



GAS NATURAL SDG, S.A.

GAS NATURAL SDG, S.A. (**Gas Natural Fenosa**) en cumplimiento de lo establecido en el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, mediante el presente escrito comunica a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, lo siguiente,

INFORMACIÓN RELEVANTE

Que en el día de hoy, el Consejo de Administración de Gas Natural Fenosa ha acordado autorizar la realización por su filial íntegramente participada, Unión Fenosa Financial Services USA, LLC (**Unión Fenosa FSU**), de una oferta de compra (la **Oferta de Compra**) de participaciones preferentes (*preferred capital securities*) perpetuas de Unión Fenosa FSU, emitidas el 20 de mayo de 2003 por un importe nominal agregado de 609.244.650 euros y cotizadas en el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) a través del Mercado AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros) de Renta Fija con el código ISIN USU90716AA64 (las **Participaciones Preferentes**); todo ello en los términos y condiciones que se expresan a continuación:

- (a) **Destinatarios.** La Oferta de Compra se destina a todos los titulares de Participaciones Preferentes excepto aquéllos que se encuentren o residan en los Estados Unidos de América o en una jurisdicción donde la participación en la Oferta de Compra esté restringida.
- (b) **Precio de compra.** Unión Fenosa FSU ofrece la compra de las Participaciones Preferentes al 93% de su valor nominal, esto es, a 23,25€ por Participación Preferente. Solventis, en calidad de experto independiente, ha emitido un informe de fecha 5 de abril de 2013 sobre la razonabilidad del precio ofrecido por Unión Fenosa FSU en la Oferta de Compra. En dicho informe, el experto independiente concluye que el valor razonable de la emisión se sitúa en un precio ex-cupón de 85,87%. Se adjunta como anexo copia del mencionado informe.
- (c) **Forma de pago.** El precio de compra será abonado mediante un pago único en efectivo en la fecha de liquidación de la Oferta de Compra (en el calendario inicialmente previsto, el día 20 de mayo de 2013 o, en caso de que el periodo de aceptación se redujera o extendiera, en el plazo de 4 días

naturales a contar desde la finalización del periodo de aceptación) (la **Fecha de Liquidación**).

- (d) *Dividendo.* Las Participaciones Preferentes adquiridas en la Oferta de Compra recibirán el dividendo devengado y no pagado desde la última fecha de pago de dividendo (según la misma viene establecida en el folleto de emisión) hasta la correspondiente Fecha de Liquidación, redondeado por exceso o por defecto al céntimo de euro más próximo. Dicho importe no formará parte del precio de compra ofrecido a los titulares de las Participaciones Preferentes.
- (e) *Período de aceptación.* El período de aceptación de la Oferta de Compra comenzará a las 8:30 horas de Madrid del día 17 de abril de 2013 y finalizará a las 14:00 horas de Madrid del día 16 de mayo de 2013, ambos inclusive (dentro del horario que tengan establecido las correspondientes entidades depositarias ante las que se tramite la aceptación). Unión Fenosa FSU podrá dar por finalizado el período de aceptación si con anterioridad a su finalización se hubiesen recibido órdenes de aceptación por la totalidad de las Participaciones Preferentes a las que se dirige la Oferta de Compra, comunicando dicha circunstancia a la CNMV a través de la publicación del oportuno hecho relevante. Unión Fenosa FSU podrá asimismo decidir, extender la duración del período de aceptación, con anterioridad a su finalización, en una o más ocasiones, por un plazo máximo para el conjunto de las eventuales extensiones de 15 días naturales, hecho que, de producirse, deberá ser comunicado mediante el oportuno Hecho Relevante.
- (f) *Forma de aceptación.* Una vez iniciado el Periodo de Aceptación, Santander Investment, S.A., como entidad agente de la Oferta de Compra por cuenta de Unión Fenosa FSU (la **Entidad Agente**), remitirá a través de Iberclear las instrucciones operativas a las entidades participantes de Iberclear en las que los titulares de Participaciones Preferentes tengan constituidos los depósitos de las Participaciones Preferentes con indicación de los plazos, procedimientos y formatos a los que se debe de ajustar la comunicación de la información relativa a la Oferta de Compra.

Durante el periodo de aceptación, podrán acudir a la Oferta de Compra los titulares de Participaciones Preferentes actualmente en circulación (excluyendo aquellas de las que el grupo sea titular) que, al tiempo de formalización de su aceptación, aparezcan legitimados como tales en los registros contables de Iberclear y sus entidades participantes. La comprobación de la titularidad de las Participaciones Preferentes deberá realizarla la entidad participante depositaria en el momento de la aceptación de la Oferta de Compra.

Para aceptar la Oferta de Compra, los titulares de las Participaciones Preferentes deberán dirigirse a la entidad participante en Iberclear en la que las tengan depositadas, indicando su voluntad de aceptar la Oferta de

Compra y, en consecuencia, de vender sus Participaciones Preferentes. La aceptación de la Oferta de Compra será irrevocable.

En el supuesto de que existan varios titulares en relación con las mismas Participaciones Preferentes, para acudir a la Oferta de Compra será necesario que la orden de aceptación sea suscrita por todos los titulares.

La declaración de aceptación de la Oferta de Compra implicará automáticamente el consentimiento del aceptante para que la referida entidad participante gestione con la Entidad Agente la venta de las Participaciones Preferentes en los términos de la Oferta de Compra. La ejecución de la orden de aceptación se realizará en la cuenta de custodia y administración de valores abierta a nombre del ordenante en la correspondiente entidad participante en la que se encuentren depositadas las Participaciones Preferentes, de acuerdo con los procedimientos internos de las entidades participantes. No se repercutirán gastos de intermediación y liquidación de la Oferta de Compra, sin perjuicio de los gastos y comisiones que puedan resultar aplicables por encontrarse previstos expresamente en los folletos de tarifas, de las entidades participantes en las que los aceptantes de la Oferta de Compra tengan depositadas sus Participaciones Preferentes y a través de las cuales tramiten su aceptación.

No se aceptará ninguna orden que no posea todos los datos identificativos del aceptante que vengan exigidos por la legislación vigente para este tipo de operaciones (nombre y apellidos o denominación social, domicilio, NIF o número de tarjeta de residencia tratándose de extranjeros con residencia en España o, en el caso de tratarse de no residentes en España que no dispongan de NIE, número de pasaporte y nacionalidad). En las órdenes formuladas por menores de edad o cualesquiera otras personas privadas de su capacidad de obrar deberán recogerse además los datos identificativos, incluyendo el NIF, de su representante legal.

Las entidades participantes no admitirán ninguna orden de aceptación en los supuestos en los que exista alguna carga, embargo, gravamen o derecho de terceros sobre las Participaciones Preferentes que limiten su libre transmisibilidad, salvo previo levantamiento de la carga, embargo, gravamen o derecho de terceros de que se trate. Las entidades participantes responderán, de acuerdo con sus registros, de la titularidad y tenencia de las Participaciones Preferentes a las que se refieran las órdenes que tramiten, así como de la inexistencia de inscripciones de cargas, embargos, gravámenes o derechos de terceros que limiten su libre transmisibilidad.

Las entidades participantes deberán proceder a comunicar a la Entidad Agente el volumen total de Participaciones Preferentes que han aceptado la Oferta de Compra y remitir la información necesaria en la forma y plazos establecidos por la Entidad Agente en la correspondiente instrucción operativa. El incumplimiento por parte de las entidades participantes de lo establecido en dichas instrucciones operativas y las responsabilidades que

de dicho incumplimiento se deriven serán imputables únicamente a la entidad participante responsable del envío.

La Entidad Agente podrá no admitir aquellas comunicaciones de las Entidades Participantes que hayan sido transmitidas en fecha u hora posterior a la señalada, o las que no cumplan cualesquiera de los requisitos que para las mismas se exigen en las instrucciones operativas emitidas o en la legislación vigente, sin responsabilidad alguna por su parte y sin perjuicio de la eventual responsabilidad en la que pudiera incurrir la entidad participante infractora ante los titulares de las órdenes presentadas en plazo ante dicha entidad. Una vez finalizado el Periodo de Aceptación, el resultado de la Oferta de Compra será comunicado por la Entidad Agente a Unión Fenosa FSU de acuerdo con la información recibida de las Entidades Participantes en Iberclear, y por Unión Fenosa FSU a la Comisión Nacional del Mercado de Valores mediante el correspondiente Hecho Relevante.

- (g) *Revocación o cancelación de la Oferta de Compra.* Unión Fenosa FSU se reserva expresamente el derecho a desistir, posponer, aplazar o suspender temporal o indefinidamente la Oferta de Compra, en cualquier momento previo a la Fecha de Liquidación, en el supuesto de que concurrieran circunstancias de fuerza mayor o alteraciones extraordinarias de las condiciones de mercado, o ante cambios o alteraciones sustanciales en la situación política, económica o financiera nacional o internacional.
- (h) *Destino de las Participaciones Preferentes.* Unión Fenosa FSU destinará los títulos adquiridos a su amortización.

Una vez que Unión Fenosa FSU apruebe la Oferta de Compra de las Participaciones Preferentes, se comunicará al mercado mediante la publicación del oportuno Hecho Relevante.

En Barcelona, a 16 de abril de 2013

Advertencia legal

La Oferta de Compra no se realiza ni se realizará, ni directa ni indirectamente, en o dentro de los Estados Unidos de América, ya sea mediante la utilización de correo o de cualesquiera otros medios o instrumentos (incluyendo sin limitación transmisiones por fax, teléfono e internet), o por medio de comercio interestatal o extranjero, o a través de las facilidades de una bolsa de valores estadounidense; sin que por tanto la Oferta de Compra pueda ser aceptada desde los Estados Unidos de América, ni mediante ninguno de los instrumentos, medios o facilidades antes mencionados. En consecuencia, ninguna copia de este hecho relevante puede ser, ni debe ser, enviada por correo o enviada, reenviada o distribuida por cualquier otro medio a, o dentro de, los Estados Unidos de América; por lo que las personas que accedan a, o reciban copia de, este hecho relevante deben abstenerse de enviarlo por correo o enviarlo, reenviarlo o distribuirlo por cualquier otro medio a, o dentro de, los Estados Unidos de América. El incumplimiento de esta limitación puede invalidar cualquier aceptación de la Oferta de Compra obtenida de esta forma.



