

**INFORME DE REPRESENTACIÓN LEGAL DE TENEDORES DE BONOS  
(01/01/2015 – 30/06/2015)**

**EMISION Y COLOCACION DE BONOS ORDINARIOS GAS NATURAL S.A. E.S.P.**

**JUNIO DE 2015**

<b>CLASE DE TÍTULO:</b>	Bonos Ordinarios.
<b>EMISOR:</b>	Gas Natural S.A. ESP
<b>MONTO DE LA EMISIÓN:</b>	Quinientos mil millones de Pesos m.l. (\$500.000.000.000).
<b>VALOR NOMINAL:</b>	Un millón de Pesos m.l. (\$1.000.000).
<b>NÚMERO DE SERIES:</b>	Se ofrecen doce (12) series: A, B, C, D, E, F, G, H, I, J, K y L.
<b>PLAZO DE VENCIMIENTO:</b>	La totalidad de las series de Bonos Ordinarios tendrán plazos de redención de capital entre dieciocho (18) meses y veinte (20) años contados a partir de la Fecha de Emisión, tal y como se indique en el respectivo Aviso de Oferta Pública.
<b>ADMINISTRACIÓN DE LA EMISIÓN:</b>	Deceval S.A.
<b>AMORTIZACIÓN DE CAPITAL:</b>	El capital de los Bonos Ordinarios Gas Natural de las series G, H, I, J, K y L se podrá prepagar total o parcialmente, a opción del Emisor. La opción de prepago de los Bonos Ordinarios se podrá ejercer después de transcurrido un (1) año contado a partir de la Fecha de Emisión. El prepago se realizará a prorrata respecto de cada subserie de cada Emisión, disminuyendo el monto del capital vigente de cada uno de los Bonos Ordinarios de manera proporcional entre los Tenedores de Bonos Ordinarios de la respectiva subserie, pagándose a cada uno de ellos el mismo porcentaje sobre el valor nominal.
<b>CALIFICACIÓN:</b>	Fitch Ratings ha afirmado en AAA(col) la calificación de la Emisión de Bonos Ordinarios 2012 hasta por \$500.000 millones.
<b>REPRESENTANTE LEGAL DE TENEDORES DE BONOS</b>	Helm Fiduciaria S.A.

## ENTIDAD EMISORA

La empresa Gas Natural S.A., se constituyó en Bogotá el 13 de abril de 1987 mediante la escritura pública número 1066 otorgada en la Notaria 23 del Círculo de Bogotá, con el objetivo de comprar, almacenar, envasar, transportar, distribuir, comercializar y vender gas natural o cualquier otro combustible así como para construir redes y obras necesarias para el transporte y distribución de gas. Al momento de su fundación su principal accionista fue Ecopetrol, quien participó en ese entonces con el 42% de las acciones mientras que la participación restante estaba en cabeza de empresas distribuidoras de gas (propano) que representaban individualmente entre el 5% y el 6% del capital inicial de la compañía.<sup>1</sup>

Gas Natural S.A. E.S.P. opera en un mercado regulado, lo que se traduce en una alta predictibilidad de sus ingresos y una baja exposición a riesgos volumétricos. La empresa deriva el 52%

de sus ingresos del sector regulado, que se caracteriza por un consumo estable. A pesar de la madurez del mercado que atiende, donde alcanza niveles de saturación cercanos al 93%, la empresa continúa incorporando usuarios, aunque a un ritmo moderado. Así, durante 2012, logró la incorporación de 77 mil usuarios para el sector doméstico/comercial, llegando así a un total de 1'842.492 usuarios, para a un crecimiento de 4,5% con respecto al año 2011. Igualmente, para los próximos años Gas Natural espera anexar usuarios en cerca de 21 municipios de Cundinamarca y Boyacá a través de gasoductos virtuales.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Tomado del Prospecto Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios

---

<sup>2</sup> Tomado del Informe de la Calificadora

## DATOS RELEVANTES

**CALIFICACIÓN:** El día 20 de agosto de 2015, Fitch Ratings ha afirmado las calificaciones nacionales de largo plazo y corto plazo de Gas Natural S.A. E.S.P (Gas Natural) en 'AAA(col)' y 'F1+(col)', respectivamente. La Perspectiva es Estable. **Asimismo, ha afirmado la calificación de la emisión de Bonos Ordinarios hasta por COP500.000 millones en 'AAA(col)'.**

## FACTORES CLAVE DE LAS CALIFICACIONES

La calificación está soportada en la firmeza y predictibilidad del flujo de ingresos derivado de la madurez del mercado atendido por la empresa y de la naturaleza regulada del negocio que opera. Asimismo, incorpora la sólida estructura de capital soportada en un bajo apalancamiento y vencimientos de deuda de largo plazo. Igualmente, contempla el sostenimiento de una generación operativa robusta, aun cuando sus márgenes de rentabilidad se prevén decrecientes. La calificación

considera una moderada exposición a riesgos regulatorios y de suministro.

