | 1.024.199  | 693.882    |
| 6. Derivados no corrientes  | 1039 | 3          | 28.659     | 17.918     | 15.123     |            |            |            |            |            |            |            |
| 7. Activos por impuesto diferido  | 1037 | 1635219    | 1.525.953  | 1.688.527  | 849.361    | 872.256    | 1.070.146  | 1.134.238  | 1.025.963  | 1.036.038  | 975.400    | 957.077    |
| 8. Otros activos no corrientes  | 1038 | 690.965    | 580.897    | 334.665    | 96.000     |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>B) ACTIVO CORRIENTE</b>  | 1085 | 12.954.457 | 8.786.675  | 8.330.104  | 11.083.472 | 8.212.674  | 9.727.095  | 10.821.123 | 10.343.089 | 11.696.411 | 10.580.753 | 9.157.027  |
| 1. Activos no corrientes mantenidos para la venta                             | 1050 | 4.834.593  | 72.587     | 202.090    | 1.681.500  |            | 955.206    |            | 120        | 22.669     | 707.001    |            |
| 2. Existencias  | 1055 | 518.771    | 795.987    | 849.753    | 720.434    | 757.800    | 826.262    | 1.076.888  | 783.032    | 896.512    | 878.916    | 755.233    |
| 3. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar:                             | 1060 | 3.116.019  | 4.900.213  | 5.134.193  | 4.994.464  | 4.999.076  | 5.190.451  | 5.701.475  | 5.138.113  | 5.107.180  | 5.192.829  | 4.591.167  |
| a) Clientes por ventas y prestaciones de servicios                            | 1061 | 2.688.563  | 3.911.381  | 4.415.333  | 4.347.460  | 4.347.544  | 4.520.631  | 4.891.954  | 4.504.466  | 4.556.827  | 4.576.838  | 3.945.555  |
| b) Otros deudores   | 1062 | 390.010    | 707.904    | 534.185    | 468.874    | 489.328    | 472.215    | 513.421    | 500.010    | 453.897    | 497.884    | 533.123    |
| c) Activos por impuesto corriente   | 1063 | 37.446     | 280.928    | 184.675    | 178.130    | 162.204    | 197.605    | 296.100    | 133.637    | 96.456     | 118.107    | 112.489    |
| 4. Activos financieros corrientes   | 1070 | 557.909    | 328.000    | 397.395    | 396.582    | 388.995    | 365.396    | 470.687    | 249.989    | 1.258.292  | 1.388.490  | 1.900.834  |
| 5. Derivados corrientes   | 1076 | 0          | 4.646      | 30.286     | 65.392     |            |            |            |            |            |            |            |
| 6. Otros activos corrientes   | 1075 |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 7. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes                             | 1072 | 3.927.165  | 2.685.242  | 1.716.387  | 3.225.100  | 2.066.803  | 2.389.780  | 3.572.073  | 4.171.955  | 4.434.307  | 3.097.849  | 1.202.792  |
| <b>TOTAL ACTIVO (A + B)</b>   | 1100 | 39.545.401 | 41.138.057 | 40.630.560 | 47.322.165 | 47.113.838 | 48.132.155 | 50.328.255 | 43.511.058 | 46.887.568 | 46.502.288 | 45.342.515 |
| <b>PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>   |      |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>A) PATRIMONIO NETO (A.1 + A.2 + A.3)</b>                                   | 1195 | 11264785   | 13.975.659 | 14.594.984 | 18.305.594 | 19.005.339 | 18.517.883 | 18.019.679 | 14.966.697 | 14.878.919 | 14.441.389 | 12.973.722 |
| <b>A.1) FONDOS PROPIOS</b>  | 1180 | 9.924.494  | 11.804.521 | 12.223.052 | 15.748.365 | 15.354.238 | 14.979.647 | 14.339.315 | 13.790.877 | 13.269.823 | 12.664.924 | 11.235.436 |
| 1. Capital  | 1171 | 969.614    | 984.122    | 1.000.689  | 1.000.689  | 1.000.689  | 1.000.689  | 1.000.689  | 1.000.689  | 1.000.618  | 991.672    | 921.757    |
| a) Capital escriturado  | 1161 | 969.614    | 984.122    | 1.000.689  | 1.000.689  | 1.000.689  | 1.000.689  | 1.000.689  | 1.000.689  | 1.000.618  | 991.672    | 921.757    |
| b) Menos: Capital no exigido  | 1162 |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 2. Prima de emisión   | 1172 | 3.807.736  | 3.807.736  | 3.807.736  | 3.807.736  | 3.807.736  | 3.807.736  | 3.807.736  | 3.807.736  | 3.807.641  | 3.807.736  | 3.331.180  |
| 3. Reservas   | 1173 | 6.480.794  | 6.686.767  | 11.290.924 | 9.918.508  | 9.550.236  | 9.077.449  | 8.466.448  | 7.931.160  | 7.403.655  | 6.899.708  | 6.105.620  |
| 4. Menos: Acciones y participaciones en patrimonio propias                    | 1174 | -200.984   | -320.949   | -325.272   | -8.827     | -21.378    |            |            |            |            |            |            |
| 5. Resultados de ejercicios anteriores  | 1178 |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 6. Otras aportaciones de socios   | 1179 |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 7. Resultado del periodo atribuido a la entidad controladora                  | 1175 | -347.308   | 1.400.589  | -2.821.320 | 1.360.486  | 1.347.182  | 1.501.854  | 1.461.716  | 1.444.563  | 1.440.179  | 1.325.785  | 1.201.337  |
| 8. Menos: Dividendo a cuenta  | 1176 | -785.358   | -753.744   | -729.705   | -330.227   | -330.227   | -408.081   | -397.274   | -393.271   | -391.270   | -359.977   | -324.458   |
| 9. Otros instrumentos de patrimonio neto                                      | 1177 |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>A.2) OTRO RESULTADO GLOBAL ACUMULADO</b>                                   | 1188 | -1.896.954 | -1.253.996 | -1.274.576 | -1.014.024 | -129.410   | -612.947   | -198.554   | -347.059   | 512        | 127.312    | 148.708    |
| <b>PATRIMONIO NETO ATRIBUIDO A LA ENTIDAD CONTROLADORA</b>                    | 1189 | 8027540    | 10.550.525 | 10.948.476 | 14.734.341 | 15.224.828 | 14.366.700 | 14.140.761 | 13.443.818 | 13.261.335 | 12.792.236 | 11.384.144 |
| <b>A.3) PARTICIPACIONES NO CONTROLADORAS</b>                                  | 1193 | 3.237.245  | 3.425.134  | 3.646.508  | 3.571.253  | 3.780.511  | 4.151.183  | 3.878.918  | 1.522.879  | 1.617.584  | 1.649.153  | 1.589.578  |
| <b>B) PASIVO NO CORRIENTE</b>   | 1120 | 19.030.399 | 20.509.610 | 19.029.444 | 21.408.886 | 20.932.675 | 21.481.365 | 23.885.536 | 20.186.925 | 24.111.375 | 23.728.473 | 25.442.206 |
| 1. Subvenciones   | 1117 | 870.639    | 898.165    | 862.517    | 841.701    | 842.218    | 852.976    | 831.665    | 918.927    | 878.529    | 802.590    | 657.299    |
| 2. Provisiones no corrientes  | 1115 | 1.052.392  | 1.168.725  | 1.125.425  | 1.128.796  | 1.247.544  | 1.488.393  | 1.559.823  | 1.466.870  | 1.665.051  | 1.712.074  | 2.864.914  |
| 3. Pasivos financieros no corrientes:   | 1116 | 14.825.906 | 15.601.459 | 13.297.896 | 15.868.724 | 15.003.208 | 15.653.395 | 17.740.136 | 15.090.954 | 18.046.116 | 17.538.721 | 18.176.636 |
| a) Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables | 1131 | 14.825.906 | 15.601.459 | 13.297.896 | 15.865.937 | 14.997.618 | 15.598.999 | 17.660.088 | 14.926.694 | 17.815.412 | 17.208.929 | 17.805.384 |
| b) Otros pasivos financieros  | 1132 |            |            |            | 2.787      | 5.590      | 54.396     | 80.048     | 164.260    | 230.704    | 329.792    | 371.252    |
| 4. Pasivos por impuesto diferido  | 1118 | 1.792.516  | 2.249.236  | 2.149.397  | 2.312.442  | 2.508.522  | 2.543.059  | 2.798.429  | 2.000.222  | 2.687.243  | 2.641.709  | 2.704.248  |
| 5. Derivados no corrientes  | 1140 | 142.357    | 99.490     | 54.504     | 47.620     |            |            |            |            |            |            |            |
| a) De cobertura   | 1141 | 142.357    | 99.490     | 54.504     | 47.620     |            |            |            |            |            |            |            |
| b) Resto  | 1142 |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 6. Otros pasivos no corrientes  | 1135 | 346.589    | 492.535    | 1.539.705  | 1.209.603  | 1.331.183  | 943.542    | 955.483    | 709.952    | 834.436    | 1.033.379  | 1.039.109  |
| <b>C) PASIVO CORRIENTE</b>  | 1130 | 9.250.217  | 6.652.788  | 7.006.132  | 7.607.685  | 7.175.824  | 8.132.907  | 8.423.040  | 8.357.436  | 7.897.274  | 8.332.426  | 6.926.587  |
| 1. Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta      | 1121 | 2.839.710  | 46.728     | 92.973     | 621.294    |            | 585.285    |            |            |            |            | 350.211    |
| 2. Provisiones corrientes   | 1122 | 246.082    | 291.232    | 297.373    | 183.395    | 157.855    | 192.720    | 128.281    | 134.015    | 143.718    | 132.735    | 126.811    |
| 3. Pasivos financieros corrientes:  | 1123 | 2.532.760  | 2.258.390  | 2.048.858  | 2.542.757  | 2.598.859  | 2.595.203  | 2.804.506  | 3.351.029  | 2.385.644  | 2.853.692  | 2.129.636  |
| a) Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables | 1133 | 2.530.713  | 2.251.841  | 2.038.275  | 2.476.955  | 2.436.569  | 2.446.413  | 2.609.280  | 3.155.440  | 2.242.793  | 2.706.317  | 1.886.155  |
| b) Otros pasivos financieros  | 1134 | 2.047      | 6.549      | 10.583     | 65.802     | 162.290    | 148.790    | 195.226    | 195.589    | 142.851    | 147.375    | 243.481    |
| 4. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar:                            | 1124 | 3.230.872  | 3.743.302  | 4.066.862  | 3.918.881  | 4.072.461  | 4.008.036  | 4.640.074  | 4.142.971  | 4.560.909  | 4.670.490  | 3.658.141  |
| a) Proveedores  | 1125 | 2.519.203  | 3.116.880  | 3.265.186  | 2.884.765  | 3.274.095  | 3.095.711  | 3.824.635  | 3.471.802  | 3.935.215  | 3.899.531  | 3.005.837  |
| b) Otros acreedores   | 1126 | 529.729    | 593.333    | 768.613    | 887.328    | 692.334    | 777.503    | 755.772    | 641.919    | 528.178    | 480.969    | 467.355    |
| c) Pasivos por impuesto corriente   | 1127 | 181.940    | 33.089     | 33.063     | 146.788    | 106.032    | 134.822    | 59.667     | 29.250     | 97.516     | 289.990    | 184.949    |
| 5. Derivados corrientes   | 1145 | 38.042     | 27.450     | 30.223     | 652        |            |            |            |            |            |            |            |
| a) De cobertura   | 1146 | 38.042     | 27.450     | 30.223     | 652        |            |            |            |            |            |            |            |
| b) Resto  | 1147 |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 6. Otros pasivos corrientes   | 1136 | 362.751    | 285.686    | 469.843    | 340.706    | 346.649    | 751.663    | 850.179    | 729.421    | 807.003    | 675.509    | 661.788    |
| <b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO (A + B + C)</b>                             | 1200 | 39.545.401 | 41.138.057 | 40.630.560 | 47.322.165 | 47.113.838 | 48.132.155 | 50.328.255 | 43.511.058 | 46.887.568 | 46.502.288 | 45.342.515 |