**INFORME DE VALORACIÓN DE
PARTICIPACIONES PREFERENTES DE GAS NATURAL**

Valorador: **solventis**

Fecha Informe: **5 de Abril de 2013**

Índice	Pág.
1.- INTRODUCCIÓN	2
A. Objeto del Informe.....	2
B. Capacidad e Independencia de Solventis.....	2
2.- DESCRIPCIÓN DEL GARANTE	3
A. Grupo Gas Natural Fenosa.....	3
B. Calidad Crediticia.....	10
C. Emisiones vivas de Gas Natural	11
3.- DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN	13
A. Características.....	13
B. Principales Factores de Riesgo.	14
4.- ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN DE MERCADO: TIPOS DE EMISIONES Y COMPARABLES	16
A. Tipos de Emisiones.	16
B. Procedimiento Establecido para la Determinación del Valor Razonable de la emisión de Participaciones Preferentes USU90716AA64.....	18
C. Mercado Secundario de Bonos Simples.	19
D. Mercado Secundario de Participaciones Preferentes.....	21
E. Resumen.....	23
5.- VALOR RAZONABLE DE LA EMISIÓN	24
6.- CONCLUSIONES	25
ANEXO 1: MÉTODOS DE VALORACIÓN.....	26
- Modelo de Hull & White	28
- Proceso de Calibración del Modelo de Hull & White	29
ANEXO 2: DATOS DE MERCADO UTILIZADOS.....	31

1.- INTRODUCCIÓN

El presente informe ha sido elaborado por Solventis a petición de Gas Natural SDG S.A. (en adelante Gas Natural), a partir de la información suministrada por la propia entidad y de la información pública observable en las principales plataformas de datos de mercado (Bloomberg, Reuters, Tradeweb) y de la información registrada en la CNMV (Folleto de Emisión de Participaciones Preferentes registrado el 11 de abril de 2003). Los datos de mercado utilizados para este análisis han sido observados con fecha 3 de Abril de 2013.

A. Objeto del Informe.

El objetivo de este documento es determinar el valor razonable de la emisión de Participaciones Preferentes de Unión Fenosa Financial Services USA LLC con código ISIN USU90716AA64 en base a las condiciones de mercado existentes en los mercados mayoristas de renta fija.

En base a esta valoración, es también objeto del informe determinar si las condiciones de recompra en efectivo por parte del emisor pueden suponer una mejora objetiva para los actuales tenedores de la emisión. Conforme a la información proporcionada por Gas Natural a Solventis, la oferta de recompra se realizará a un precio de 93% (precio ex-cupón) y su pago se realizará en efectivo.

En ningún caso, este informe pretende reflejar opinión alguna sobre la conveniencia de operar en alguno de los instrumentos financieros objeto del presente informe o sobre sus riesgos asociados.

Solventis no se hace responsable de ninguna pérdida financiera, ni de las decisiones que pueda adoptar un tercero sobre la información contenida en el presente informe.

B. Capacidad e Independencia de Solventis.

Solventis es una empresa con amplia experiencia en la prestación de servicios de Consultoría Financiera y que cuenta con personal con suficiente formación técnica y capacidad profesional para la elaboración del presente informe.

Solventis actúa de forma independiente, no ostentando más vínculos profesionales con Gas Natural que los necesarios para el desarrollo del presente informe. Así, afirmamos que:

- Solventis o sus empleados no ostentan cargos directivos o de administrador en Gas Natural.
- Solventis no mantiene una vinculación financiera o patrimonial con Gas Natural.
- No existen vínculos de consanguinidad o afinidad hasta el segundo grado, con los empresarios, directivos o administradores de Gas Natural.

2.- DESCRIPCIÓN DEL GARANTE

La Sociedad emisora de las Participaciones Preferentes es Unión Fenosa Financial Services USA LLC, no obstante, dado que el garante de la emisión es Gas Natural SDG S.A., procederemos a continuación a analizar el Balance, Cuenta de Resultados y principales Ratios Financieros de Gas Natural SDG S.A. y sus sociedades dependientes que conforman el grupo consolidado (en adelante Grupo Gas Natural Fenosa).

A. Grupo Gas Natural Fenosa.

Gas Natural SDG, S.A. es una sociedad anónima constituida en 1843 y que tiene su domicilio social en Plaça del Gas, número 1, de Barcelona. Junto con sus sociedades dependientes conforma el Grupo Gas Natural Fenosa, que tiene por objeto principal las actividades de exploración y producción, licuefacción, regasificación, transporte, almacenamiento, distribución y comercialización de gas, así como las actividades de generación, distribución y comercialización de electricidad.

Grupo Gas Natural Fenosa opera principalmente en España y fuera del territorio español, principalmente en Latinoamérica así como en el resto de Europa (Francia, Italia y Moldavia) y África.

Un detalle del Balance de Situación consolidado del Grupo Gas Natural Fenosa a cierre del ejercicio 2011 y 2012 se presenta en los siguientes cuadros:

Cuadro 1: Activo Consolidado del Grupo Gas Natural Fenosa (2011 y 2012)

En millones de euros	31/12/2011	31/12/2012
ACTIVO NO CORRIENTE	35.922	35.191
Inmovilizado intangible	11.080	10.764
<i>Fondo de Comercio</i>	5.876	5.837
<i>Otro Inmovilizado intangible</i>	5.204	4.927
Inmovilizado material	22.744	22.308
Inversiones contabilizadas por el método de la participación	99	100
Activos financieros no corrientes	1.024	983
Activos por Impuesto diferido	975	1.036
ACTIVO CORRIENTE	10.580	11.696
Activos no corrientes mantenidos para la venta	23	-
Existencias	879	897
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	5.192	5.106
<i>Cientes por ventas y prestaciones de servicios</i>	4.577	4.557
<i>Otros deudores</i>	497	453
<i>Activos por impuesto corriente</i>	118	96
Otros activos financieros corrientes	1.388	1.259
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	3.098	4.434
TOTAL ACTIVO	46.502	46.887

Cuadro 2: Pasivo Consolidado Grupo Gas Natural Fenosa (2011 y 2012)

En millones de euros	31/12/2011	31/12/2012
PATRIMONIO NETO	14.441	14.879
Capital	992	1.001
Prima de emisión	3.808	3.808
Reservas	6.900	7.402
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	1.325	1.441
Dividendo a cuenta	- 360	391
Ajustes por cambios de valor	127	-
<i>Operaciones de cobertura</i>	-8	-19
<i>Diferencias de conversión</i>	135	19
Intereses minoritarios	1.649	1.618
PASIVO NO CORRIENTE	23.729	24.111
Ingresos diferidos	803	878
Provisiones no corrientes	1.712	1.665
Pasivos financieros no corrientes	17.539	18.046
<i>Deudas con entidades de crédito y obligaciones</i>	17.209	17.815
<i>Otros pasivos financieros</i>	330	231
Pasivo por impuesto diferido	2.642	2.688
Otros pasivos no corrientes	1.033	834
PASIVO CORRIENTE	8.332	7.897
Pasivos vinc. con acts. no corrientes mantenidos para la venta	-	-
Provisiones corrientes	133	144
Pasivos financieros corrientes	2.853	2.386
<i>Deudas con entidades de crédito y obligaciones</i>	2.706	2.243
<i>Otros pasivos financieros</i>	147	143
Acreedores Comerciales y otras cuentas a pagar	4.671	4.560
<i>Proveedores</i>	3.900	3.936
<i>Otros acreedores</i>	481	526
<i>Pasivos por impuesto corriente</i>	290	98
Otros pasivos corrientes	675	807
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	46.502	46.887

El volumen total del activo/pasivo se ha mantenido prácticamente estable en 2012 con respecto 2011, con un crecimiento del 0,8%. El incremento más significativo en las partidas de activo corresponde al epígrafe de efectivo y otros activos líquidos equivalentes, de 3.098 millones de euros en 2011 a 4.434 millones de euros en 2012.

Con respecto al pasivo no se han producido variaciones significativas en los epígrafes del pasivo.

El detalle de la Cuenta de Resultados Consolidada del Grupo Gas Natural Fenosa a cierre de los ejercicios 2011 y 2012, se presenta en el siguiente cuadro:

Cuadro 3: Cuenta de Resultados Consolidada Grupo Gas Natural Fenosa (2011 y 2012)

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2011	2012
Importe neto de la cifra de negocios	21.076	24.904
Aprovisionamientos	-14.074	-17.309
Otros ingresos de explotación	263	250
Gastos de personal	-858	-871
Otros gastos de explotación	-2.013	-2.163
Amortización del inmovilizado	-1.750	-1.798
Imputación de subvenciones de inmovilizado y otras	35	34
Otros resultados	268	20
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	2.947	3.067
Ingresos financieros	137	178
Gastos financieros	-1.073	-1.060
Variaciones de valor razonable en instrumentos financieros	2	15
Diferencias de cambio	0	-7
Resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	2	0
RESULTADO FINANCIERO	-932	-874
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación	7	10
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	2.022	2.203
Impuestos sobre beneficios	-496	-546
RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS	1.526	1.657
RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	1.526	1.657
Atribuible a:		
Sociedad dominante	1.325	1.441
Intereses minoritarios	201	216

A pesar de un entorno macroeconómico complejo el crecimiento de su actividad internacional ha permitido un crecimiento significativo. El beneficio neto del ejercicio 2012 aumenta en un 8,8% respecto al del año anterior, obteniéndose con una menor aportación de plusvalías por venta de activos y se sitúa en 1.441 millones de euros.

El EBITDA consolidado del año 2012 alcanza los 5.080 millones de euros y aumenta un 9,4% respecto al del año anterior, apoyado en la diversificación y contribución creciente del ámbito internacional y en el equilibrio aportado por el perfil de negocio que permite compensar el estancamiento de la contribución de los negocios regulados en España, condicionado por las desinversiones realizadas en 2011 y los impactos por el Real Decreto-ley 13/2012.

El siguiente cuadro muestra el detalle de los principales indicadores y ratios financieros:

Cuadro 4: Principales Indicadores y Ratios Financieros Grupo Gas Natural Fenosa

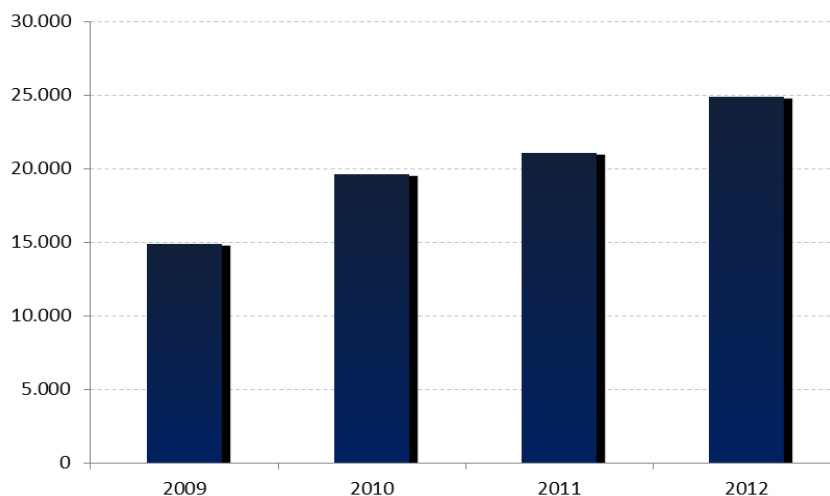
Indicadores de Solvencia	2011	2012	Var.
Deuda Financiera Neta	17.294	15.595	-9,8%
EBITDA	4.645	5.080	9,4%
Deuda Financiera sobre Activos	37,2%	33,3%	-10,6%
Deuda Financiera Neta sobre EBITDA	3,7	3,1	-17,5%
Deuda Financiera Neta sobre Patrimonio	119,8%	104,8%	-12,5%
Cobertura de intereses [EBITDA/(Gastos Financieros-Ingresos financieros)]	5,5	6,2	12,7%
Ratio de Liquidez [(Tesorería+Inversiones Financieras Temporales)/(Pasivo Circulante)]	53,8%	72,1%	33,9%
Beneficios Ordinarios sobre activos	3,3%	3,5%	7,7%