## Negocio Maduro con Crecimientos Moderados

Gas Natural S.A. E.S.P. opera en un mercado regulado, que deriva en una alta predictibilidad de sus ingresos y en una baja exposición a riesgos volumétricos. La compañía opera en un mercado maduro que alcanza niveles de saturación cercanos al 94% y una moderada incorporación de nuevos usuarios. En el último año, acorde con su estrategia, la compañía incrementó de manera importante sus ingresos no regulados, que a la fecha representan cerca del 70% de sus ingresos totales. Si bien lo anterior supone un cambio importante su mezcla de ingresos, el 95% de estos están respaldados por contratos en firme con vencimientos de mediano plazo que, junto con una importante base de clientes regulados, continúa brindando firmeza a sus ingresos.

### Generación Operativa Robusta

Con la entrada en vigencia del nuevo periodo regulado de tarifas, Fitch espera una reducción en los márgenes de rentabilidad operativa que se explica por la madurez alcanzada por el mercado y que deriva en un menor cargo de distribución en la tarifa aplicada a los usuarios del mercado regulado. Fitch estima que el margen EBITDA estará en un rango entre 16% a 18%, el cual no deberá comprometer la generación de caja operativa en términos absolutos.

El FCO ha sido suficiente para cubrir ampliamente sus moderadas necesidades de inversión de capital y mantener una política de dividendos elevada, para un margen de flujo de caja libre (FCL) cercano al 3%. Fitch, en su escenario de proyección, no contempla inversiones de capital significativas de manera que espera que el FCL sea positivo. En los siguientes años, no se descarta la ejecución de inversiones en confiabilidad, que de realizarse bajo las condiciones inicialmente conocidas por esta agencia, llevarían a que el FCL sea

de neutral a negativo durante los dos años de ejecución del proyecto.

### Perfil Crediticio Robusto

El nivel de apalancamiento de la empresa, medido como la relación de deuda total a EBITDA y de deuda total al flujo generado por las operaciones (FGO), ha sido en promedio inferior a una vez en los últimos cinco años, con coberturas de EBITDA a intereses y FGO a intereses holgadas superiores a las 19x. A futuro, Fitch no anticipa un incremento en la deuda dadas las necesidades de inversión del empresa, con lo que se espera que el apalancamiento se mantenga en niveles moderados, alcanzando un máximo de 1,2 veces, teniendo en cuenta las reducciones en rentabilidad que son el resultado de la nueva regulación tarifaria.

### Sólida Posición de Liquidez

La posición de liquidez de esta compañía históricamente ha sido sólida, soportada en su capacidad de generación de flujos operativos, en su bajo apalancamiento y

en su perfil de vencimientos de deuda de largo plazo. La próxima amortización importante de deuda está proyectada para el año 2017, con el vencimiento de bonos ordinarios por \$100 mil millones.

### Riesgos Regulatorios y de Suministro Moderados

La exposición de Gas Natural ante eventuales riesgos de suministro es moderada. Durante 2013, la compañía renegoció sus contratos de suministro de gas con plazos de vencimiento hasta de 5 años. Igualmente, la normatividad busca garantizar el abastecimiento de los mercados esenciales de gas que atiende Gas Natural, como son el mercado residencial, de pequeños comerciantes y el gas natural vehicular.

### SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

Fitch estima poco probable que la calificación de Gas Natural pueda bajar en los próximos 12 - 18 meses debido al robusto perfil financiero de la compañía. Entre los factores que individual o

colectivamente pudieran derivar en una acción negativa de calificación se encuentran:

- ✚ Incremento en las necesidades de inversión superiores a las contempladas financiadas principalmente con deuda.
- ✚ Una considerable disminución en su generación operativa.
- ✚ Métricas de apalancamiento sostenidamente superiores a 3,5 veces deuda a EBITDA.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Tomado del Informe de la calificadora de fecha 20 de agosto de 2015.