|  | 2020 | 2019        | 2018        | 2017        | 2016        | 2015        | 2014        | 2013        | 2012        | 2011        | 2010        |             |
|--|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| (*) Importe neto de la cifra de negocios   | 1205 | 15.345.004  | 20.760.809  | 24.339.411  | 23.206.945  | 23.183.718  | 26.014.822  | 24.742.306  | 24.322.491  | 24.904.130  | 21.076.019  | 19.630.317  |
| (+/-) Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación | 1206 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| (*) Trabajos realizados por la empresa para su activo                            | 1207 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| (-) Aprovisionamientos   | 1208 | -10.137.867 | -14.603.945 | -17.723.208 | -16.628.009 | -15.419.705 | -17.997.178 | -17.367.629 | -16.891.501 | -17.309.614 | -14.074.340 | -12.969.798 |
| (*) Otros ingresos de explotación  | 1209 | 161.894     | 146.113     | 165.889     | 237.428     | 264.950     | 256.688     | 254.766     | 201.498     | 250.096     | 263.136     | 258.440     |
| (-) Gastos de personal   | 1217 | -798.314    | -807.245    | -1.009.988  | -1.009.483  | -1.013.183  | -972.716    | -831.972    | -826.909    | -870.491    | -857.791    | -798.018    |
| (-) Otros gastos de explotación  | 1210 | -1.335.029  | -1.418.663  | -1.995.182  | -2.123.081  | -2.467.626  | -2.359.274  | -2.291.452  | -2.220.862  | -2.162.568  | -2.012.514  | -1.911.964  |
| (-) Amortización del inmovilizado  | 1211 | -1.475.548  | -1.483.986  | -1.674.288  | -1.621.037  | -1.758.864  | -1.749.617  | -1.619.186  | -1.611.581  | -1.797.963  | -1.749.948  | -1.715.897  |
| (*) Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras             | 1212 | 48.877      | 45.558      | 42.463      | 41.610      | 43.384      | 64.257      | 44.769      | 39.328      | 33.905      | 35.080      | 30.453      |
| (+/-) Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado                   | 1214 | -1.354.861  | -30.188     | -4.312.517  | 23464       | 51.285      | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 369.298     |
| (+/-) Otros resultados   | 1215 | 12.000      | 25.085      | 14          |             | 121.906     | 5.392       | 258.238     | 10.385      | 19.680      | 267.919     | -           |
| <b>= RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>  | 1245 | 466.156     | 2.633.538   | -2.167.406  | 2.127.837   | 3.005.865   | 3.262.374   | 3.189.840   | 3.022.849   | 3.067.175   | 2.947.561   | 2.892.831   |
| (*) Ingresos financieros   | 1250 | 96.167      | 74.976      | 122.491     | 110.746     | 130.251     | 140.269     | 137.360     | 212.521     | 177.618     | 136.673     | 118.651     |
| (-) Gastos financieros   | 1251 | -622.250    | -750.125    | -801.529    | -806.136    | -953.519    | -1.032.280  | -922.301    | -1.014.053  | -1.060.308  | -1.072.615  | -1.165.849  |
| (+/-) Variación de valor razonable en instrumentos financieros                   | 1252 | -4.476      | 88.801      | -5.132      | -2.137      | -2.004      | -544        | -2.245      | -1.992      | 15.037      | 2.199       | -6.294      |
| (+/-) Diferencias de cambio  | 1254 | -7.891      | 1230        | -400        | 4           | -114        | -1.658      | -13.743     | 29          | -6.632      | 142         | -5.884      |
| (+/-) Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros        | 1255 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 2.157       | 44.148      |
| <b>= RESULTADO FINANCIERO</b>  | 1256 | -538.450    | -585.118    | -684.570    | -697.523    | -825.386    | -894.213    | -800.929    | -803.495    | -874.285    | -931.444    | -1.015.228  |
| (+/-) Resultado de entidades valoradas por el método de la participación         | 1253 | 35.560      | 75.427      | -513.074    | 14.110      | -98.102     | -4.082      | -474.411    | -62.497     | 10.361      | 7.412       | 5.356       |
| <b>= RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>  | 1265 | -36.734     | 2.123.847   | -3.365.050  | 1.444.424   | 2.082.377   | 2.364.079   | 1.914.500   | 2.156.857   | 2.203.251   | 2.023.529   | 1.882.959   |
| (+/-) Impuesto sobre beneficios  | 1270 | -18.581     | -426.181    | 779.160     | -195.405    | -415.501    | -573.382    | -256.575    | -499.185    | -546.143    | -496.464    | -467.653    |
| <b>= RESULTADO DEL EJERCICIO OPERACIONES CONTINUADAS</b>                         | 1280 | -55.315     | 1.697.666   | -2.585.890  | 1.249.019   | 1.666.876   | 1.790.697   | 1.657.925   | 1.657.672   | 1.657.108   | 1.527.065   | 1.415.306   |
| (+/-) Resultado del ejercicio operaciones interrumpidas neto de impuestos        | 1285 | 24.117      | 98.400      | -9.599      | 448.057     | 44.186      | 33.663      | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>= RESULTADO DEL EJERCICIO</b>   | 1288 | -31.198     | 1.796.066   | -2.595.489  | 1.697.076   | 1.711.062   | 1.824.360   | 1.657.925   | 1.657.672   | 1.657.108   | 1.527.065   | 1.415.306   |

| <b>Análisis vertical (estructura)</b> | 2020   | 2019   | 2018   | 2017   | 2016   | 2015   | 2014   | 2013   | 2012   | 2011   | 2010   |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>            | 67,2%  | 78,6%  | 79,5%  | 76,6%  | 82,6%  | 79,8%  | 78,5%  | 76,2%  | 75,1%  | 77,2%  | 79,8%  |
| Inmovilizado Intangible               | 14,1%  | 18,7%  | 19,3%  | 21,0%  | 23,2%  | 21,9%  | 21,4%  | 18,3%  | 23,0%  | 23,8%  | 24,8%  |
| Resto inmovilizado                    | 53,1%  | 59,9%  | 60,2%  | 55,6%  | 59,4%  | 57,9%  | 57,1%  | 57,9%  | 52,1%  | 53,4%  | 55,1%  |
| <b>ACTIVO CORRIENTE</b>               | 32,8%  | 21,4%  | 20,5%  | 23,4%  | 17,4%  | 20,2%  | 21,5%  | 23,8%  | 24,9%  | 22,8%  | 20,2%  |
| Existencias                           | 1,3%   | 1,9%   | 2,1%   | 1,5%   | 1,6%   | 1,7%   | 2,1%   | 1,8%   | 1,9%   | 1,9%   | 1,7%   |
| Realizable                            | 21,5%  | 12,9%  | 14,2%  | 15,1%  | 11,4%  | 13,5%  | 12,3%  | 12,4%  | 13,6%  | 14,2%  | 15,9%  |
| Disponibile                           | 9,9%   | 6,5%   | 4,2%   | 6,8%   | 4,4%   | 5,0%   | 7,1%   | 9,6%   | 9,5%   | 6,7%   | 2,7%   |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>                   | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| <b>PATRIMONIO NETO</b>                | 28,5%  | 34,0%  | 35,9%  | 38,7%  | 40,3%  | 38,5%  | 35,8%  | 34,4%  | 31,7%  | 31,1%  | 28,6%  |
| <b>PASIVO NO CORRIENTE</b>            | 48,1%  | 49,9%  | 46,8%  | 45,2%  | 44,4%  | 44,6%  | 47,5%  | 46,4%  | 51,4%  | 51,0%  | 56,1%  |
| <b>PASIVO CORRIENTE</b>               | 23,4%  | 16,2%  | 17,2%  | 16,1%  | 15,2%  | 16,9%  | 16,7%  | 19,2%  | 16,8%  | 17,9%  | 15,3%  |
| <b>TOTAL PASIVO</b>                   | 71,5%  | 66,0%  | 64,1%  | 61,3%  | 59,7%  | 61,5%  | 64,2%  | 65,6%  | 68,3%  | 68,9%  | 71,4%  |
| <b>TOTAL P. NETO Y PASIVO</b>         | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