* Definición de cada uno de los ratios:

- Deuda Financiera: suma de todas las deudas financieras que tiene una empresa, tanto a corto plazo como a largo.
- Deuda Financiera Neta: resultado de restarle a la deuda financiera, los activos líquidos de la compañía.
- EBITDA (Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization): resultado bruto de explotación antes de deducir los costes financieros, los impuestos y las amortizaciones y/o provisiones.
- Deuda Financiera sobre Activos: resultado de dividir la deuda financiera entre el activo total de la empresa. Nos indica el porcentaje de apalancamiento financiero de la sociedad en relación con el total de su balance. Cuanto mayor sea el resultado del ratio, mayor será el apalancamiento financiero de la empresa.
- Deuda Financiera Neta sobre EBITDA: resultado de dividir la deuda financiera neta de la empresa entre su EBITDA. El resultado obtenido indica cuántas veces la deuda financiera es superior al EBITDA.
- Deuda Financiera neta sobre Patrimonio Neto: resultado de la división de la deuda financiera neta entre el patrimonio neto. El ratio nos indica cuántas veces es superior la deuda financiera neta respecto al patrimonio neto de la compañía. Cuanto menor es el ratio menor es el apalancamiento financiero de la empresa.
- Cobertura de Intereses: indica cuántas veces se pueden cubrir los costes financieros (entendidos como gastos financieros menos ingresos financieros) con el EBITDA de la empresa. Cuanto mayor sea el ratio mayor será la cobertura.
- Ratio Liquidez: indica la capacidad de la empresa para atender sus necesidades a corto plazo y se obtiene mediante la división de la parte más líquida del activo (tesorería e inversiones financieras temporales) entre el pasivo circulante. Cuanto mayor sea el ratio de liquidez mayor capacidad tendrá la empresa para atender sus compromisos a corto plazo.
- Beneficios Ordinarios sobre Activos: este cociente nos mide la rentabilidad de la empresa. Cuanto mayor sea este ratio mayor rentabilidad tendrá la compañía.

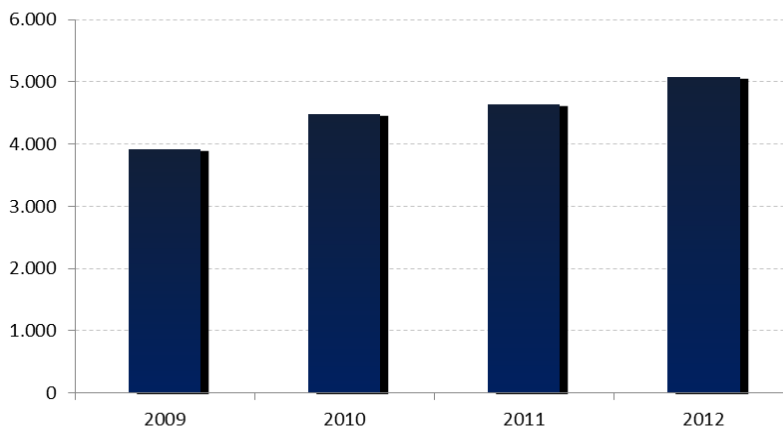
En los gráficos siguientes se recoge la evolución de las principales magnitudes y ratios financieros consolidados del Grupo Gas Natural Fenosa al objeto de complementar la información anteriormente reflejada:

Gráfico 1: Importe Neto Cifra de Ventas Grupo Gas Natural Fenosa en millones de euros (2009-2012):



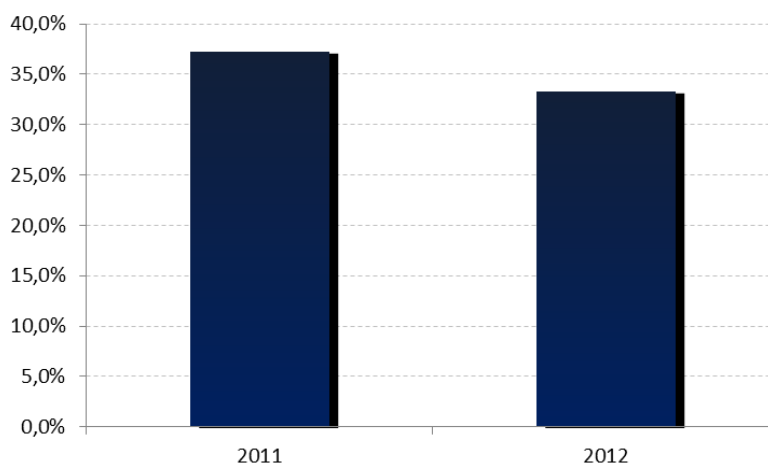
A pesar del entorno actual la cifra de negocios ha aumentado desde 2009 un 67%, desde los 14.873 millones de euros de 2009 hasta los 24.904 millones de euros en 2012.

Gráfico 2: EBITDA Grupo Gas Natural Fenosa en millones de euros (2009-2012):



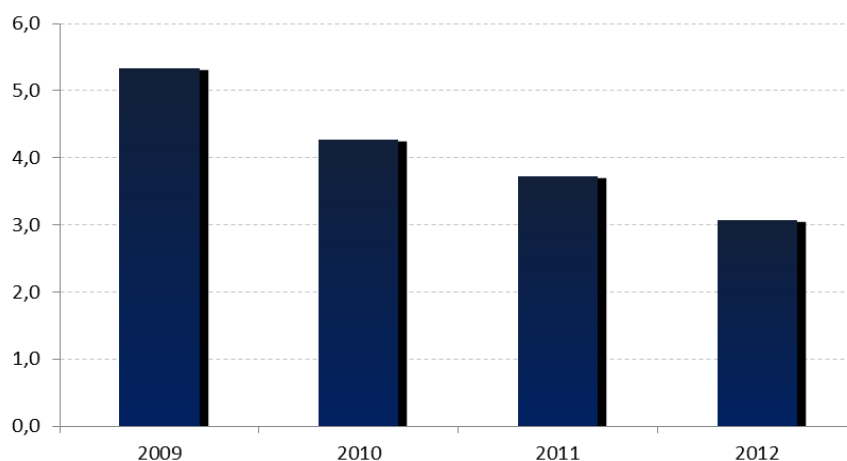
Al igual que las ventas la evolución del EBITDA ha sido creciente durante todo el período 2009-2012, aumentando desde los 3.923 millones de euros en 2009 hasta los 5.080 millones de euros en 2012, lo que supone un incremento del 29% desde 2009.

Gráfico 3: Deuda Financiera sobre Activos Grupo Gas Natural Fenosa (2011-2012)



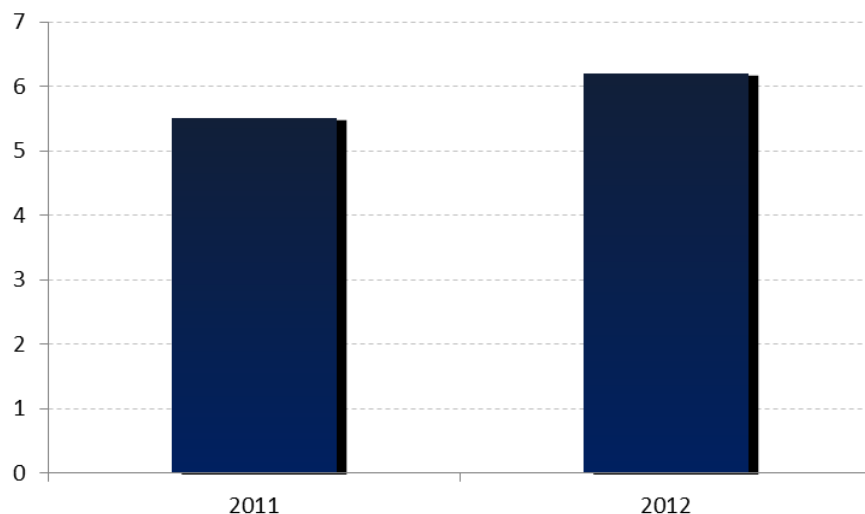
La positiva evolución de la actividad ha mejorado los ratios financieros del Grupo Gas Natural Fenosa, reduciendo la Deuda Financiera Neta sobre Activos de 37,2% en 2011 a 33,3% en 2012. Este descenso supone una reducción del porcentaje que representa la deuda dentro del balance.

Gráfico 4: Deuda Financiera Neta sobre EBITDA Grupo Gas Natural Fenosa (2009-2012)



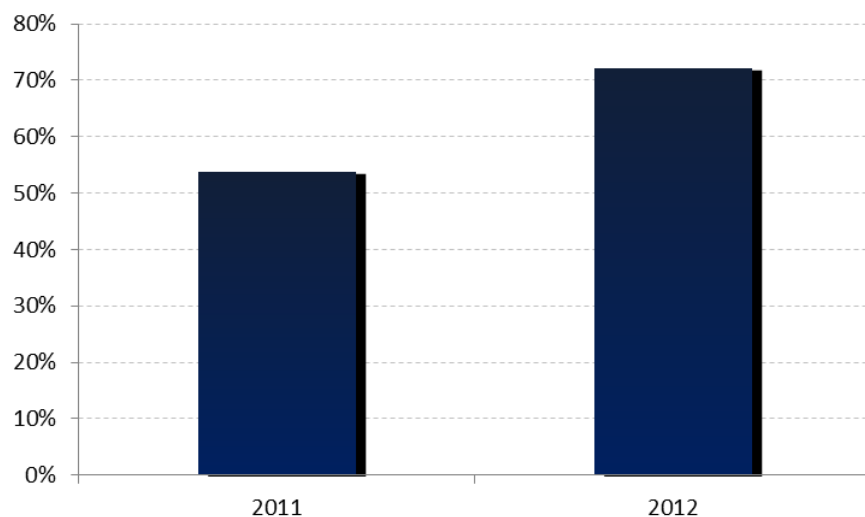
Igualmente, se ha producido mejora del ratio de la Deuda Financiera Neta sobre EBITDA, reduciendo el ratio de 5,3 veces en 2009 a 3,1 veces en 2012. Esta reducción se produce por el descenso de la Deuda Financiera Neta, que en 2009 ascendía a 20.916 millones de euros por los 15.595 millones de euros en 2012, así como un incremento del EBITDA, que en 2009 se situaba en 3.923 millones de euros y en 2012 ascendió a 5.080 millones de euros.

Gráfico 5: Cobertura de Intereses Grupo Gas Natural Fenosa (2011-2012):



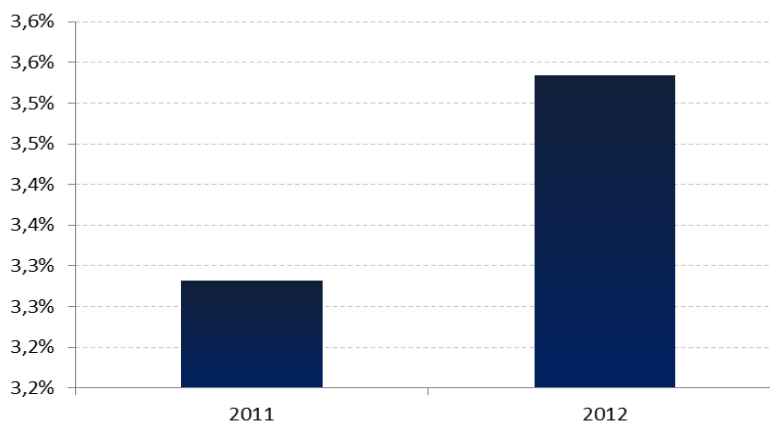
La cobertura de intereses mide la capacidad del EBITDA para cubrir los gastos financieros. El ratio implica las veces que se podría incrementar el resultado financiero (gastos financieros – ingresos financieros) que podría ser cubierto por el EBITDA, lo que implica que a mayor ratio mejor cobertura. Como se puede observar el ratio en 2012 se situó en 6,2, un 12,7% por encima del ratio del 2011 que se situó en 5,5.