## ENTORNO ECONOMICO

### Economía Internacional

**Estados Unidos** mejoró la revisión de su PIB para el 1T15, pasando desde un -0,7% de la observación anterior a alinearse con el consenso del mercado en -0,2%. Este dato confirma el hecho de que los aún bajos precios del petróleo continúan afectando negativamente la inversión en el sector de hidrocarburos, así como la fortaleza del dólar restringe la capacidad de este país de exportar su mercancía competitivamente. El resultado estuvo jalonado por mayores gastos en consumo personal y en vivienda. Por su parte, la revisión del consumo doméstico sorprendió al alza favorablemente, ubicándose en 2,1% t/t, desde el anterior 1,8% t/t y superando las expectativas de 1,9% t/t.

**La tasa de desempleo** disminuyó, pasando del 5,5% observado en mayo a 5,3% para junio. La creación de nuevos empleos de mayo se ubicó en 223 mil, equivalente a una caída de 57 mil con respecto al dato revisado a la baja de abril, donde se crearon 280 mil nuevos empleos. Cabe resaltar que la revisión

del dato de mayo mostró una caída en la creación de empleo desde 280 mil hasta 254 mil.

**En el comunicado de la última reunión de la Reserva Federal –FED- de junio**, la Junta mantuvo su mandato de buscar un máximo empleo y una inflación estable. El Comité afirmó que para determinar cuánto tiempo más se deben mantener las tasas en sus mínimos se guiarán por el progreso alcanzado, con miras de lograr sus objetivos de máximo empleo y una inflación de 2%. También esperan que la inflación se mantenga cercana a sus niveles mínimos en el corto plazo, pero que comience a subir hacia su meta de 2% en el mediano plazo, mientras el mercado laboral continúe mejorando y el ruido generado por la caída en los precios del petróleo y en las importaciones desaparezca.

También afirmaron que una vez decidan comenzar a remover su estímulo monetario, necesitarán un acercamiento balanceado y consistente con sus metas de largo plazo. Actualmente, consideran que, aún después de que el empleo y la

inflación estén cerca de sus niveles deseados, las condiciones económicas podrían, durante algún tiempo, requerir que la tasa de interés se mantenga debajo de los niveles considerados como normales.

**Los precios del petróleo** tuvieron una leve caída durante junio, ubicándose en promedio en USD \$63,75/barril. Este dato es inferior en USD \$1,86/barril frente al de mayo de USD \$65,61/barril. Además, el precio de este commodity continúa por debajo del precio promedio observado de todo 2014, USD \$99,45/barril.

**La Unión Europea** tuvo su atención concentrada durante junio en el desarrollo de las conversaciones entre Grecia y el Eurogrupo, dadas las amenazas de un impago del país heleno al FMI y sus otros acreedores. La situación se ha convertido en un duelo de posturas políticas encontradas, donde el primer ministro griego Tsipras no quiere ceder ante los pedidos realizados por la Troika, con miras a que Grecia pueda obtener ayuda para cumplir con sus obligaciones. Es importante resaltar

que Grecia ya entró en moratoria con el pago de EUR1.500 millones que debía realizarle al FMI a finales de junio. Por otro lado, el programa de expansión cuantitativa desarrollado por el BCE alcanzó un total de compras de EUR 58.069mn en junio, mientras que en mayo habían totalizado EUR 63.100mn. De esta manera, se siguen viendo los resultados exitosos en el desarrollo de dicho programa, mientras la fuente de volatilidad se concentra en Grecia.

### **Economía Local**

**La tasa de desempleo** total nacional en el trimestre móvil marzo – mayo fue de 9,1%, inferior a la observada un año atrás (9,2%). El total de personas ocupadas alcanzó los 21,9 millones, lo que equivale a 484 mil personas ocupadas más frente al año anterior. Los empleados particulares aumentaron anualmente en 4,6%, mientras que los empleados por cuenta propia crecieron un 2,3%. El desempleo continúa descendiendo, mostrando dinamismo en el mercado laboral y soportando el consumo doméstico.

**La inflación de junio** presentó una variación mensual de 0,10%, 0,01% por encima de la observada en junio de 2014 (0,09%). La inflación 12 meses se situó en 4,42%, superior a la del año anterior (2,79%) y por encima de la cota superior del rango meta de 4,0% establecido por el Banco de la República.

**La inflación sin alimentos** o básica se mantuvo en 3,72% en su medida anual. Por su parte, la de transables aumentó 10 puntos básicos, desde 3,74% a 4,17%. A su vez, la inflación de no transables aumentó desde 3,83% a 3,98%.

**La tasa de cambio** siguió subiendo durante junio, cerrando sobre USDCOP \$ 2.585,11, equivalente a una subida de COP \$ 51,32 frente al cierre de mayo (USDCOP \$ 2.533,79). Este movimiento representa una depreciación mensual de 2,03% del peso frente al dólar, equivalente a un movimiento año corrido de 8,05%.