| <b>Análisis horizontal (evolución)</b> | 2020   | 2019   | 2018  | 2017   | 2016  | 2015   | 2014   | 2013   | 2012   | 2011  | 2010   |
|--|--------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| <b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>             | -24,4% | -17,8% | 0,2%  | -10,9% | -6,8% | 1,3%   | -2,8%  | 19,1%  | -5,7%  | -2,0% | -0,7%  |
| Inmovilizado Intangible                | -48,2% | -27,7% | -1,7% | -20,9% | -9,2% | 3,8%   | -2,4%  | 35,3%  | -26,0% | -2,8% | -1,3%  |
| <b>ACTIVO CORRIENTE</b>                | 10,8%  | 47,4%  | 5,5%  | -24,8% | 35,0% | -15,6% | -10,1% | 4,6%   | -11,6% | 10,5% | 15,5%  |
| Existencias                            | -42,1% | -34,8% | -6,3% | 18,0%  | -4,9% | -8,3%  | -23,3% | 37,5%  | -12,7% | 2,0%  | 16,4%  |
| Realizable                             | 33,7%  | 60,4%  | -8,0% | -19,2% | 32,5% | -17,2% | 5,5%   | 14,6%  | -15,4% | -3,6% | -8,3%  |
| Disponibile                            | -11,4% | 46,2%  | 56,4% | -46,8% | 56,0% | -13,5% | -33,1% | -14,4% | -5,9%  | 43,1% | 157,6% |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>                    | -15,7% | -3,9%  | 1,2%  | -14,1% | 0,4%  | -2,1%  | -4,4%  | 15,7%  | -7,2%  | 0,8%  | 2,6%   |
| <b>PATRIMONIO NETO</b>                 | -24,3% | -19,4% | -4,2% | -20,3% | -3,7% | 2,6%   | 2,8%   | 20,4%  | 0,6%   | 3,0%  | 11,3%  |
| <b>PASIVO NO CORRIENTE</b>             | -21,1% | -7,2%  | 7,8%  | -11,1% | 2,3%  | -2,6%  | -10,1% | 18,3%  | -16,3% | 1,6%  | -6,7%  |
| <b>PASIVO CORRIENTE</b>                | 17,1%  | 39,0%  | -5,0% | -7,9%  | 6,0%  | -11,8% | -3,4%  | 0,8%   | 5,8%   | -5,2% | 20,3%  |
| <b>TOTAL PASIVO</b>                    | -11,6% | 4,1%   | 4,3%  | -10,3% | 3,2%  | -5,1%  | -8,3%  | 13,2%  | -10,8% | -0,2% | -1,0%  |
| <b>TOTAL P. NETO Y PASIVO</b>          | -15,7% | -3,9%  | 1,2%  | -14,1% | 0,4%  | -2,1%  | -4,4%  | 15,7%  | -7,2%  | 0,8%  | 2,6%   |

## ANEXO V. Información patrimonial y análisis vertical y horizontal relativos a Red Eléctrica 2010-2020, miles de €

| ACTIVO  | 2020 | 2019       | 2018       | 2017       | 2016       | 2015       | 2014       | 2013       | 2012      | 2011      | 2010      |           |
|---|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>A) ACTIVO NO CORRIENTE</b>   | 1040 | 10.929.540 | 10.868.397 | 9.303.514  | 9.214.238  | 9.256.765  | 9.156.541  | 9.138.164  | 8.614.471 | 8.487.685 | 8.332.849 | 7.808.573 |
| 1. Inmovilizado intangible:   | 1030 | 690.850    | 737.142    | 242.559    | 154.939    | 134.572    | 118.471    | 109.069    | 86.693    | 23.359    | 4.830     | 2.943     |
| a) Fondo de comercio  | 1031 | 231.415    | 231.724    |            |            |            |            |            |           |           |           |           |
| b) Otro inmovilizado intangible   | 1032 | 459.435    | 505.418    | 242.559    | 154.939    | 134.572    | 118.471    | 109.069    | 86.693    | 23.359    | 4.830     | 2.943     |
| 2. Inmovilizado material  | 1033 | 9.511.245  | 9.673.135  | 8.711.332  | 8.747.376  | 8.776.711  | 8.884.598  | 8.923.262  | 8.426.782 | 8.265.640 | 8.068.413 | 7.607.912 |
| 3. Inversiones inmobiliarias  | 1034 | 1.325      | 1.345      | 1.654      | 2.385      | 2.429      | 2.473      | 2.517      | 2.561     | 2.604     | 2.695     | 2.126     |
| 4. Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación         | 1035 | 519.312    | 259.594    | 198.377    | 172.727    | 200.757    |            | 0          | 4.774     | 4.663     | 5.757     |           |
| 5. Activos financieros no corrientes  | 1036 | 116.205    | 112.571    | 109.911    | 95.265     | 111.861    | 119.986    | 71.998     | 63.532    | 58.919    | 91.904    | 78.969    |
| 6. Derivados no corrientes  | 1039 | 146        | 14.732     | 11.020     | 12.970     |            |            |            |           |           |           |           |
| 7. Activos por impuesto diferido  | 1037 | 88.015     | 66.009     | 27.984     | 27.824     | 28.903     | 30.111     | 30.938     | 34.586    | 115.466   | 127.144   | 61.384    |
| 8. Otros activos no corrientes  | 1038 | 2.442      | 3.869      | 677        | 752        | 1.532      | 902        | 380        | 317       | 16.923    | 33.200    | 49.482    |
| <b>B) ACTIVO CORRIENTE</b>  | 1085 | 1.914.549  | 1.786.808  | 1.958.566  | 1.703.645  | 1.293.585  | 1.441.403  | 1.419.807  | 805.394   | 727.506   | 432.628   | 475.325   |
| 1. Activos no corrientes mantenidos para la venta                             | 1050 |            |            |            |            |            |            |            |           |           |           | 601       |
| 2. Existencias  | 1055 | 34.875     | 42.720     | 34.641     | 39.753     | 39.467     | 41.755     | 46.445     | 44.980    | 52.747    | 44.378    | 43.788    |
| 3. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar:                             | 1060 | 1.342.099  | 1.346.007  | 1.102.560  | 1.013.355  | 962.122    | 1.010.265  | 1.072.690  | 544.535   | 633.315   | 368.070   | 412.464   |
| a) Clientes por ventas y prestaciones de servicios                            | 1061 | 43.054     | 74.396     | 10.826     | 14.940     | 15.052     | 14.023     | 28.400     | 20.987    | 12.759    | 22.775    | 30.680    |
| b) Otros deudores   | 1062 | 1.288.342  | 1.261.607  | 1.089.675  | 994.627    | 943.376    | 993.784    | 1.003.501  | 521.788   | 620.410   | 343.832   | 370.716   |
| c) Activos por impuesto corriente   | 1063 | 10.703     | 10.004     | 2.059      | 3.788      | 3.694      | 2.458      | 40.789     | 1.760     | 146       | 1.463     | 11.068    |
| 4. Activos financieros corrientes   | 1070 | 35.812     | 58.200     | 54.213     | 80.668     | 40.575     | 2.522      | 1.304      | 1.018     |           |           |           |
| 5. Derivados corrientes   | 1076 | 19.991     | 11.311     | 0          | 0          |            |            |            |           | 1.130     | 837       | 186       |
| 6. Otros activos corrientes   | 1075 |            |            |            |            |            |            |            |           |           |           |           |
| 7. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes                             | 1072 | 481.772    | 328.570    | 767.152    | 569.869    | 251.421    | 386.861    | 299.368    | 214.861   | 40.314    | 19.343    | 18.286    |
| <b>TOTAL ACTIVO (A + B)</b>   | 1100 | 12.844.089 | 12.655.205 | 11.262.080 | 10.917.883 | 10.550.350 | 10.597.944 | 10.557.971 | 9.419.865 | 9.215.191 | 8.765.477 | 8.283.898 |
| <b>PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>   |      |            |            |            |            |            |            |            |           |           |           |           |
| <b>A) PATRIMONIO NETO (A.1 + A.2 + A.3)</b>                                   | 1195 | 3.491.953  | 3.585.156  | 3.361.366  | 3.093.449  | 2.920.549  | 2.760.613  | 2.552.452  | 2.224.648 | 1.991.545 | 1.813.547 | 1.624.554 |
| <b>A.1) FONDOS PROPIOS</b>  | 1180 | 3.613.425  | 3.564.982  | 3.404.605  | 3.157.494  | 2.965.210  | 2.774.745  | 2.589.360  | 2.248.628 | 2.027.340 | 1.820.185 | 1.629.666 |
| 1. Capital  | 1171 | 270.540    | 270.540    | 270.540    | 270.540    | 270.540    | 270.540    | 270.540    | 270.540   | 270.540   | 270.540   | 270.540   |
| a) Capital escriturado  | 1161 | 270.540    | 270.540    | 270.540    | 270.540    | 270.540    | 270.540    | 270.540    | 270.540   | 270.540   | 270.540   | 270.540   |
| b) Menos: Capital no exigido  | 1162 |            |            |            |            |            |            |            |           |           |           |           |
| 2. Prima de emisión   | 1172 |            |            |            |            |            |            |            |           |           |           |           |
| 3. Reservas   | 1173 | 2.905.234  | 2.763.196  | 2.598.060  | 2.384.396  | 2.222.906  | 2.051.350  | 1.723.852  | 1.548.523 | 1.370.426 | 1.208.913 | 1.071.446 |
| 4. Menos: Acciones y participaciones en patrimonio propias                    | 1174 | -36.550    | -36.504    | -21.303    | -29.769    | -36.739    | -33.076    | -10.390    | -1.707    | -14.698   | -28.684   | -23.297   |
| 5. Resultados de ejercicios anteriores  | 1178 |            |            |            |            |            |            |            |           |           |           |           |
| 6. Otras aportaciones de socios   | 1179 |            |            |            |            |            |            |            |           |           |           |           |
| 7. Resultado del periodo atribuido a la entidad controladora                  | 1175 | 621.185    | 714.752    | 704.558    | 669.836    | 636.920    | 606.013    | 717.821    | 529.139   | 492.288   | 460.348   | 390.150   |
| 8. Menos: Dividendo a cuenta  | 1176 | -146.984   | -147.002   | -147.250   | -137.509   | -128.417   | -120.082   | -112.463   | -97.867   | -91.216   | -90.932   | -79.173   |
| 9. Otros instrumentos de patrimonio neto                                      | 1177 |            |            |            |            |            |            |            |           |           |           |           |
| <b>A.2) OTRO RESULTADO GLOBAL ACUMULADO</b>                                   | 1188 | -177.823   | -52.466    | -44.071    | -64.104    | -62.156    | -29.482    | -59.894    | -42.041   | -40.177   | -8.312    | -6.837    |
| <b>PATRIMONIO NETO ATRIBUIDO A LA ENTIDAD CONTROLADORA</b>                    | 1189 | 3.435.602  | 3.512.516  | 3.360.534  | 3.093.390  | 2.903.054  | 2.745.263  | 2.529.466  | 2.206.587 | 1.987.163 | 1.811.873 | 1.622.829 |
| <b>A.3) PARTICIPACIONES NO CONTROLADORAS</b>                                  | 1193 | 56.351     | 72.640     | 832        | 59         | 17.495     | 15.350     | 22.986     | 18.061    | 4.382     | 1.674     | 1.725     |
| <b>B) PASIVO NO CORRIENTE</b>   | 1120 | 7.893.246  | 6.794.228  | 6.336.322  | 5.949.950  | 6.227.787  | 6.040.721  | 6.178.399  | 5.837.276 | 5.185.874 | 4.984.952 | 4.592.520 |
| 1. Subvenciones   | 1117 | 707.920    | 705.762    | 631.410    | 597.122    | 547.941    | 548.598    | 482.442    | 418.297   | 403.210   | 400.894   | 368.761   |
| 2. Provisiones no corrientes  | 1115 | 135.986    | 151.406    | 127.541    | 100.982    | 94.651     | 84.528     | 105.522    | 84.151    | 65.434    | 67.426    | 75.752    |
| 3. Pasivos financieros no corrientes:   | 1116 | 6.485.404  | 5.327.609  | 4.981.234  | 4.630.915  | 5.034.400  | 4.827.113  | 5.037.125  | 4.662.995 | 3.990.860 | 3.831.476 | 3.727.980 |
| a) Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables | 1131 | 6.427.644  | 5.267.323  | 4.980.757  | 4.630.691  | 4.960.556  | 4.770.841  | 4.955.001  | 4.552.158 | 3.903.963 | 3.776.873 | 3.695.289 |
| b) Otros pasivos financieros  | 1132 | 57.760     | 60.286     | 477        | 224        | 73.844     | 56.272     | 82.124     | 110.837   | 86.897    | 54.603    | 32.691    |
| 4. Pasivos por impuesto diferido  | 1118 | 417.353    | 466.283    | 473.125    | 472.475    | 486.570    | 512.286    | 482.584    | 598.855   | 651.102   | 607.616   | 338.426   |
| 5. Derivados no corrientes  | 1140 | 50.350     | 48.266     | 39.944     | 61.437     |            |            |            |           |           |           |           |
| a) De cobertura   | 1141 | 50.350     | 48.266     | 39.944     | 61.437     |            |            |            |           |           |           |           |
| b) Resto  | 1142 |            |            |            |            |            |            |            |           |           |           |           |
| 6. Otros pasivos no corrientes  | 1135 | 96.233     | 94.902     | 83.068     | 87.019     | 64.225     | 68.196     | 70.726     | 72.978    | 75.268    | 77.540    | 81.601    |
| <b>C) PASIVO CORRIENTE</b>  | 1130 | 1.458.890  | 2.275.821  | 1.564.392  | 1.874.484  | 1.402.014  | 1.796.610  | 1.827.120  | 1.357.941 | 2.037.772 | 1.966.978 | 2.066.824 |
| 1. Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta      | 1121 |            |            |            |            |            |            |            |           |           |           |           |
| 2. Provisiones corrientes   | 1122 | 57.183     | 27.345     |            |            |            | 0          | 0          | 10        | 10        | 1.948     | 1.864     |
| 3. Pasivos financieros corrientes:  | 1123 | 823.767    | 1.846.537  | 1.196.870  | 1.471.957  | 1.066.909  | 1.313.328  | 1.549.431  | 991.904   | 1.763.611 | 1.693.612 | 1.839.677 |
| a) Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables | 1133 | 214.973    | 1.197.981  | 562.328    | 824.497    | 384.044    | 648.156    | 844.057    | 245.268   | 1.057.992 | 971.283   | 1.070.927 |
| b) Otros pasivos financieros  | 1134 | 608.794    | 648.556    | 634.542    | 647.460    | 682.865    | 665.172    | 705.374    | 746.636   | 705.619   | 722.329   | 768.750   |
| 4. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar:                            | 1124 | 577.720    | 396.943    | 367.522    | 402.527    | 335.105    | 483.282    | 277.689    | 366.027   | 274.151   | 271.418   | 225.283   |
| a) Proveedores  | 1125 | 460.502    | 311.879    | 313.759    | 343.694    | 301.272    | 402.334    | 200.128    | 201.220   | 241.091   | 251.915   | 209.101   |
| b) Otros acreedores   | 1126 | 92.257     | 61.490     | 50.278     | 47.974     | 19.787     | 74.672     | 57.445     | 142.030   | 25.447    | 18.982    | 16.142    |
| c) Pasivos por impuesto corriente   | 1127 | 24.961     | 23.574     | 3.485      | 10.859     | 14.046     | 6.276      | 20.116     | 22.777    | 7.613     | 521       | 40        |
| 5. Derivados corrientes   | 1145 | 220        | 4.996      | 0          | 0          |            |            |            |           |           |           |           |
| a) De cobertura   | 1146 | 220        | 4.996      |            |            |            |            |            |           |           |           |           |
| b) Resto  | 1147 |            |            |            |            |            |            |            |           |           |           |           |
| 6. Otros pasivos corrientes   | 1136 |            |            |            |            |            |            |            |           |           |           |           |
| <b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO (A + B + C)</b>                             | 1200 | 12.844.089 | 12.655.205 | 11.262.080 | 10.917.883 | 10.550.350 | 10.597.944 | 10.557.971 | 9.419.865 | 9.215.191 | 8.765.477 | 8.283.898 |