Gráfico 6: Ratio de Liquidez Grupo Gas Natural Fenosa (2011-2012):



Este ratio que indica la capacidad de la empresa para atender sus necesidades a corto plazo ha mejorado respecto 2011, ascendiendo de 53,8% en 2011 a 72,1% en 2012.

Gráfico 7: Beneficios Ordinarios sobre Activos Grupo Gas Natural Fenosa (2011-2012)



En sintonía con el resto de ratios, la rentabilidad la empresa medida en base al beneficio ordinario sobre el activo ha mejorado del 3,3% en 2011 al 3,5% en 2012.

B. Calidad Crediticia.

El siguiente cuadro muestra las calificaciones crediticias de Gas Natural otorgadas por las principales agencias de rating:

Rating	Moody's	Fitch	S&P
Largo Plazo	Baa2	BBB+	BBB
Perspectiva	Negativa	Estable	Negativa
Corto Plazo	P-2	F-2	A-2
Fecha Revisión	31-dic-12	16-ene-13	17-dic-10

Estos niveles de rating sitúan a Gas Natural en una situación similar de calidad crediticia con respecto al resto de grandes empresas del sector y principales emisores corporativos no financieros españoles:

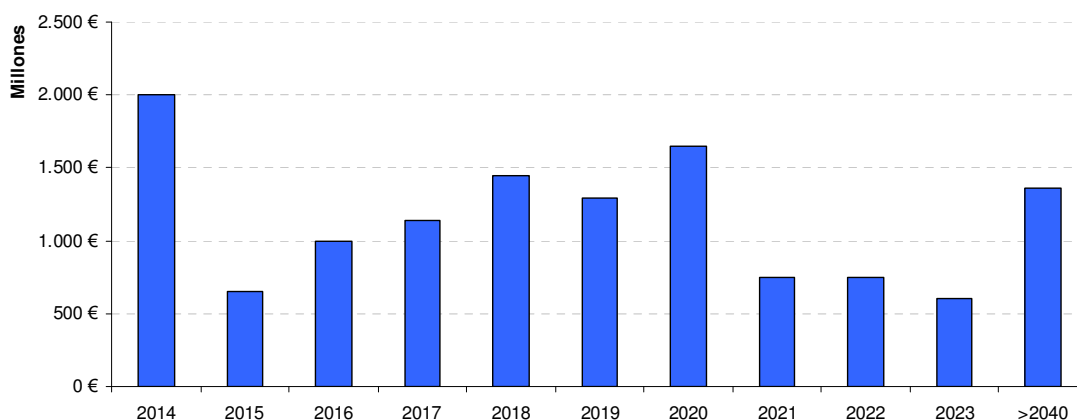
Cuadro 5: Rating Principales Entidades Sector Gas Natural y grandes emisores corporativos no financieros españoles

EMISOR	Moody's			Fitch			S&P		
	LP	Pers	CP	LP	Persp.	CP	LP	Persp.	CP
Iberdrola	Baa1	NEG	P-2	BBB+	NEG	F-2	BBB	EST	A-2
Gas Natural	Baa2	NEG	P-2	BBB+	EST	F-2	BBB	NEG	A-2
Telefónica	Baa2	NEG	P-2	BBB+	NEG	F-2	BBB	NEG	A-2
Endesa	n.d.	n.d.	P-2	BBB+	NEG	F-2	BBB+	NEG	A-2
Enagas	Baa3	NEG	P-3	A-	NEG	F-2	BBB	NEG	A-2
Red elec. Corp.	n.d.	n.d.	n.d.	A-	NEG	F-2	BBB	NEG	A-2
Repsol	Baa3	EST	n.d.	BBB-	EST	F-3	BBB-	EST	A-3

C. Emisiones vivas de Gas Natural.

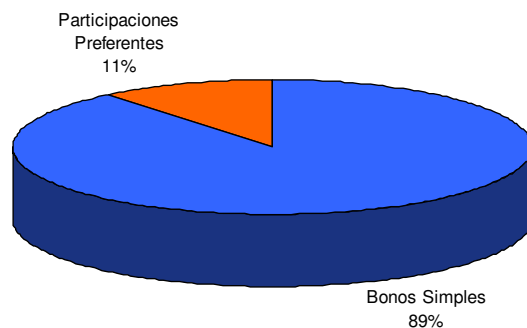
Gas Natural tiene actualmente una deuda emitida o garantizada por un valor nominal total entorno a los 12.643 millones de Euros. La estructura de vencimientos de estas emisiones son las que se recogen en el siguiente gráfico:

Gráfico 8: Vencimientos de Emisiones de Gas Natural (abr-13)



Fuente: Elaboración Propia

Gráfico 9: Saldo Vivo de Emisiones de Gas Natural por Tipología de Emisión (abr-13)



En las tablas siguientes, recogemos las principales referencias de renta fija emitidas o garantizadas por Gas Natural:

– Bonos y Obligaciones Senior:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón	Nominal (EUR)
XS0436905821	09-jul-09	09-jul-14	Fijo	5,250	2.000.000.000
XS0479542150	27-ene-10	27-ene-15	Fijo	3,375	650.000.000
XS0458748851	02-nov-09	02-nov-16	Fijo	4,375	1.000.000.000
XS0587411595	09-feb-11	09-feb-17	Fijo	5,625	600.000.000
XS0843300947	23-oct-12	24-abr-17	Fijo	4,125	500.000.000
COE05CB00015	24-oct-12	24-oct-17	Variable	COCPYOY + 322 pb	42.779.834

XS0479541699	27-ene-10	26-ene-18	Fijo	4,125	700.000.000
XS0741942576	13-feb-12	13-feb-18	Fijo	5,000	750.000.000
CH0204574914	08-feb-13	08-feb-19	Fijo	2,125	205.609.014
XS0627188468	24-may-11	24-may-19	Fijo	5,375	500.000.000
XS0436928872	09-jul-09	09-jul-19	Fijo	6,375	500.000.000
COE05CB00023	24-oct-12	24-oct-19	Variable	COCPIYOY + 334 pb	85.559.667
XS0829360923	25-sep-12	27-ene-20	Fijo	6,000	800.000.000
XS0479542580	27-ene-10	27-ene-20	Fijo	4,500	850.000.000
XS0458749826	02-nov-09	02-nov-21	Fijo	5,125	750.000.000
XS0914400246	11-abr-13	11-abr-22	Fijo	3,875	750.000.000
XS0875343757	17-ene-13	17-ene-23	Fijo	3,875	600.000.000
11.283.948.515					

– Participaciones Preferentes:

ISIN	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Cupón	Nominal (EUR)
USU90716AA64	20-may-03	Perpetua	Variable	EUR3M+25pb StepUp [4,184% - 6,823%]	609.244.650
XS0221627135	30-jun-05	Perpetua	Variable	EUR3M+165pb	750.000.000
1.359.244.650					

3.- DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN

A. Características.

Las características de la emisión de participaciones preferentes garantizadas por Gas Natural objeto de la oferta de recompra son las siguientes:

- Emisor: Unión Fenosa Financial Services USA LLC
- Código ISIN: USU90716AA64
- Rating del Emisor: Corto plazo: Moody's: P-2 | S&P: A-2 | Fitch: F2
Largo plazo: Moody's: Baa2 | S&P: BBB | Fitch: BBB+
- Rating de la Emisión: Moody's: n.d. | S&P: BB+ | Fitch: n.d.
- Garante: Gas Natural SDG S.A.
- Naturaleza de los Valores: Participaciones Preferentes
- Divisa de la Emisión: EUR
- Importe Nominal: 609 millones de euros
- Nominal Unitario: 25 EUR
- Fecha de Emisión: 20 de mayo del 2003
- Precio de Emisión: 100% (a la par)
- Tipo de Interés: Variable
- Cupón: Índice Euribor a 3 meses más un margen del 0,25%, hasta el 20 de mayo de 2013, con un tipo de interés mínimo del 4,184% y un tipo de interés máximo del 6,823%.
A partir del 20 de mayo de 2013 el cupón será el Índice Euribor a 3 meses más un margen del 3,941%.

La distribución de este cupón estará condicionada a la obtención de Beneficio Distribuible.
- Fechas de pago de los cupones: Los días 20 de los meses de febrero, mayo, agosto y noviembre de cada año durante la completa vigencia de la Emisión.
- Base Cálculo Intereses: 30/360
- Fecha de Vencimiento: Emisión perpetua, sin perjuicio de la opción de amortización anticipada para el Emisor.
- Sistema de Amortización: A la par al vencimiento de la emisión o en la fecha de amortización anticipada correspondiente.
- Amortización Anticipada: El Emisor podrá amortizar anticipadamente, en todo o en parte las Participaciones Preferentes emitidas, siempre que hayan

transcurrido 10 años desde la Fecha de Desembolso, reembolsando a su titular el valor nominal de cada participación preferente.

Este derecho lo tendrá exclusivamente el Emisor (no el inversor) y lo ejercerá a su propia conveniencia.

- Mercado de Cotización: AIAF Mercado de Renta Fija.
- Tenedores de la emisión: Público en general

Esta emisión de Participaciones Preferentes no tiene garantías reales ni de terceros. El capital y los intereses de las mismas están garantizados por el total del patrimonio de Gas Natural SDG S.A.

Esta emisión de Gas Natural SDG S.A. bajo su Garantía se sitúa, a efectos de prelación de créditos:

- Por delante de los accionistas ordinarios y de las obligaciones subordinadas convertibles de Gas Natural SDG S.A.
- *Pari Passu* con cualquier otra serie de participaciones preferentes emitidas o garantizadas por Gas Natural SDG S.A.
- Por detrás de todos los acreedores, comunes y subordinados simples o especiales de Gas Natural SDG S.A.

B. Principales Factores de Riesgo.

Los principales factores de riesgo que puedan afectar a esta emisión una vez haya sido emitida son los siguientes:

- Riesgo de Mercado:

La emisión se verá afectada, a lo largo de toda la vida del instrumento, a cambios en su valor de mercado como consecuencia de las variaciones de alguna de las siguientes variables de mercado:

→ **Spread crediticio** que el propio mercado asigne a este tipo de emisiones de Gas Natural. Si el mercado asigna un mayor riesgo crediticio a las emisiones de Gas Natural, el valor de mercado de este tipo de emisiones será menor. Si por el contrario, el riesgo crediticio de Gas Natural mejora, el valor de mercado de este tipo de emisiones será mayor.