El Banco de la República mantuvo nuevamente **la tasa de interés de política monetaria** estable en 4,50% en

su reunión de junio. El Emisor tuvo en cuenta el proceso de ajuste que experimenta la economía colombiana y que espera continúe, dada la moderación del crecimiento del gasto interno, los efectos de la depreciación real del peso y la caída de ciertos precios internacionales. En adición a lo anterior, la Junta está a la expectativa de que, a futuro, la inversión se modere, a pesar del comportamiento aún dinámico de las obras civiles. Además, esperan que la devaluación del peso traiga consigo efectos positivos sobre los sectores exportadores y que compiten con las importaciones. A su vez, la Junta afirma que La desaceleración de la inflación se explicó por el menor ritmo de aumento en los precios de los alimentos. La Junta reafirmó su compromiso de mantener la inflación y sus expectativas ancladas en la meta.

**Otras tasas de interés de referencia** tuvieron una tendencia más bajista durante junio: la DTF a 90 días retrocedió 12 puntos básicos para cerrar el mes en 4,28% E.A. La IBR terminó junio sobre 4,36%, subiendo levemente desde el 4,35% observado en mayo.

**La curva de rendimientos de los TES tasa fija** continuó mostrando desvalorizaciones generalizadas en sus títulos durante junio, con un aumento intermensual de 45 puntos básicos en su empinamiento. Solo las referencias de la parte corta presentaron valorizaciones durante junio, con los oct/15 cayendo 5 puntos básicos y los jun/16 retrocediendo 12 puntos básicos. Por su parte, el título con vencimiento en 2024 cerró el mes en 7,22%, aumentando 33 puntos básicos en su rendimiento durante junio.

**El índice COLCAP** fue el segundo índice latinoamericano que más subió, ganando 1,89% m/m y cerrando el mes en 1.331,35 unidades. El índice estuvo jalonado principalmente por Preferencial Davivienda (6,45% m/m), Preferencial Bancolombia (7,72% m/m), Preferencial Grupo Sura (9,77% m/m) y Grupo Argos (4,55% m/m). En contraste, la acción que presentó la mayor caída fue Pacific Rubiales, retrocediendo -19,82% m/m y -34,90% a/c. Este comportamiento observado en Pacific Rubiales está explicado por la incertidumbre existente con respecto a que la empresa pueda

ser adquirida en su totalidad por inversionistas extranjeros.

El comportamiento del COLCAP durante junio se vio influenciado por el entorno internacional, dado el comportamiento alcista de la tasa de cambio y de los bonos del tesoro de Estados Unidos, en conjunto con la incertidumbre anteriormente comentada en el frente europeo y en contraste con un precio del petróleo volátil y con sesgo a la baja, que afecta a su vez el desempeño de los sectores de hidrocarburos y minería.

## SITUACIÓN FINANCIERA

**ACTIVO:** Al finalizar el primer trimestre de 2015 el total de activos de Gas Natural S.A. E.S.P. asciende a \$993,734 Millones de Pesos.

**PASIVO:** Al finalizar el primer trimestre de 2015 el total de pasivos de Gas Natural S.A. E.S.P. asciende a \$679,395 Millones de Pesos.

**PATRIMONIO:** Al finalizar el primer trimestre de 2015 el total del patrimonio de Gas Natural S.A. E.S.P. asciende a \$314,339 Millones de Pesos.

**UTILIDAD:** Al finalizar el primer trimestre de 2015 el total de la utilidad de Gas Natural S.A. E.S.P. asciende a \$59,554 Millones de Pesos.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Tomado de la página de la Superintendencia Financiera de Colombia.

## CONCLUSIONES

Helm Fiduciaria S.A. en su calidad de Representante Legal de Tenedor de Bonos Ordinados emitidos por Gas Natural S.A. E.S.P., considera que las cifras presentadas a corte marzo de 2015 y la evolución de sus resultados semestrales, demuestran la solidez y respaldo necesario por parte del Emisor para continuar con el desarrollo y ejecución de su objeto social.

En la actualidad no prevemos ningún factor que comprometa de manera significativa ó relevante la solvencia del Emisor para cumplir con las obligaciones adquiridas de cara a la emisión de Bonos Ordinarios.

## FUENTES

- Superintendencia Financiera de Colombia.
- Gas Natural S.A. E.S.P.
- Fitch Ratings

**NOTA:** Para efectos de una mayor información sobre el objeto del presente informe consultar las siguientes direcciones en internet:

- <http://www.superfinanciera.gov.co/>
- <http://www.fitchratings.com.co/>
- <http://www.gasnaturalfenosa.com.co/>