|  | 2020 | 2019      | 2018      | 2017      | 2016      | 2015      | 2014      | 2013      | 2012      | 2011      | 2010      |           |
|--|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| (+) Importe neto de la cifra de negocios   | 1205 | 1.985.751 | 2.007.240 | 1.948.540 | 1.941.165 | 1.932.343 | 1.938.939 | 1.846.714 | 1.758.266 | 1.755.256 | 1.637.336 | 1.397.252 |
| (+/-) Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación | 1206 |           | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| (+) Trabajos realizados por la empresa para su activo                            | 1207 | 57.690    | 60.083    | 62.027    | 66.757    | 40.398    | 20.719    | 17.710    | 19.647    | 18.995    | 18.077    | 18.044    |
| (-) Aprovisionamientos   | 1208 | -27.307   | -34.503   | -37.725   | -61.110   | -49.222   | -47.865   | -59.711   | -67.025   | -69.597   | -42.649   | -45.022   |
| (+) Otros ingresos de explotación  | 1209 | 17.189    | 19.771    | 12.696    | 29.450    | 21.264    | 12.506    | 7.288     | 14.655    | 13.499    | 10.043    | 15.256    |
| (-) Gastos de personal   | 1217 | -175.915  | -160.130  | -151.848  | -148.693  | -145.145  | -139.635  | -132.967  | -127.263  | -129.148  | -128.846  | -112.709  |
| (-) Otros gastos de explotación  | 1210 | -316.870  | -316.410  | -300.987  | -308.071  | -313.589  | -326.237  | -293.641  | -296.403  | -289.855  | -278.741  | -270.922  |
| (-) Amortización del inmovilizado  | 1211 | -548.184  | -525.910  | -480.753  | -515.151  | -504.200  | -489.533  | -440.699  | -416.565  | -405.496  | -382.681  | -305.064  |
| (+) Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras             | 1212 | 30.248    | 25.724    | 23.445    | 23.441    | 21.318    | 20.084    | 13.651    | 13.200    | 12.626    | 11.407    | 10.364    |
| (+/-) Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado                   | 1214 | -121.575  | -1258     | -12.568   | 3.627     | 121       | 40        | -9.146    | 211       | -46.392   | -139      | -18.658   |
| (+/-) Otros resultados   | 1215 | 27.980    | 7.606     | 6.966     | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>= RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>  | 1245 | 929.007   | 1.082.213 | 1.069.793 | 1.031.415 | 1.003.288 | 989.018   | 949.199   | 898.723   | 859.888   | 843.807   | 688.541   |
| (+) Ingresos financieros   | 1250 | 16.014    | 12.817    | 10.670    | 9.236     | 10.970    | 8.932     | 11.973    | 13.825    | 8.356     | 6.699     | 5.027     |
| (-) Gastos financieros   | 1251 | -133.613  | -144.846  | -144.063  | -151.738  | -162.003  | -167.457  | -160.240  | -183.592  | -172.829  | -155.301  | -104.341  |
| (+/-) Variación de valor razonable en instrumentos financieros                   | 1252 |           | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| (+/-) Diferencias de cambio  | 1254 | -5.417    | -890      | -148      | -88       | -313      | -41       | 253       | 427       | -200      | 19        | 101       |
| (+/-) Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros        | 1255 | 0         | 1         | 0         | 18        |           | -730      | 52.311    | 3.219     | -15.999   | -12.474   | -29.883   |
| <b>= RESULTADO FINANCIERO</b>  | 1256 | -123.016  | -132.918  | -133.541  | -142.572  | -151.346  | -159.296  | -95.703   | -166.121  | -180.672  | -161.057  | -129.096  |
| (+/-) Resultado de entidades valoradas por el método de la participación         | 1253 | 0         | 1369      | 0         | 1.397     | -1.154    | 0         | 0         | 411       | 1.298     | 925       | 1.003     |
| <b>= RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>  | 1265 | 805.991   | 950.664   | 936.252   | 890.240   | 850.788   | 829.722   | 853.496   | 733.013   | 680.514   | 683.675   | 560.448   |
| (+/-) Impuesto sobre beneficios  | 1270 | -194.751  | -235.840  | -231.763  | -220.421  | -212.181  | -222.962  | -134.434  | -203.215  | -188.368  | -223.421  | -170.300  |
| <b>= RESULTADO DEL EJERCICIO OPERACIONES CONTINUADAS</b>                         | 1280 | 611.240   | 714.824   | 704.489   | 669.819   | 638.607   | 606.760   | 719.062   | 529.798   | 492.146   | 460.254   | 390.148   |
| (+/-) Resultado del ejercicio operaciones interrumpidas neto de impuestos        | 1285 |           | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>= RESULTADO DEL EJERCICIO</b>   | 1288 | 611.240   | 714.752   | 704.489   | 669.819   | 638.607   | 606.760   | 719.062   | 529.798   | 492.146   | 460.254   | 390.148   |