→ **Tipos de interés**, si las curvas de tipos de interés son mayores, el valor de mercado de este tipo de emisiones será menor. Si por el contrario, las curvas de tipos de interés son menores, el valor de mercado de este tipo de emisiones será mayor.

- Riesgo de Variaciones en la Calidad Crediticia:

Habitualmente, la medición del riesgo de crédito de un emisor se basa en las calificaciones de “rating crediticio” otorgadas por diferentes “agencias de rating”.

Dado que, en esencia, el rating constituye una opinión de la agencia de calificación sobre la capacidad del pago de su deuda por un emisor, y que dicha opinión suele ser utilizada para determinar la bondad de una inversión, posibles cambios en las opiniones de la calificación crediticia de Gas Natural pueden influir en la percepción que haga el mercado del spread crediticio del emisor, por lo que una rebaja de la misma podría afectar de forma negativa a la cotización de este tipo de emisiones.

- Riesgo de Liquidez:

A pesar de que las Participaciones Preferentes están admitidas a negociación en el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) de AIAF, no queda completamente asegurada la existencia de un mercado secundario líquido sobre las mismas, lo que puede dificultar su venta por aquellos inversores que quieran desinvertir en un momento determinado.

Tal y como se ha comentado anteriormente, en el apartado siguiente se efectuará un análisis de los mercados para diferentes tipologías de emisiones al objeto de determinar los niveles razonables de valoración de la emisión de Participaciones Preferentes objeto de análisis del informe.

4.- ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN DE MERCADO: TIPOS DE EMISIONES Y COMPARABLES

A. Tipos de Emisiones.

Según el plazo de vencimiento y la tipología de emisión, los valores de renta fija suelen clasificarse en:

- Pagarés: son valores cupón cero emitidos al descuento. Son activos con rendimiento implícito, por lo que la rentabilidad del mismo se obtiene por la diferencia entre el precio de compra y el valor nominal del mismo. Son activos de corto plazo, y se suelen emitir a 3, 6, 9, 12 y 18 meses.
- Bonos simples: son valores emitidos normalmente con cupón explícito a plazos comprendidos entre los 2 y 5 años. Dicho cupón puede ser fijo o flotante (ligado a la evolución de un índice) y el emisor, se compromete a vencimiento a devolver el valor nominal del mismo.
- Obligaciones: son emisiones con características análogas a los bonos simples, pero vencimientos a plazos superiores.

Otros valores de renta fija son:

- Los Títulos Hipotecarios, que a su vez, se clasifican en:
 - Cédulas Hipotecarias: tienen como garantía especial la cartera de créditos hipotecarios de la entidad. Dichos activos pueden ser emitidos exclusivamente por Bancos, Cajas o Cooperativas de Crédito.
 - Bonos Hipotecarios: la garantía afecta sólo a los créditos hipotecarios específicamente relacionados, por escritura, con la emisión de dichos bonos.
 - Participaciones Hipotecarias: permiten participar en créditos hipotecarios concretos, asumiendo su riesgo de impago.
- Cédulas territoriales: instrumentos similares a las cédulas hipotecarias. Son valores de renta fija emitidos por las entidades de crédito, cuyo capital e intereses están garantizados por los préstamos y créditos concedidos por el emisor a las Administraciones públicas y organismos públicos.
- Deuda Subordinada Simple (Lower Tier II): la estructura económica de las obligaciones subordinadas es idéntica a de las obligaciones simples, la diferencia reside en su situación jurídica en caso de quiebra o procedimiento concursal del emisor. En aplicación de las reglas de prelación de créditos, las obligaciones subordinadas se sitúan detrás de los acreedores comunes.

- Deuda Subordinada Especial (Upper Tier II): la deuda subordinada especial presenta características diferentes de las anteriores. En primer lugar, pueden llegar a ser perpetuas (la entidad no está obligada a rembolsar nunca su principal). En segundo lugar, se prevé el diferimiento del pago de intereses en caso de pérdidas de la entidad. Por último, el inversor podría llegar a perder hasta el 100% del importe invertido, así como los intereses devengados y no pagados, si la entidad necesitara absorber pérdidas, una vez agotadas las reservas y los recursos asimilables al capital (como por ejemplo las participaciones preferentes).

En cuanto a la aplicación de las reglas de prelación de créditos, bajo un supuesto de procedimiento concursal o quiebra, las obligaciones subordinadas especiales se situarán detrás de las deudas subordinadas no calificadas como especiales, y delante de las participaciones preferentes.

- Participaciones Preferentes: emisiones subordinadas no acumulativas de carácter perpetuo (normalmente, incorporan un derecho de cancelación anticipada por parte del emisor). En caso de pérdidas de la Entidad no deberán proceder al pago de los intereses. El inversor podría llegar a perder hasta el 100% del importe invertido si la entidad necesitara absorber pérdidas, una vez agotadas las reservas en caso de liquidación o disolución del emisor.

En cuanto a la aplicación de las reglas de prelación de créditos, bajo un supuesto de procedimiento concursal o quiebra, las participaciones preferentes se situarán a la cola de los acreedores, aunque por encima de los bonos convertibles y/o canjeables y las acciones.

- Bonos convertibles y/o canjeables: confieren a sus tenedores el derecho a cambiarlos por acciones de la empresa en una fecha determinada. Pagan intereses mediante cupones periódicos hasta una fecha de conversión o de canje. Llegada esta fecha, si la conversión fuese voluntarias, el tenedor tiene la opción de:

→ Efectuar la conversión o canje, y recibir a cambio un cierto número de acciones por cada bono u obligación.

→ Mantener las obligaciones hasta la siguiente fecha de conversión o hasta su vencimiento.

Si la conversión fuese obligatoria, el tenedor se verá obligado siempre a convertir en acciones.

Canje y conversión son operaciones diferentes. En el canje, los bonos se cambian por acciones de la autocartera de la empresa. En la conversión, por acciones de nueva emisión.

B. Procedimiento Establecido para la Determinación del Valor Razonable de la emisión de Participaciones Preferentes USU90716AA64.

Al objeto de determinar el valor razonable de la emisión de Participaciones Preferentes con código ISIN USU90716AA64 en función de las condiciones de mercado existentes en los mercados mayoristas de renta fija, se han establecido los siguientes procedimientos:

1. Determinar los Mercados de Referencia:

- Objetivo: poder establecer la existencia de un mercado que nos refleje de forma directa la situación de un emisor como Gas Natural para emisiones de deuda subordinada preferente. En su defecto, detectar los mercados de los que se obtengan referencias de niveles de spreads crediticios a partir de emisores comparables.
- Situación Actual:
 - a. Gas Natural ha efectuado recientemente emisiones de Bonos Simples dirigidas a los mercados institucionales o de minoristas.
 - b. Gas Natural posee actualmente diecisiete emisiones vivas de Bonos Simples y dos emisiones de Participaciones Preferentes. Entre estas emisiones consideramos que existe un mercado secundario lo suficientemente líquido para 15 emisiones de deuda senior como para tomar sus precios de mercado como indicativos.
- Mercados de Referencia:
 - a. Mercado secundario para emisiones de bonos simples de Gas Natural.
 - b. Mercado secundario para emisiones de bonos simples y participaciones preferentes de emisores comparables.
 - c. La escasa actividad de emisiones de participaciones preferentes dirigidas a los mercados a lo largo del año 2012 y 2013, desaconsejan la utilización del mercado primario como referencia.

2. Pendiente de la Curva de Spreads Crediticios:

- Objetivo: poder determinar los diferenciales existentes entre diferentes plazos de una misma curva de spreads crediticios de un determinado emisor.
- Situación Actual: es posible construir curvas de spreads crediticios a partir de los niveles de cotización observados sobre referencias de bonos simples que, a la fecha de elaboración del presente informe, se observaban como una de las referencias de deuda más líquidas.
- Criterio Utilizado: en el caso concreto de Gas Natural, se utilizarán las referencias de las curvas de sus bonos simples para determinar la pendiente de las curvas de las emisiones de Participaciones Preferentes.

3. Emisores Comparables:

- Objetivo: cuando no sea posible encontrar referencias de deuda de Gas Natural en los mercados de referencia anteriormente designados, identificar entidades que sean comparables a un emisor como Gas Natural en base a criterios como país y solvencia.
- Entidades Comparables: Utilizaremos las referencias de deuda senior y subordinada preferente de emisores corporativos no financieros, con el objetivo de determinar un intervalo de confianza del factor de relación entre los diferenciales de deuda senior y preferente en función de la calidad crediticia de cada emisor. Los emisores que se tomarán como referencia serán Repsol y Telefónica.

Pese a que Telefónica no es una entidad comparable a Gas Natural en cuanto al sector económico en que desarrolla su actividad económica, seleccionamos tanto Telefónica como Repsol como Entidades Comparables debido a que ambas cuentan con emisiones líquidas tanto de deuda senior como de participaciones preferentes, y nos permitirán estimar el factor de escalado que está cotizando el mercado para la deuda subordinada preferente respecto a la deuda senior en entidades no financieras españolas.

En los apartados siguientes se irán aplicando estos procedimientos al objeto de establecer los rangos que serían razonables exigir en una operación de compra de la Participación Preferente objeto de análisis del presente informe.

C. Mercado Secundario de Bonos Simples.

Para iniciar nuestro análisis en base a los procedimientos anteriormente comentados, en primer lugar analizaremos los niveles observados en mercado para las propias emisiones de bonos simples de Gas Natural.

Cuadro 6: Emisiones de Deuda Senior de Gas Natural a 03/04/2013

ISIN	Emisor	Rating Emisión	Fecha Vencimiento	Spread Implícito (pb)	TIR (%)
XS0436905821	Gas Natural	BBB	09/07/2014	85	1,24
XS0479542150	Gas Natural	BBB	27/01/2015	96	1,43
XS0458748851	Gas Natural	BBB	02/11/2016	140	2,08
XS0587411595	Gas Natural	BBB	09/02/2017	151	2,21
XS0843300947	Gas Natural	BBB	24/04/2017	153	2,27
XS0479541699	Gas Natural	BBB	26/01/2018	172	2,58
XS0741942576	Gas Natural	BBB	13/02/2018	182	2,68
XS0627188468	Gas Natural	BBB	24/05/2019	206	3,11

XS0436928872	Gas Natural	BBB	09/07/2019	217	3,23
XS0829360923	Gas Natural	BBB	27/01/2020	225	3,40
XS0479542580	Gas Natural	BBB	27/01/2020	218	3,36
XS0458749826	Gas Natural	BBB	02/11/2021	225	3,67
XS0914400246	Gas Natural	BBB	11/04/2022	247	3,90
XS0875343757	Gas Natural	BBB	17/01/2023	232	3,91

Spread Implícito: diferencial sobre la curva de tipos de interés ("Z-Spread")
Fuente: Elaboración Propia a partir de precios líquidos observados en mercado en las plataformas Bloomberg y Tradeweb

En el siguiente cuadro analizamos los niveles observados en mercado para las principales emisiones de deuda senior líquidas de las Entidades Comparables analizadas (Repsol y Telefónica):

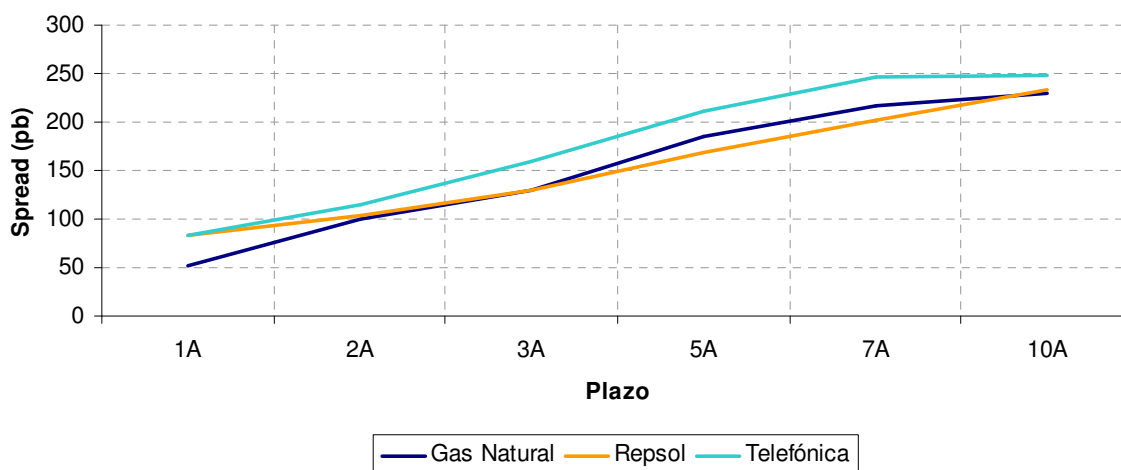
Cuadro 7: Emisiones de Deuda Senior de Emisores Comparables a 03/04/2013

ISIN	Emisor	Rating Emisión	Fecha Vencimiento	Spread Implícito (pb)	TIR (%)
XS0172751355	Repsol	BBB-	22/07/2013	75	0,82
XS0419352199	Repsol	BBB-	27/03/2014	73	1,07
XS0202649934	Repsol	BBB-	08/10/2014	74	1,18
XS0718395089	Repsol	BBB-	12/02/2016	119	1,77
XS0287409212	Repsol	BBB-	16/02/2017	143	2,14
XS0733696495	Repsol	BBB-	19/02/2019	176	2,78
XS0368055959	Telefónica	BBB	12/06/2013	89	0,74
XS0410258833	Telefónica	BBB	03/02/2014	68	1,00
XS0494547168	Telefónica	BBB	24/03/2015	93	1,41
XS0241946630	Telefónica	BBB	02/02/2016	138	1,95
XS0585904443	Telefónica	BBB	07/02/2017	177	2,48
XS0746276335	Telefónica	BBB	21/02/2018	200	2,86
XS0462999573	Telefónica	BBB	11/11/2019	227	3,40
XS0842214818	Telefónica	BBB	20/01/2020	247	3,64
XS0162869076	Telefónica	BBB	14/02/2033	289	4,99

Spread Implícito: diferencial sobre la curva de tipos de interés ("Z-Spread")
Fuente: Elaboración Propia a partir de precios líquidos observados en mercado en las plataformas Bloomberg y Tradeweb

En el gráfico siguiente, recogemos la estructura de las curvas de deuda senior para Gas Natural y las entidades comparables analizadas en el informe. Tal y como puede observarse las tres entidades se mueven en unos rangos de Spread de crédito cercanos.

Gráfico 10: Curvas de Spread de deuda senior de Gas Natural y Entidades Comparables a 03/04/2013



Fuente: elaboración propia

Nota: Tal y como se ha comentado en el epígrafe "Emisores Comparables", pese a que Telefónica y Repsol no desarrollan su actividad económica en el mismo sector que Gas Natural, hemos seleccionado a ambas entidades porque cuentan con emisiones líquidas tanto de deuda senior como de participaciones preferentes, y nos permitirán estimar el factor de escalado que está cotizando el mercado para la deuda subordinada preferente respecto a la deuda senior en entidades no financieras españolas

D. Mercado Secundario de Participaciones Preferentes.

Una vez analizados los niveles en que cotiza la deuda senior, el objetivo de este punto es analizar los niveles en que cotizan las emisiones de participaciones preferentes en el mercado secundario (SEND y AIAF) de la Entidades Comparables, y determinar un factor que nos permita relacionar los niveles de cotización de la deuda senior y la deuda subordinada preferente.

El siguiente cuadro muestra las emisiones de participaciones preferentes de las Entidades Comparables que cuentan con cierta liquidez en los mercados secundarios de renta fija SEND y AIAF, así como los niveles de cotización del día 03/04/2013.

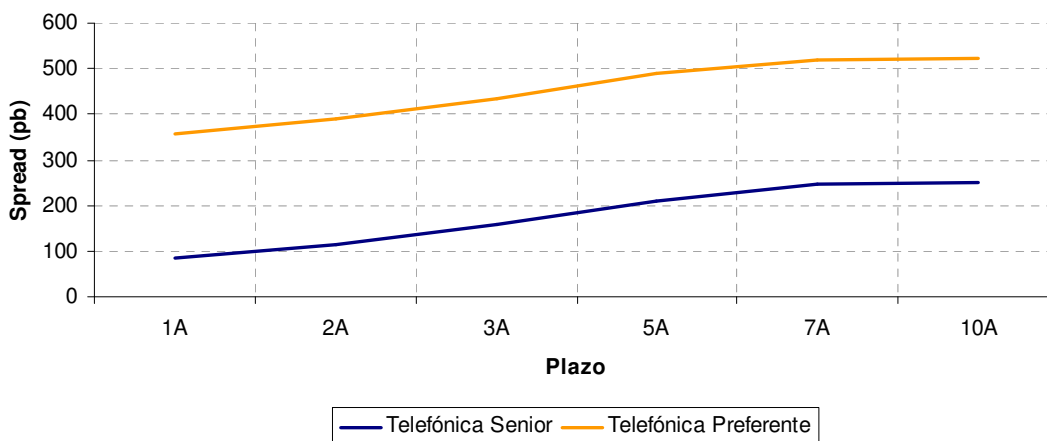
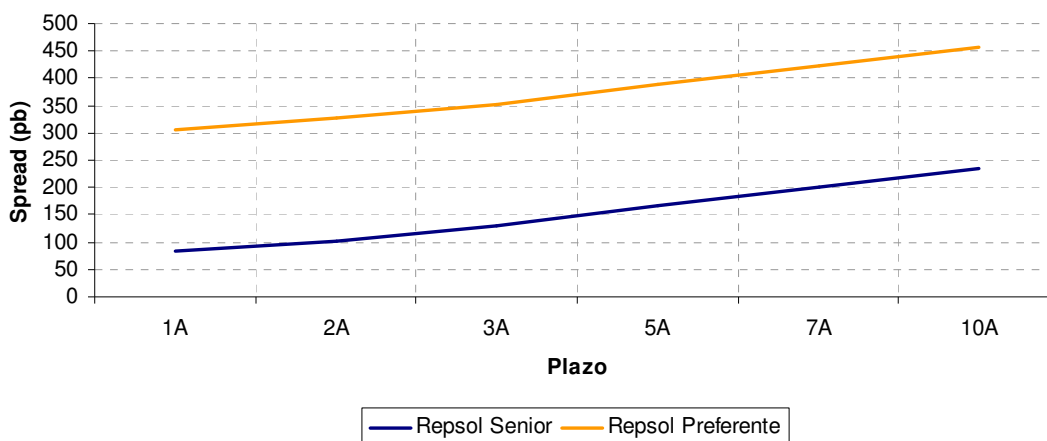
Cuadro 8: Emisiones de Participaciones Preferentes de Emisores Comparables a 03/04/2013

ISIN	Emisor	Rating Emisión	Fecha Vencimiento	SEND	Spread Implícito (pb)	TIR (%)
KYG7513K1379	Repsol	BB	Perpetua	85,37	444 - 447	7,26
KYG7513K1452	Repsol	BB	Perpetua	85,49	446 - 447	7,26
USU87942AA33	Telefónica	BB+	Perpetua	84,32	499 - 501	7,89

Spread Implícito: diferencial sobre la curva de tipos de interés ("Z-Spread")
Fuente: Elaboración Propia a partir de precios observados en SEND y AIAF

En base a los niveles de rentabilidad y spread mostrados en el cuadro anterior, y considerando la pendiente de las curvas de deuda senior obtenidas en el epígrafe anterior, podemos estimar las curvas de deuda subordinada preferente de los Emisores Comparables, tal y como se muestra en los siguientes gráficos:

Gráfico 11: Curvas de Spread Senior y Preferente de Entidades Comparables a 03/04/2013

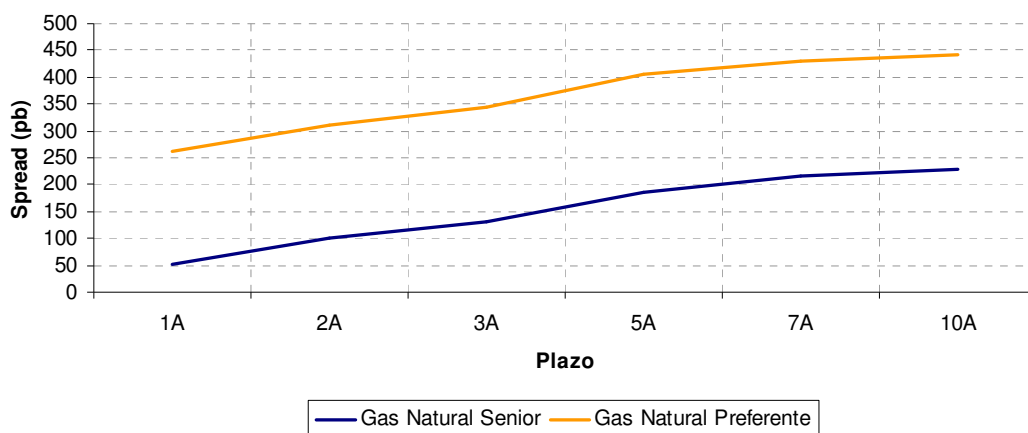


Fuente: elaboración propia

Nota: Tal y como se ha comentado en el epígrafe "Emisores Comparables", pese a que Telefónica y Repsol no desarrollan su actividad económica en el mismo sector que Gas Natural, hemos seleccionado a ambas entidades porque cuentan con emisiones líquidas tanto de deuda senior como de participaciones preferentes, y nos permiten estimar el factor de escalado que está cotizando el mercado para la deuda subordinada preferente respecto a la deuda senior en entidades no financieras españolas

A partir de los diferenciales entre deuda senior y preferente observado en las Entidades Comparables, podemos derivar una curva de deuda preferente para Gas Natural partiendo de la pendiente de se curva de deuda senior:

Gráfico 12: Curvas de Spread Senior y Preferente de Gas Natural a 03/04/2013



Fuente: Elaboración propia

E. Resumen.

En la siguiente tabla, se recoge a modo de resumen las referencias observadas en los apartados anteriores para los diferentes mercados para un emisor como Gas Natural (Moody's: Baa2 / S&P: BBB / Fitch: BBB+):

Cuadro 9: Niveles estimados para emisiones de Gas Natural y Entidades Comparables a cinco años

Plazo = 5 años	Senior (pb)	Preferente (pb)
Repsol	168	389
Telefónica	211	488
Gas Natural	182	418

Nota: Tal y como se ha comentado en el epígrafe "Emisores Comparables", pese a que Telefónica y Repsol no desarrollan su actividad económica en el mismo sector que Gas Natural, hemos seleccionado a ambas entidades porque cuentan con emisiones líquidas tanto de deuda senior como de participaciones preferentes, y nos permiten estimar el factor de escalado que está cotizando el mercado para la deuda subordinada preferente respecto a la deuda senior en entidades no financieras españolas

Con independencia de que algunos de estos niveles hayan podido ser observados sobre referencias que, directa o indirectamente, representen una emisión de Gas Natural, estos niveles recogen la situación observada en estos momentos en el mercado y, por tanto, están incorporando las diferentes primas de riesgo que pudieran estar exigiendo los mercados mayoristas de deuda a una entidad como Gas Natural.