| <b>Análisis vertical (estructura)</b> | 2020   | 2019   | 2018   | 2017   | 2016   | 2015   | 2014   | 2013   | 2012   | 2011   | 2010   |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>            | 85,1%  | 85,9%  | 82,6%  | 84,4%  | 87,7%  | 86,4%  | 86,6%  | 91,5%  | 92,1%  | 95,1%  | 94,3%  |
| Inmovilizado Intangible               | 5,4%   | 5,8%   | 2,2%   | 1,4%   | 1,3%   | 1,1%   | 1,0%   | 0,9%   | 0,3%   | 0,1%   | 0,0%   |
| Resto inmovilizado                    | 79,7%  | 80,1%  | 80,5%  | 83,0%  | 86,5%  | 85,3%  | 85,5%  | 90,5%  | 91,9%  | 95,0%  | 94,2%  |
| <b>ACTIVO CORRIENTE</b>               | 14,9%  | 14,1%  | 17,4%  | 15,6%  | 12,3%  | 13,6%  | 13,4%  | 8,5%   | 7,9%   | 4,9%   | 5,7%   |
| Existencias                           | 0,3%   | 0,3%   | 0,3%   | 0,4%   | 0,4%   | 0,4%   | 0,4%   | 0,5%   | 0,6%   | 0,5%   | 0,5%   |
| Realizable                            | 10,9%  | 13,8%  | 17,1%  | 15,2%  | 11,9%  | 13,2%  | 13,0%  | 8,0%   | 7,3%   | 4,4%   | 5,2%   |
| Disponibile                           | 3,8%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>                   | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| <b>PATRIMONIO NETO</b>                | 27,2%  | 28,3%  | 29,8%  | 28,3%  | 27,7%  | 26,0%  | 24,2%  | 23,6%  | 21,6%  | 20,7%  | 19,6%  |
| <b>PASIVO NO CORRIENTE</b>            | 61,5%  | 53,7%  | 56,3%  | 54,5%  | 59,0%  | 57,0%  | 58,5%  | 62,0%  | 56,3%  | 56,9%  | 55,4%  |
| <b>PASIVO CORRIENTE</b>               | 11,4%  | 18,0%  | 13,9%  | 17,2%  | 13,3%  | 17,0%  | 17,3%  | 14,4%  | 22,1%  | 22,4%  | 24,9%  |
| <b>TOTAL PASIVO</b>                   | 72,8%  | 71,7%  | 70,2%  | 71,7%  | 72,3%  | 74,0%  | 75,8%  | 76,4%  | 78,4%  | 79,3%  | 80,4%  |
| <b>TOTAL P. NETO Y PASIVO</b>         | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

| <b>Análisis horizontal (evolució</b> | 2020     | 2019     | 2018   | 2017   | 2016  | 2015   | 2014   | 2013  | 2012   | 2011   | 2010   |
|--------------------------------------|----------|----------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| <b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>           | 28,8%    | 0,6%     | 16,8%  | 1,0%   | -0,5% | 1,1%   | 0,2%   | 6,1%  | 1,5%   | 1,9%   | 6,7%   |
| Inmovilizado Intangible              | 2857,5%  | -6,3%    | 203,9% | 56,6%  | 15,1% | 13,6%  | 8,6%   | 25,8% | 271,1% | 383,6% | 64,1%  |
| <b>ACTIVO CORRIENTE</b>              | 163,2%   | 7,1%     | -8,8%  | 15,0%  | 31,7% | -10,3% | 1,5%   | 76,3% | 10,7%  | 68,2%  | -9,0%  |
| Existencias                          | -33,9%   | -18,4%   | 23,3%  | -12,9% | 0,7%  | -5,5%  | -10,1% | 3,3%  | -14,7% | 18,9%  | 1,3%   |
| Realizable                           | 108,0%   | -19,8%   | -9,3%  | 15,7%  | 32,7% | -10,4% | 1,9%   | 80,9% | 12,7%  | 74,3%  | -10,2% |
| Disponibile                          | 18401,2% | 35719,5% | -18,7% | -30,6% | -1,8% | -1,8%  | -1,7%  | -1,7% | -1,7%  | -3,4%  | 26,8%  |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>                  | 39,4%    | 1,5%     | 12,4%  | 3,2%   | 3,5%  | -0,4%  | 0,4%   | 12,1% | 2,2%   | 5,1%   | 5,8%   |
| <b>PATRIMONIO NETO</b>               | 75,3%    | -2,6%    | 6,7%   | 8,7%   | 5,9%  | 5,8%   | 8,2%   | 14,7% | 11,7%  | 9,8%   | 11,6%  |
| <b>PASIVO NO CORRIENTE</b>           | 52,2%    | 16,2%    | 7,2%   | 6,5%   | -4,5% | 3,1%   | -2,2%  | 5,8%  | 12,6%  | 4,0%   | 8,5%   |
| <b>PASIVO CORRIENTE</b>              | -28,4%   | -35,9%   | 45,5%  | -16,5% | 33,7% | -22,0% | -1,7%  | 34,6% | -33,4% | 3,6%   | -4,8%  |
| <b>TOTAL PASIVO</b>                  | 29,5%    | 3,1%     | 14,8%  | 1,0%   | 2,6%  | -2,6%  | -2,1%  | 11,3% | -0,4%  | 3,9%   | 4,4%   |
| <b>TOTAL P. NETO Y PASIVO</b>        | 39,4%    | 1,5%     | 12,4%  | 3,2%   | 3,5%  | -0,4%  | 0,4%   | 12,1% | 2,2%   | 5,1%   | 5,8%   |

## ANEXO VI. Liquidez

| Fondo de maniobra sobre activo corriente | 2020    | 2019    | 2018    | 2017    | 2016    | 2015    | 2014    | 2013    | 2012     | 2011     | 2010     |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| Endesa                                   | -37,23% | -38,77% | -36,06% | -36,26% | -38,38% | -17,92% | -7,75%  | 16,74%  | 24,67%   | 33,73%   | 33,73%   |
| Enagás                                   | 52,13%  | 66,36%  | 64,25%  | 60,08%  | -6,31%  | 5,28%   | -11,31% | 30,06%  | 58,76%   | 0,86%    | 32,11%   |
| Iberdrola                                | -19,76% | -41,11% | -20,79% | -21,21% | -31,22% | -36,61% | -20,89% | -7,29%  | 11,00%   | 11,21%   | 2,43%    |
| Naturgy                                  | 28,59%  | 24,29%  | 15,89%  | 31,36%  | 12,62%  | 16,39%  | 22,16%  | 19,20%  | 32,48%   | 21,25%   | 24,36%   |
| Red Eléctrica                            | 23,80%  | -27,37% | 20,13%  | -10,03% | -8,38%  | -24,64% | -28,69% | -68,61% | -180,10% | -354,66% | -334,82% |
| Media*                                   | 9,51%   | -3,32%  | 8,68%   | 4,79%   | -14,34% | -11,50% | -9,30%  | -1,98%  | 31,73%   | 16,76%   | 23,15%   |

\*sin considerar Red Eléctrica en los años 2010-2012

| Liquidez General | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 |
|------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Endesa           | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 0,8  | 0,9  | 1,2  | 1,3  | 1,5  | 1,5  |
| Enagás           | 2,1  | 3,0  | 2,8  | 2,5  | 0,9  | 1,1  | 0,9  | 1,4  | 2,4  | 1,0  | 1,5  |
| Iberdrola        | 0,8  | 0,7  | 0,8  | 0,8  | 0,8  | 0,7  | 0,8  | 0,9  | 1,1  | 1,1  | 1,0  |
| Naturgy          | 1,4  | 1,3  | 1,2  | 1,5  | 1,1  | 1,2  | 1,3  | 1,2  | 1,5  | 1,3  | 1,3  |
| Red Eléctrica    | 1,3  | 0,8  | 1,3  | 0,9  | 0,9  | 0,8  | 0,8  | 0,6  | 0,4  | 0,2  | 0,2  |
| Media            | 1,3  | 1,3  | 1,4  | 1,3  | 0,9  | 0,9  | 0,9  | 1,1  | 1,3  | 1,0  | 1,1  |

| Test ácido    | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 |
|---------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Endesa        | 0,6  | 0,6  | 0,5  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 0,8  | 1,1  | 1,2  | 1,4  | 1,4  |
| Enagás        | 2,1  | 2,9  | 2,8  | 2,5  | 0,9  | 1,0  | 0,9  | 1,4  | 2,4  | 1,0  | 1,5  |
| Iberdrola     | 0,7  | 0,6  | 0,7  | 0,7  | 0,6  | 0,6  | 0,7  | 0,7  | 1,0  | 1,0  | 0,9  |
| Naturgy       | 1,3  | 1,2  | 1,1  | 1,4  | 1,0  | 1,1  | 1,2  | 1,1  | 1,4  | 1,2  | 1,2  |
| Red Eléctrica | 1,3  | 0,8  | 1,2  | 0,9  | 0,9  | 0,8  | 0,8  | 0,6  | 0,3  | 0,2  | 0,2  |
| Media         | 1,2  | 1,2  | 1,3  | 1,2  | 0,8  | 0,8  | 0,8  | 1,0  | 1,3  | 0,9  | 1,0  |

| Ratio de disponibilidad | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Endesa                  | 0,4  | 0,3  | 0,4  | 0,4  | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 0,4  | 0,5  | 0,5  | 0,5  |
| Enagás                  | 0,4  | 0,3  | 0,4  | 0,4  | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 0,4  | 0,5  | 0,7  | 1,0  |
| Iberdrola               | 0,2  | 0,1  | 0,2  | 0,2  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,2  | 0,1  | 0,1  |
| Naturgy                 | 0,4  | 0,4  | 0,2  | 0,4  | 0,3  | 0,3  | 0,4  | 0,5  | 0,6  | 0,4  | 0,2  |
| Red Eléctrica           | 0,3  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Media                   | 0,3  | 0,2  | 0,2  | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 0,4  | 0,3  | 0,4  |