Por ello, teniendo en cuenta las cotizaciones observadas en mercado secundario para diferentes tipologías de emisiones, podríamos concluir que la emisión de Participaciones Preferentes, objeto del presente informe, debería valorarse considerando unos niveles de spread crediticio de aproximadamente **435 puntos básicos** ó, lo que es lo mismo, con una remuneración del **6,98% en TIR**.

5.- VALOR RAZONABLE DE LA EMISIÓN

En base a las condiciones de la emisión descritas en el apartado tercero de este informe y conforme a la curva de Spread de crédito para la deuda subordinada preferente de Gas Natural estimada a fecha 03/04/2013 en el apartado cuarto, consideramos que el valor razonable de la participación preferente con código ISIN USU90716AA64 se sitúa aproximadamente en el **85,87%** (precio ex-cupón).

El valor razonable estimado está en línea con los niveles cotizados en el mercado secundario de renta fija AIAF y SEND:

Cuadro 10: Valor Razonable y cotizaciones en mercado secundario a 03/04/2013

ISIN	Valor Razonable Solventis	AIAF	SEND
USU90716AA64	85,87	86,00	85,98

Dada la volatilidad de los factores de riesgo que determinan el valor razonable de la emisión (spread de crédito y tipos de interés), se muestra a continuación una tabla de sensibilidad del valor razonable de la participación preferente a los movimientos que pudieran producirse tanto en el spread de crédito como en el tipo de interés:

Cuadro 11: Sensibilidad del Valor Razonable de la Participación Preferente en función del spread de crédito y los tipos de interés a 03/04/2013

Precio Ppref	Movimientos Curva Tipos Interés																	
	-200	-175	-150	-125	-100	-75	-50	-25	0	25	50	75	100	125	150	175	200	
Spread Crediticio	375	99,25	99,06	98,69	98,10	97,21	96,21	95,04	93,83	92,56	91,31	90,01	88,77	87,44	86,15	84,77	83,39	81,95
	385	99,15	98,81	98,30	97,46	96,47	95,31	94,07	92,78	91,49	90,22	88,92	87,69	86,37	85,11	83,76	82,41	81,01
	395	98,94	98,48	97,74	96,72	95,62	94,32	93,04	91,69	90,39	89,10	87,82	86,59	85,31	84,07	82,76	81,44	80,07
	405	98,64	97,99	97,00	95,91	94,62	93,30	91,94	90,58	89,26	87,98	86,71	85,51	84,25	83,04	81,77	80,49	79,16
	415	98,21	97,28	96,22	94,93	93,61	92,19	90,82	89,44	88,12	86,86	85,61	84,43	83,21	82,03	80,79	79,55	78,25
	425	97,59	96,50	95,29	93,90	92,52	91,06	89,67	88,28	86,98	85,73	84,51	83,37	82,18	81,04	79,83	78,63	77,37
	435	96,84	95,67	94,28	92,87	91,41	89,94	88,54	87,16	85,87	84,65	83,46	82,34	81,18	80,08	78,91	77,74	76,52
	445	96,01	94,63	93,22	91,70	90,24	88,74	87,35	85,98	84,72	83,52	82,36	81,29	80,16	79,10	77,96	76,83	75,64
	455	95,05	93,59	92,10	90,55	89,07	87,57	86,19	84,84	83,61	82,44	81,31	80,27	79,18	78,15	77,05	75,96	74,81
	465	94,01	92,50	90,95	89,39	87,89	86,40	85,04	83,71	82,50	81,37	80,28	79,27	78,22	77,22	76,16	75,10	73,98
475	92,96	91,35	89,79	88,20	86,72	85,24	83,90	82,60	81,42	80,32	79,26	78,29	77,27	76,31	75,29	74,26	73,18	
485	91,83	90,20	88,61	87,02	85,54	84,08	82,77	81,49	80,35	79,28	78,26	77,32	76,34	75,42	74,43	73,44	72,39	
495	90,68	89,03	87,43	85,84	84,38	82,94	81,65	80,41	79,30	78,26	77,28	76,38	75,43	74,55	73,59	72,63	71,61	

Fuente: Elaboración Propia

6.- CONCLUSIONES

Para determinar el valor razonable de la emisión de Participaciones Preferentes en base a las actuales condiciones de mercado, se ha realizado un análisis de la solvencia del emisor y de la situación de los mercados de deuda en España para emisiones de Entidades No Financieras comparables a Gas Natural.

En este informe se han recogido y analizado diferentes referencias de mercado, pertenecientes a Entidades No Financieras comparables a un emisor como Gas Natural y a referencias emitidas directamente por Gas Natural, que permiten estimar que el **spread de crédito a 03/04/2013** para la emisión de Participaciones Preferentes se sitúa aproximadamente en **435 puntos básicos** sobre el tipo de interés de la curva Euro Swap. Considerando el spread de crédito obtenido, el **valor razonable** de la emisión se sitúa en un precio ex-cupón de **85,87%**. El valor razonable obtenido es, por lo tanto, inferior al precio planteado por Gas Natural en la oferta de compra por un valor del 93% (precio ex-cupón) a pagar en efectivo a los actuales tenedores de la emisión.

ISIN	Valor Razonable Solventis	Oferta compra Gas Natural	Mejora Objetiva
USU90716AA64	85,87	93,00	7,13

Por ello, según la opinión de SOLVENTIS, la operación de recompra en efectivo de la emisión USU90716AA64 de Participaciones Preferentes de Unión Fenosa Financial Services USA LLC planteada por parte de Gas Natural se estaría efectuando por encima de los niveles razonables de mercado dado que los resultados obtenidos, en base a nuestras estimaciones, favorecen los intereses de los actuales tenedores de la emisión al reportarles una mejora objetiva del 7,13% sobre el valor nominal de la emisión.



Guillermo Alfaro Bau
Socio-Director

Anexo 1: Métodos de Valoración

▪ **Modelo de estimación de la Tasa Interna de Rentabilidad (TIR):**

La TIR es la tasa de descuento, o tanto medio efectivo, que iguala el precio de un bono con la corriente de pagos generada por el mismo. Este indicador nos permitirá comparar los rendimientos de los diferentes instrumentos financieros a analizar sin tener en cuenta los riesgos de emisor.

$$\sum_{i=0}^n \frac{C_i}{(1 + R)^{\frac{(t_i - t_0)}{365}}}$$

donde,

C_i son los flujos fijos o variables estimados en base a la estructura temporal de tipos de interés a pagar por el instrumento financiero analizado.

R es la Tasa Interna de Rentabilidad (TIR).

n es el número total de flujos.

t_i son las fechas de pago de los flujos.

▪ **Modelo de Valoración de Instrumentos de Renta Fija con flujos conocidos:**

El valor razonable de estos instrumentos financieros se determina ex-cupón de la siguiente forma:

$$VA = \sum_{t=1}^n \text{Cupón}_t \times \exp(-r_t^{zc} \times t) + \text{Nominal} \times \exp(-r_n^{zc} \times n) - CC_1$$

donde,

Cupón_t es el importe monetario del cupón a percibir en cada fecha de pago.

r_t^{zc} es el tipo de interés continuo implícito en la curva cupón cero de la divisa y emisor sobre la que está emitido el instrumento a cada una de las fechas de pago de los cupones o amortización.

t es el plazo en años a cada fecha de pago de cupones o vencimiento del instrumento ajustada a la base de cómputo de días del mismo.

CC₁ es el importe monetario proporcional de cupón que ha transcurrido desde la última fecha en la que se produjo un pago de cupón. Este importe se calcula aplicando la siguiente fórmula:

$$CC_1 = \text{Cupón}_1 \times t'$$

donde,

t' es el plazo en años del período comprendido entre la última fecha de pago de cupón y la fecha de valoración, ajustada a la base de cómputo de días del instrumento.

▪ **Modelos de Valoración de Instrumentos de Renta Fija con flujos condicionales (Modelos Estocásticos de Tipos de Interés):**

Los modelos estocásticos de tipos de interés son aquellos que permiten recoger movimientos aleatorios dentro de la evolución de los tipos de interés futuros. Sólo pueden ser implementados sobre aquellas curvas de tipos de interés sobre las que existan mercados de instrumentos financieros derivados sobre los tipos futuros, es decir, instrumentos mediante los cuales se pueda extraer la volatilidad de los diferentes tramos de la curva de tipos de interés.

Existe una formulación genérica para los diferentes modelos estocásticos unidimensionales, la cual se recoge en la fórmula siguiente:

$$dr = (\eta[t] - \gamma r) dt + \sqrt{(a^2 r + b^2)} dW$$

Donde r es el tipo de interés actual ("spot") en el momento t , dW es el incremento de los procesos de Wiener. $\eta [t]$ es el movimiento determinista de los tipos de interés sin reversión a la media, γ es la velocidad de reversión a la media, a es la volatilidad para los procesos de Cox-Ingersoll-Ross (CIR) y b es la volatilidad de Hull & White.

Los diferentes modelos de tipos de interés estocásticos se pueden resumir de la siguiente forma:

- 1) **Vasicek**, donde η es constante, $a = 0$ y $b = \sigma$.

$$dr = (\eta - \gamma r) dt + \sigma dW \quad (\gamma > 0)$$

- 2) **Hull-White** donde $a = 0$ y $b = \sigma$.

$$dr = (\eta[t] - \gamma r) dt + \sigma dW \quad (\gamma > 0)$$

- 3) **Cox-Ingersoll-Ross**, donde η es constante, $a = \sigma$ y $b = 0$.

$$dr = (\eta - \gamma r) dt + \sigma \sqrt{r} dW \quad (\eta > a/2)$$

- 4) **Ho-Lee** ($\gamma = 0$, es decir, no hay reversión a la media, $a = 0$ y $b = \sigma$)

$$dr = \eta[t] dt + \sigma dW$$

Los modelos de Vasicek, Hull & White y Cox-Ingersoll-Ross tienen reversión a la media, lo que significa que escenarios de tipos de interés bajos tendrán tendencia a crecer, de la misma forma que escenarios de tipos de interés altos tendrán tendencia a bajar. La consideración de que los tipos de interés sean altos o bajos queda recogida dentro de los parámetros de los modelos.

Para valorar productos ligados a los tipos de interés, sólo existen soluciones de tipo analítico para algunos productos muy determinados. Sin embargo, los modelos estocásticos pueden ser adaptados para valorar una gran cantidad de instrumentos financieros para los cuales no existen modelos analíticos concretos.