## ANEXO VII. Cálculo de EBIT/ EBT

|   |
|---|
| Importe neto de la cifra de negocios.                   |
| Variación de existencias de PT y PC                     |
| Otros ingresos de explotación                           |
| Aprovisionamientos                                      |
| Gastos de personal                                      |
| Otros gastos de explotación                             |
| Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado |
| <b>RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>             |
| Amortizaciones  |
| <b>RESULTADO OPERATIVO</b>                              |
| Resultados de inversiones financieras                   |
| <b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)</b>  |
| Gastos financieros                                      |
| <b>RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)</b>     |

## Anexo VIII. Solvencia

| Endeudamiento | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 |
|---------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Endesa        | 3,29 | 3,08 | 2,45 | 2,36 | 2,41 | 2,24 | 2,58 | 1,09 | 1,23 | 1,38 | 1,38 |
| Enagás        | 2,00 | 1,79 | 2,13 | 2,25 | 2,75 | 2,24 | 2,41 | 2,29 | 3,03 | 3,15 | 2,93 |
| Iberdrola     | 1,59 | 1,59 | 1,57 | 1,59 | 1,62 | 1,56 | 1,63 | 1,61 | 1,84 | 1,92 | 1,96 |
| Naturgy       | 2,51 | 1,94 | 1,78 | 1,59 | 1,48 | 1,60 | 1,79 | 1,91 | 2,15 | 2,22 | 2,49 |
| Red Eléctrica | 2,68 | 2,53 | 2,35 | 2,53 | 2,61 | 2,84 | 3,14 | 3,23 | 3,63 | 3,83 | 4,10 |
| Media         | 2,41 | 2,19 | 2,06 | 2,06 | 2,18 | 2,09 | 2,31 | 2,03 | 2,38 | 2,50 | 2,57 |

| Deuda Financiera Neta/ EBIT | 2020 | 2019 | 2018  | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 |      |
|-----------------------------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Endesa                      |      | 3,52 | 3,48  | 3,22 | 2,75 | 2,63 | 2,79 | 3,50 | 0,94 | 1,76 | 2,03 | 1,56 |
| Enagás                      |      | 8,05 | 12,70 | 6,09 | 6,45 | 8,56 | 6,96 | 6,39 | 5,34 | 5,57 | 5,83 | 6,03 |
| Iberdrola                   |      | 5,95 | 6,47  | 5,86 | 7,49 | 6,03 | 6,20 | 5,57 | 6,38 | 5,71 | 5,74 | 5,45 |
| Naturgy                     |      | 7,10 | 5,41  | 6,03 | 6,86 | 5,25 | 4,67 | 5,56 | 4,43 | 4,95 | 6,13 | 7,14 |
| Red Eléctrica               |      | 6,61 | 6,29  | 4,98 | 5,34 | 5,77 | 5,77 | 6,15 | 5,94 | 6,36 | 6,57 | 8,13 |
| Media                       |      | 6,25 | 6,87  | 5,23 | 5,78 | 5,65 | 5,28 | 5,43 | 4,61 | 4,87 | 5,26 | 5,66 |

## ANEXO IX. Rentabilidad

| Rentabilidad económica (ROI) | 2020 | 2019 | 2018  | 2017 | 2016 | 2015 | 2014  | 2013 | 2012 | 2011 | 2010  |
|------------------------------|------|------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|-------|
| Endesa                       | 5,2% | 0,3% | 5,4%  | 6,0% | 6,2% | 5,1% | 3,3%  | 8,0% | 8,1% | 8,7% | 25,2% |
| Enagás                       | 5,9% | 3,2% | 7,0%  | 7,9% | 7,3% | 8,0% | 8,3%  | 8,9% | 8,3% | 8,5% | 16,1% |
| Iberdrola                    | 5,3% | 5,4% | 5,2%  | 3,0% | 4,9% | 4,5% | 5,1%  | 2,9% | 5,7% | 6,0% | 12,5% |
| Naturgy                      | 1,3% | 6,8% | -4,7% | 4,7% | 6,3% | 6,9% | 6,5%  | 7,1% | 6,9% | 6,1% | 13,4% |
| Red Eléctrica                | 7,2% | 9,1% | 9,7%  | 9,7% | 9,6% | 9,4% | 10,1% | 9,8% | 9,5% | 9,8% | 16,0% |
| Media                        | 5,0% | 5,0% | 4,5%  | 6,3% | 6,9% | 6,8% | 6,7%  | 7,3% | 7,7% | 7,9% | 16,7% |

| Rentabilidad financiera (ROE) | 2020  | 2019  | 2018   | 2017  | 2016  | 2015  | 2014  | 2013  | 2012  | 2011  | 2010  |
|-------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Endesa                        | 19,3% | -0,9% | 16,4%  | 18,5% | 18,2% | 14,8% | 6,6%  | 14,3% | 14,0% | 16,0% | 50,7% |
| Enagás                        | 13,7% | 7,0%  | 17,2%  | 20,7% | 20,5% | 22,0% | 22,0% | 26,3% | 28,0% | 28,9% | 54,4% |
| Iberdrola                     | 10,8% | 10,6% | 10,1%  | 4,9%  | 9,7%  | 8,3%  | 9,3%  | 3,4%  | 10,2% | 11,6% | 24,5% |
| Naturgy                       | -0,7% | 14,2% | -17,3% | 7,7%  | 11,0% | 12,9% | 12,9% | 14,8% | 14,8% | 12,8% | 28,9% |
| Red Eléctrica                 | 22,0% | 27,1% | 28,8%  | 29,6% | 30,0% | 31,2% | 35,7% | 34,8% | 35,7% | 39,7% | 68,9% |
| Media                         | 10,8% | 7,7%  | 6,6%   | 12,9% | 14,8% | 14,5% | 12,7% | 14,7% | 16,8% | 17,3% | 39,6% |

## ANEXO X. Información bursátil

| Cotización | ELE    | NTGY   | IBE    | REE    | ENAG   | IBEX 35   |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 31.12.2020 | 22,35  | 18,96  | 11,576 | 16,775 | 17,965 | 8.073,70  |
| 31.12.2019 | 23,79  | 22,4   | 8,755  | 17,925 | 22,74  | 9.549,20  |
| 31.12.2018 | 20,13  | 22,26  | 6,418  | 19,495 | 23,61  | 8.539,90  |
| 29.12.2017 | 17,855 | 19,25  | 5,928  | 18,71  | 23,87  | 10.043,90 |
| 30.12.2016 | 20,125 | 17,91  | 5,628  | 17,925 | 24,125 | 9.352,10  |
| 31.12.2015 | 18,525 | 18,815 | 6,006  | 19,277 | 26     | 9.313,20  |
| 31.12.2014 | 16,55  | 20,81  | 5,238  | 18,302 | 26,185 | 10.350,80 |
| 31.12.2013 | 23,3   | 18,695 | 4,253  | 12,125 | 18,995 | 9.760,30  |
| 31.12.2012 | 16,87  | 13,58  | 3,919  | 9,325  | 16,14  | 8.447,60  |
| 30.12.2011 | 15,85  | 13,141 | 4,452  | 8,266  | 14,29  | 8.723,80  |
| 30.12.2010 | 19,295 | 11     | 5,47   | 8,8    | 14,915 | 9859,1    |

| ENDESA                                    | 2020                            | 2019       | 2018       | 2017       | 2016       | 2015       | 2014       | 2013       | 2012       | 2011       |
|---|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| BDI                                       | 1.400.000                       | 1.562.000  | 1.426.000  | 1.473.000  | 1.412.000  | 1.090.000  | 3.337.000  | 1.879.000  | 2.034.000  | 2.212.000  |
| Beneficio por acción (BPA)                | 1,32                            | 1,48       | 1,35       | 1,39       | 1,33       | 1,03       | 3,15       | 1,77       | 1,92       | 2,09       |
| Número de acciones                        | 1.058.752                       | 1.058.752  | 1.058.752  | 1.058.752  | 1.058.752  | 1.058.752  | 1.058.752  | 1.058.752  | 1.058.752  | 1.058.752  |
| Dividendo por acción                      | 2,01                            | 1,48       | 1,43       | 1,38       | 1,33       | 1,03       | 14,56      | 1,50       | 0,00       | 0,61       |
| Pay-out                                   | 152,3%                          | 100,0%     | 105,9%     | 99,3%      | 100,0%     | 99,7%      | 462,0%     | 84,5%      | 0,0%       | 29,0%      |
| Precio cierre del año                     | 22,35                           | 23,79      | 20,13      | 17,855     | 20,125     | 18,525     | 16,55      | 23,3       | 16,87      | 15,85      |
| Precio medio del año                      | 23,07                           | 21,96      | 18,9925    | 18,99      | 19,325     | 17,5375    | 19,925     | 20,085     | 16,36      | 17,5725    |
| Capitalización bursátil                   | 23.663.110                      | 25.187.713 | 21.312.680 | 18.904.019 | 21.307.386 | 19.613.383 | 17.522.348 | 24.668.924 | 17.861.148 | 16.781.221 |
| Valor contable                            | 7.465.000                       | 7.837.000  | 9.181.000  | 9.233.000  | 9.088.000  | 9.039.000  | 8.575.000  | 26.762.000 | 26.369.000 | 24.679.000 |
| BPA                                       | 1,32                            | 1,48       | 1,35       | 1,39       | 1,33       | 1,03       | 3,15       | 1,77       | 1,92       | 2,09       |
| DPA                                       | 2,01                            | 1,475      | 1,427      | 1,382      | 1,333      | 1,026      | 14,56      | 1,5        | 0          | 0,606      |
| Dividend yield                            | 8,5%                            | 7,3%       | 8,0%       | 6,9%       | 7,2%       | 6,2%       | 62,5%      | 8,9%       | 0,0%       | 3,8%       |
| Rentabilidad de la acción                 | 2,4%                            | 25,5%      | 20,7%      | -4,4%      | 15,8%      | 18,1%      | 33,5%      | 47,0%      | 6,4%       | -14,7%     |
| Rentabilidad acumulada acción             | 147,1%                          | 144,1%     | 117,5%     | 98,3%      | 102,9%     | 87,7%      | 72,1%      | 31,7%      | -9,4%      | -14,7%     |
| PER                                       | 16,90                           | 16,13      | 14,95      | 12,83      | 15,09      | 17,99      | 5,25       | 13,13      | 8,78       | 7,59       |
| Earning yield                             | 5,9%                            | 6,2%       | 6,7%       | 7,8%       | 6,6%       | 5,6%       | 19,0%      | 7,6%       | 11,4%      | 13,2%      |
| Pay-out                                   | 152,3%                          | 100,0%     | 105,9%     | 99,3%      | 100,0%     | 99,7%      | 462,0%     | 84,5%      | 0,0%       | 29,0%      |
| Price-to-Book ratio (P/B)                 | 3,17                            | 3,21       | 2,32       | 2,05       | 2,34       | 2,17       | 2,04       | 0,92       | 0,68       | 0,68       |
| <b>NATURGY</b>                            | <b>Minoritarios importantes</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| BDI (atribuido a la dominante)            | 872.000                         | 1.401.000  | 1.245.000  | 1.360.000  | 1.347.000  | 1.502.000  | 1.462.000  | 1.445.000  | 1.441.000  | 1.325.000  |
| Beneficio por acción                      | 0,90                            | 1,42       | 1,24       | 1,36       | 1,35       | 1,50       | 1,46       | 1,44       | 1,44       | 1,34       |
| Número de acciones (naturgy.com)          | 969.614                         | 984.122    | 1.000.689  | 1.000.689  | 1.000.689  | 1.000.689  | 1.000.689  | 1.000.689  | 1.000.689  | 991.672    |
| Dividendo por acción                      | 1,44                            | 1,37       | 1,30       | 1,00       | 1,00       | 1,00       | 0,91       | 0,90       | 0,89       | 0,83       |
| Pay-out                                   | 160,1%                          | 96,2%      | 104,5%     | 73,6%      | 74,3%      | 66,6%      | 62,1%      | 62,1%      | 62,1%      | 62,1%      |
| Precio cierre del año                     | 18,96                           | 22,4       | 22,26      | 19,25      | 17,91      | 18,815     | 20,81      | 18,695     | 13,58      | 13,141     |
| Precio medio del año                      | 20,68                           | 22,33      | 20,755     | 18,58      | 18,3625    | 19,8125    | 19,7525    | 16,1375    | 13,3605    | 12,0705    |
| <b>NATURGY</b>                            |                                 |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Capitalización bursátil                   | 18.383.878                      | 22.044.336 | 22.275.345 | 19.263.270 | 17.922.346 | 18.827.970 | 20.824.345 | 18.707.887 | 13.589.361 | 13.031.564 |
| Valor contable                            | 8.027.540                       | 10.550.525 | 10.948.476 | 14.734.341 | 15.224.828 | 14.366.700 | 14.140.761 | 13.443.818 | 13.261.335 | 12.792.236 |
| BPA                                       | 0,90                            | 1,42       | 1,24       | 1,36       | 1,35       | 1,50       | 1,46       | 1,44       | 1,44       | 1,34       |
| DPA                                       | 1,44                            | 1,37       | 1,3        | 1          | 1          | 1          | 0,908      | 0,897      | 0,894      | 0,83       |
| Dividend yield                            | 6,4%                            | 6,2%       | 6,8%       | 5,6%       | 5,3%       | 4,8%       | 4,9%       | 6,6%       | 6,8%       | 6,3%       |
| Rentabilidad de la acción                 | -8,9%                           | 6,8%       | 22,4%      | 13,1%      | 0,5%       | -4,8%      | 16,2%      | 44,3%      | 10,1%      | 27,0%      |
| Rentabilidad acumulada acción             | 169,1%                          | 187,3%     | 173,5%     | 134,4%     | 113,1%     | 112,2%     | 121,3%     | 93,8%      | 39,1%      | 27,0%      |
| PER                                       | 21,08                           | 15,73      | 17,89      | 14,16      | 13,31      | 12,54      | 14,24      | 12,95      | 9,43       | 9,84       |
| Earning yield                             | 4,7%                            | 6,4%       | 5,6%       | 7,1%       | 7,5%       | 8,0%       | 7,0%       | 7,7%       | 10,6%      | 10,2%      |
| Pay-out                                   | 160,1%                          | 96,2%      | 104,5%     | 73,6%      | 74,3%      | 66,6%      | 62,1%      | 62,1%      | 62,1%      | 62,1%      |
| Price-to-Book ratio (P/B)                 | 2,29                            | 2,09       | 2,03       | 1,31       | 1,18       | 1,31       | 1,47       | 1,39       | 1,02       | 1,02       |
| <b>IBERDROLA</b>                          |                                 |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| BDI                                       | 3.610.707                       | 3.466.407  | 3.014.052  | 2.803.994  | 2.704.983  | 2.421.578  | 2.326.516  | 2.571.804  | 2.840.685  | 2.804.545  |
| Beneficio por acción                      | 0,57                            | 0,54       | 0,47       | 0,44       | 0,43       | 0,38       | 0,36       | 0,41       | 0,45       | 0,45       |
| Número de acciones                        | 6.350.061                       | 6.362.072  | 6.397.629  | 6.317.515  | 6.362.079  | 6.336.870  | 6.388.483  | 6.239.975  | 6.281.184  | 6.213.513  |
| Dividendo por acción                      | 0,42                            | 0,40       | 0,351      | 0,326      | 0,312      | 0,281      | 0,271      | 0,27       | 0,303      | 0,336      |
| Pay-out                                   | 73,9%                           | 73,4%      | 74,5%      | 73,4%      | 73,4%      | 73,5%      | 74,4%      | 65,5%      | 67,0%      | 74,4%      |
| Precio cierre del año                     | 11,58                           | 8,76       | 6,42       | 5,93       | 5,63       | 6,01       | 5,24       | 4,25       | 3,92       | 4,45       |
| Precio medio del año                      | 10,17                           | 7,59       | 6,17       | 5,78       | 5,82       | 5,62       | 4,75       | 4,09       | 4,19       | 4,96       |
| <b>IBERDROLA</b>                          |                                 |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Capitalización bursátil                   | 73.508.306                      | 55.699.940 | 41.059.983 | 37.450.229 | 35.805.781 | 38.059.241 | 33.462.874 | 26.538.614 | 24.615.960 | 27.662.562 |
| Valor contable (atribuido a la dominante) | 35412814                        | 37.678.307 | 36.582.199 | 35.509.260 | 36.690.965 | 37.158.658 | 35.039.700 | 34.584.689 | 33.759.982 | 32.887.873 |
| BPA                                       | 0,57                            | 0,54       | 0,47       | 0,44       | 0,43       | 0,38       | 0,36       | 0,41       | 0,45       | 0,45       |
| DPA                                       | 0,42                            | 0,4        | 0,351      | 0,326      | 0,312      | 0,281      | 0,271      | 0,27       | 0,303      | 0,336      |
| Dividend yield                            | 4,8%                            | 6,2%       | 5,9%       | 5,8%       | 5,2%       | 5,4%       | 6,4%       | 6,9%       | 6,8%       | 7,5%       |
| Rentabilidad de la acción                 | 37,0%                           | 42,6%      | 14,2%      | 11,1%      | -1,1%      | 20,0%      | 29,5%      | 15,4%      | -5,2%      | -12,5%     |
| Rentabilidad acumulada acción             | 171,4%                          | 112,2%     | 62,1%      | 46,7%      | 35,3%      | 36,5%      | 17,3%      | -5,6%      | -16,7%     | -12,5%     |
| PER                                       | 20,36                           | 16,07      | 13,62      | 13,36      | 13,24      | 15,72      | 14,38      | 10,32      | 8,67       | 9,86       |
| Earning yield                             | 4,9%                            | 6,2%       | 7,3%       | 7,5%       | 7,6%       | 6,4%       | 7,0%       | 9,7%       | 11,5%      | 10,1%      |
| Pay-out                                   | 73,9%                           | 73,4%      | 74,5%      | 73,4%      | 73,4%      | 73,5%      | 74,4%      | 65,5%      | 67,0%      | 74,4%      |
| Price-to-Book ratio (P/B)                 | 2,08                            | 1,48       | 1,12       | 1,05       | 0,98       | 1,02       | 0,95       | 0,77       | 0,73       | 0,84       |



| <b>REE</b>                    |           |           |            |            |           |            |           |           |           |           |
|-------------------------------|-----------|-----------|------------|------------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>BDI</b>                    | 611.240   | 362.196   | 704.489    | 669.819    | 638.607   | 606.760    | 719.062   | 529.798   | 492.146   | 460.254   |
| Beneficio por acción          | 1,13      | 0,67      | 1,30       | 1,24       | 1,18      | 1,12       | 1,33      | 0,98      | 0,91      | 0,85      |
| Número de acciones            | 541.080   | 541.080   | 541.080    | 541.080    | 541.080   | 541.080    | 541.080   | 541.080   | 541.080   | 541.080   |
| Dividendo por acción          | 1,00      | 1,05      | 0,98       | 0,92       | 0,86      | 0,80       | 0,75      | 0,64      | 0,59      | 0,55      |
| Pay-out                       | 88,5%     | 157,1%    | 75,5%      | 74,2%      | 72,8%     | 71,6%      | 56,4%     | 64,9%     | 65,0%     | 65,0%     |
| Precio cierre del año         | 16,775    | 17,925    | 19,495     | 18,71      | 17,925    | 19,277     | 18,302    | 12,125    | 9,325     | 8,266     |
| Precio medio del año          | 17,35     | 18,71     | 19,1025    | 18,3175    | 18,601    | 18,7895    | 15,2135   | 10,725    | 8,7955    | 8,533     |
| <b>REE</b>                    |           |           |            |            |           |            |           |           |           |           |
| Capitalización bursátil       | 9.076.617 | 9.698.859 | 10.548.355 | 10.123.607 | 9.698.859 | 10.430.399 | 9.902.846 | 6.560.595 | 5.045.571 | 4.472.567 |
| Valor contable                | 3491953   | 3.585.156 | 3.361.366  | 3.093.449  | 2.920.549 | 2.760.613  | 2.552.452 | 2.224.648 | 1.991.545 | 1.813.547 |
| BPA                           | 1,13      | 0,67      | 1,30       | 1,24       | 1,18      | 1,12       | 1,33      | 0,98      | 0,91      | 0,85      |
| DPA                           | 1,00      | 1,0519    | 0,9831     | 0,9188     | 0,8587    | 0,8025     | 0,75      | 0,6356    | 0,5913    | 0,5531    |
| Dividend yield                | 5,6%      | 5,4%      | 5,3%       | 5,1%       | 4,5%      | 4,4%       | 6,2%      | 6,8%      | 7,2%      | 6,7%      |
| Rentabilidad de la acción     | -0,8%     | -2,7%     | 9,5%       | 9,5%       | -2,6%     | 9,7%       | 57,1%     | 36,8%     | 20,0%     | 0,2%      |
| Rentabilidad acumulada acción | 183,2%    | 184,9%    | 190,8%     | 170,7%     | 151,3%    | 156,9%     | 136,7%    | 58,0%     | 19,0%     | 0,2%      |
| PER                           | 14,85     | 26,78     | 14,97      | 15,11      | 15,19     | 17,19      | 13,77     | 12,38     | 10,25     | 9,72      |
| Earning yield                 | 6,7%      | 3,7%      | 6,7%       | 6,6%       | 6,6%      | 5,8%       | 7,3%      | 8,1%      | 9,8%      | 10,3%     |
| Pay-out                       | 88,5%     | 157,1%    | 75,5%      | 74,2%      | 72,8%     | 71,6%      | 56,4%     | 64,9%     | 65,0%     | 65,0%     |
| Price-to-Book ratio (P/B)     | 2,60      | 2,71      | 3,14       | 3,27       | 3,32      | 3,78       | 3,88      | 2,95      | 2,53      | 2,47      |
| <b>ENAGAS</b>                 |           |           |            |            |           |            |           |           |           |           |
| <b>BDI</b>                    | 444.921   | 220.873   | 463.327    | 505.076    | 418.168   | 413.681    | 407.644   | 404.256   | 379.508   | 364.643   |
| Beneficio por acción          | 1,70      | 0,84      | 1,94       | 2,12       | 1,75      | 1,73       | 1,71      | 1,69      | 1,59      | 1,53      |
| Número de acciones            | 261.990   | 261.990   | 238.734    | 238.734    | 238.734   | 238.734    | 238.734   | 238.734   | 238.734   | 238.734   |
| Dividendo por acción          | 1,68      | 1,6       | 1,53       | 1,46       | 1,39      | 1,32       | 1,3       | 1,266     | 1,113     | 0,993     |
| Pay-out                       | 98,9%     | 189,8%    | 78,8%      | 69,0%      | 79,4%     | 76,2%      | 76,1%     | 74,8%     | 70,0%     | 65,0%     |
| Precio cierre del año         | 17,97     | 22,74     | 23,61      | 23,87      | 24,13     | 26,00      | 26,19     | 19,00     | 16,14     | 14,29     |
| Precio medio del año          | 20,35     | 23,18     | 23,74      | 24,00      | 25,06     | 26,09      | 22,59     | 17,57     | 15,22     | 14,60     |
| <b>ENAGAS</b>                 |           |           |            |            |           |            |           |           |           |           |
| Capitalización bursátil       | 4.706.652 | 5.957.654 | 5.636.516  | 5.698.587  | 5.759.464 | 6.207.091  | 6.251.257 | 4.534.757 | 3.853.171 | 3.411.513 |
| Valor contable                | 3.006.984 | 3.168.849 | 3.039.371  | 2.941.284  | 2.462.936 | 2.391.572  | 2.260.316 | 2.139.375 | 2.004.784 | 1.861.596 |
| BPA                           | 1,70      | 0,84      | 1,94       | 2,12       | 1,75      | 1,73       | 1,71      | 1,69      | 1,59      | 1,53      |
| DPA                           | 1,68      | 1,6       | 1,53       | 1,46       | 1,39      | 1,32       | 1,3       | 1,266     | 1,113     | 0,993     |
| Dividend yield                | 7,4%      | 6,8%      | 6,4%       | 6,1%       | 5,3%      | 5,0%       | 6,8%      | 7,8%      | 7,8%      | 6,9%      |
| Rentabilidad de la acción     | -13,6%    | 3,1%      | 5,3%       | 5,0%       | -1,9%     | 4,3%       | 44,7%     | 25,5%     | 20,7%     | 2,5%      |
| Rentabilidad acumulada acción | 112,0%    | 132,7%    | 127,8%     | 119,3%     | 111,2%    | 114,5%     | 106,9%    | 50,0%     | 22,3%     | 2,5%      |
| PER                           | 10,58     | 26,97     | 12,17      | 11,28      | 13,77     | 15,00      | 15,34     | 11,22     | 10,15     | 9,36      |
| Earning yield                 | 9,5%      | 3,7%      | 8,2%       | 8,9%       | 7,3%      | 6,7%       | 6,5%      | 8,9%      | 9,8%      | 10,7%     |
| Pay-out                       | 98,9%     | 189,8%    | 78,8%      | 69,0%      | 79,4%     | 76,2%      | 76,1%     | 74,8%     | 70,0%     | 65,0%     |
| Price-to-Book ratio (P/B)     | 1,57      | 1,88      | 1,85       | 1,94       | 2,34      | 2,60       | 2,77      | 2,12      | 1,92      | 1,83      |

| <i>Dividend yield</i> | 2020  | 2019  | 2018  | 2017  | 2016  | 2015  | 2014   | 2013  | 2012  | 2011  |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| <b>IBEX 35</b>        | 3,10% | 4,14% | 3,45% | 3,73% | 3,65% | 3,10% | 3,19%  | 5,61% | 4,54% | 4,45% |
| <b>ELE</b>            | 8,46% | 7,33% | 7,99% | 6,87% | 7,20% | 6,20% | 62,49% | 8,89% | 0,00% | 3,82% |
| <b>NTGY</b>           | 6,43% | 6,15% | 6,75% | 5,58% | 5,31% | 4,81% | 4,86%  | 6,61% | 6,80% | 6,32% |
| <b>IBE</b>            | 4,80% | 6,23% | 5,92% | 5,79% | 5,19% | 5,36% | 6,37%  | 6,89% | 6,81% | 7,55% |
| <b>REE</b>            | 5,58% | 5,40% | 5,25% | 5,13% | 4,45% | 4,38% | 6,19%  | 6,82% | 7,15% | 6,69% |
| <b>ENAG</b>           | 7,39% | 6,78% | 6,41% | 6,05% | 5,35% | 5,04% | 6,84%  | 7,84% | 7,79% | 6,95% |
| <b>Media*</b>         | 6,53% | 6,38% | 6,46% | 5,88% | 5,50% | 5,16% | 6,07%  | 7,41% | 5,71% | 6,27% |

\*sin considerar Endesa en el año 2014

| <i>Price-to-earnings ratio (PER)</i> | 2020  | 2019  | 2018  | 2017  | 2016  | 2015  | 2014  | 2013  | 2012  | 2011 |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| <b>IBEX 35</b>                       |       | 18,76 | 11,95 | 15,11 | 16,01 | 17,39 |       |       |       |      |
| <b>ELE</b>                           | 16,90 | 16,13 | 14,95 | 12,83 | 15,09 | 17,99 | 5,25  | 13,13 | 8,78  | 7,59 |
| <b>NTGY</b>                          | 21,08 | 15,73 | 17,89 | 14,16 | 13,31 | 12,54 | 14,24 | 12,95 | 9,43  | 9,84 |
| <b>IBE</b>                           | 20,36 | 16,07 | 13,62 | 13,36 | 13,24 | 15,72 | 14,38 | 10,32 | 8,67  | 9,86 |
| <b>REE</b>                           | 14,85 | 26,78 | 14,97 | 15,11 | 15,19 | 17,19 | 13,77 | 12,38 | 10,25 | 9,72 |
| <b>ENAG</b>                          | 10,58 | 26,97 | 12,17 | 11,28 | 13,77 | 15,00 | 15,34 | 11,22 | 10,15 | 9,36 |
| <b>Media</b>                         | 16,75 | 20,34 | 14,72 | 13,35 | 14,12 | 15,69 | 12,60 | 12,00 | 9,46  | 9,27 |

| <i>Price-to-book (PtB)</i> | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>ELE</b>                 | 3,2  | 3,2  | 2,3  | 2,0  | 2,3  | 2,2  | 2,0  | 0,9  | 0,7  | 0,7  |
| <b>NTGY</b>                | 2,3  | 2,1  | 2,0  | 1,3  | 1,2  | 1,3  | 1,5  | 1,4  | 1,0  | 1,0  |
| <b>IBE</b>                 | 2,1  | 1,5  | 1,1  | 1,1  | 1,0  | 1,0  | 1,0  | 0,8  | 0,7  | 0,8  |
| <b>REE</b>                 | 2,6  | 2,7  | 3,1  | 3,3  | 3,3  | 3,8  | 3,9  | 2,9  | 2,5  | 2,5  |
| <b>ENAG</b>                | 1,6  | 1,9  | 1,9  | 1,9  | 2,3  | 2,6  | 2,8  | 2,1  | 1,9  | 1,8  |
| <b>Media</b>               | 2,3  | 2,3  | 2,1  | 1,9  | 2,0  | 2,2  | 2,2  | 1,6  | 1,4  | 1,4  |

|  | <b>ELE</b>  | <b>NTFGY</b> | <b>IBE</b>  | <b>REE</b>  | <b>ENAG</b> |
|--|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| Beta (2600 sesiones, aprox. 10 años)               | 0,31        | 0,40         | 0,36        | 0,25        | 0,32        |
| <b>Beta (1500 últimas sesiones, aprox. 6 años)</b> | <b>0,50</b> | 0,68         | <b>0,60</b> | <b>0,40</b> | <b>0,53</b> |
| Beta (1000 últimas sesiones, aprox. 4 años)        | 0,61        | <b>0,79</b>  | 0,71        | 0,46        | 0,67        |
| Beta (252 últimas sesiones, aprox. 1 año)          | 0,67        | 0,86         | 0,71        | 0,42        | 0,69        |
| Investing.com betas                                | 0,46        | 0,78         | 0,48        | 0,37        | 0,59        |