– **Modelo de Hull & White:**

El modelo de tipos de interés de Hull & White consiste en un modelo de árboles trinomiales que permite describir la evolución de los tipos de interés futuros. Es un modelo que sirve para valorar instrumentos cuyos flujos de pagos se encuentran vinculados a la evolución de los tipos de interés durante la vida del instrumento.

El árbol trinomial de Hull & White recoge un doble efecto:

1. El efecto de la volatilidad, que describe las perspectivas de variaciones futuras de los tipos de interés.
2. El efecto de la tendencia o reversión a los tipos cotizados en mercado.

Este doble efecto recogido por el árbol trinomial, tiende a aproximar los tipos de interés implícitos en la franja media del árbol y a dibujar escenarios más o menos desviados, en función de la volatilidad en las ramas exteriores.

El proceso de construcción del árbol se divide en dos partes que después se unen, por un lado se construye un árbol que simplemente refleja el efecto de la volatilidad, con una rama central igual a cero, una zona superior positiva y otra inferior negativa. La volatilidad utilizada se obtiene a partir de un proceso de calibración derivado de la volatilidad implícita cotizada en mercado de los caps, floor y swaptions. También se calculan las probabilidades de desplazamiento de cada una de las ramas del árbol a otras ramas del mismo. Por otro lado, se genera un proceso de cálculo con la curva cupón cero, que permite ajustar la tendencia del proceso. Una vez unidos estos dos procesos se obtiene la base de los escenarios de tipos de interés necesarios para obtener la valoración.

Este árbol trinomial de Hull & White es la base para generar un proceso de Montecarlo en el que, una vez computado con un gran número de escenarios (superior a las 100.000 simulaciones), se obtendrán todas las variables de los tipos de interés y sus posibles desplazamientos que formen parte del cómputo generado por el árbol trinomial (para una explicación más detallada del proceso de cálculo, ver "Options, Futures & Other Derivative" de John C. Hull / 4ª Edición / Capítulo 21.9. "The Hull & White Model").

– **Proceso de Calibración del Modelo de Hull & White:**

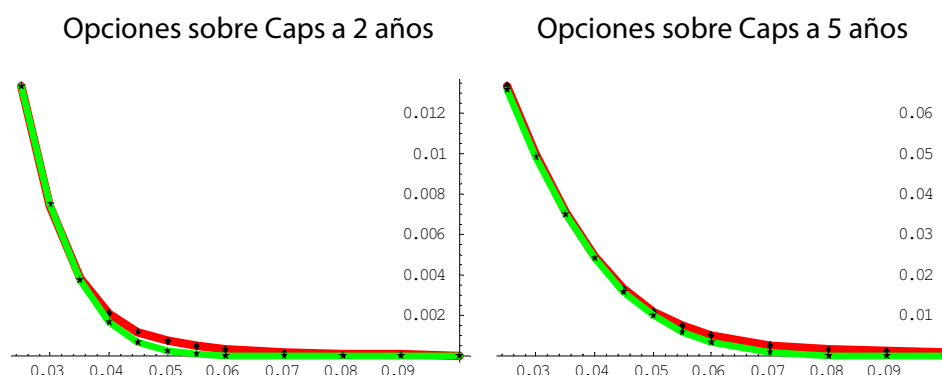
Para calibrar los modelos de Hull & White se toma como punto de partida los niveles de volatilidad de mercado de los Swaptions (opciones sobre Swaps) y de las opciones sobre Caps y Floors, así como la correspondiente curva de tipos de la moneda a calibrar.

Estos datos permiten valorar, utilizando modelos analíticos (Black 76), las opciones sobre Swaps, Caps y Floors. De esta forma se obtienen unos precios de referencia para estas estructuras.

Llegado a este punto, se plantea el problema de la calibración del modelo de Hull & White. El problema consiste en hacer mínimo el sumatorio de las diferencias de valor absoluto de las valoraciones obtenidas por los modelos analíticos con las valoraciones obtenidas sobre el árbol trinomial. Las valoraciones obtenidas sobre el árbol trinomial serán el promedio de los valores obtenidos en cada una de las simulaciones generadas a partir de la estructura de tipos representada por el propio árbol trinomial.

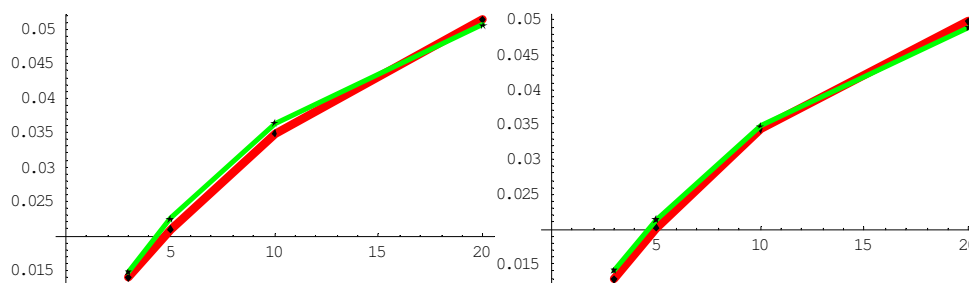
Las incógnitas del problema son variables temporales, es decir funciones que dependen del tiempo, que condicionan el árbol trinomial. Estas incógnitas son la parte determinista de la evolución de los tipos (drifts), la velocidad de reversión a la media y la volatilidad.

La dificultad de este proceso radica en que la minimización de la diferencia de los precios de las estructuras se debe alcanzar en términos globales, de esta manera al ajustar las variables en un determinado punto del tiempo, no sólo se tienen en cuenta las diferencias de precios en ese punto temporal, sino que también se tienen en consideración aquellos con otra duración.



Opciones sobre Swaps a 5 años

Opciones sobre Swaps a 10 años



Los cuatro gráficos anteriores reflejan el objetivo real del proceso de calibración del modelo, ajustando en términos globales los valores de las opciones de mercado (en color rojo los valores obtenidos con Black 76 y en color verde los valores obtenidos con Hull & White), con los dos modelos.

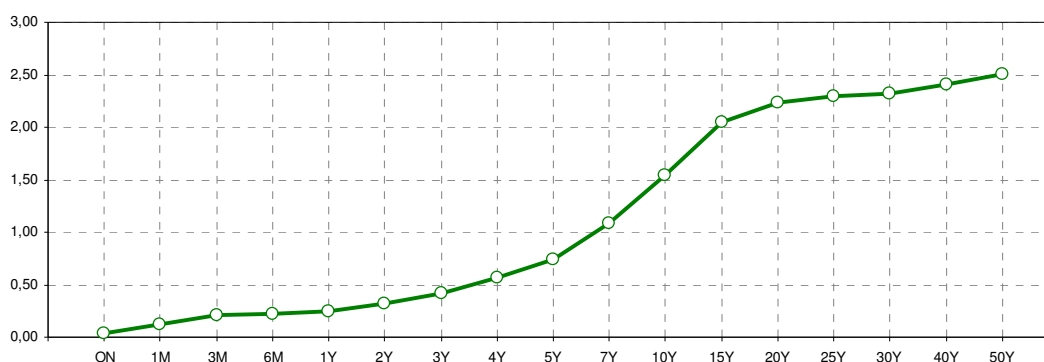
Una vez calibrado el modelo a una fecha de valoración concreta, se dispone de un árbol trinomial sobre el cuál poder construir y simular una estructura concreta de comportamiento de los tipos de interés, de forma que es posible introducir condicionales de pago complejos dentro de los flujos de pago de un instrumento de renta fija.

Anexo 2: Datos de Mercado Utilizados

Los parámetros de mercado utilizados para valorar los instrumentos financieros objeto del presente informe a la fecha señalada (3 de Abril de 2013), han sido los siguientes:

- Curva de Tipos de Interés (Curva ZC EUR):

ON	1M	3M	6M	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	25Y	30Y
0,038	0,120	0,213	0,213	0,229	0,289	0,384	0,522	0,688	1,037	1,493	2,003	2,202	2,266	2,293



Fuente: Elaboración Propia

- Volatilidades Caps/Floors EUR:

Plazo \ Strike	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%
1Y	119,70%	116,40%	115,80%	115,90%	116,20%	116,60%	117,00%	117,50%	117,90%
2Y	99,00%	92,80%	90,80%	89,80%	89,30%	88,90%	88,60%	88,40%	88,50%
3Y	71,50%	67,10%	66,10%	65,80%	65,80%	65,90%	66,00%	66,10%	66,20%
4Y	68,80%	61,90%	59,60%	58,70%	58,30%	58,10%	58,00%	58,00%	58,00%
5Y	64,20%	55,40%	52,20%	50,80%	50,10%	49,80%	49,60%	49,50%	49,40%
6Y	60,20%	50,20%	46,30%	44,60%	43,80%	43,40%	43,20%	43,00%	43,00%
7Y	56,80%	46,20%	42,00%	40,10%	39,20%	38,80%	38,60%	38,50%	38,40%
8Y	54,00%	43,10%	38,70%	36,70%	35,80%	35,30%	35,10%	35,00%	35,00%
9Y	51,80%	40,70%	36,10%	34,10%	33,10%	32,70%	32,50%	32,40%	32,40%
10Y	49,80%	38,80%	34,10%	32,00%	31,00%	30,50%	30,30%	30,30%	30,30%
12Y	43,60%	33,20%	28,60%	26,40%	25,30%	24,80%	24,60%	24,50%	24,50%
15Y	40,80%	31,10%	26,80%	24,80%	23,80%	23,30%	23,00%	22,90%	22,90%
20Y	119,70%	116,40%	115,80%	115,90%	116,20%	116,60%	117,00%	117,50%	117,90%

Fuente: Tullett Prebon

- Volatilidades de EUR Swaptions:

Opción ^{Swap}	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y	15Y	20Y
1M	142,60%	89,70%	75,80%	66,00%	56,30%	47,30%	41,20%	36,70%	33,50%	31,10%	25,40%	24,50%
3M	135,40%	84,90%	73,30%	65,60%	58,00%	49,70%	44,00%	39,90%	37,10%	34,80%	28,40%	27,20%
6M	127,60%	81,00%	70,90%	61,60%	57,50%	49,70%	44,30%	40,70%	38,10%	36,10%	29,60%	28,30%
1Y	109,50%	72,40%	65,30%	59,50%	53,80%	47,80%	43,70%	40,80%	38,60%	36,90%	30,90%	29,70%
2Y	91,00%	63,00%	55,60%	50,30%	46,90%	42,70%	39,70%	37,50%	35,90%	34,50%	30,20%	29,40%
3Y	70,70%	53,10%	47,20%	43,40%	40,70%	37,90%	35,80%	34,10%	32,90%	31,80%	28,70%	28,20%
4Y	54,90%	43,50%	39,80%	37,30%	35,50%	33,80%	32,30%	31,20%	30,30%	29,70%	27,50%	27,20%
5Y	44,30%	37,40%	34,90%	33,10%	31,80%	30,60%	29,70%	28,90%	28,40%	28,00%	26,60%	26,30%
7Y	32,50%	29,60%	28,40%	27,50%	26,70%	26,20%	25,90%	25,70%	25,60%	25,50%	24,70%	24,40%
10Y	24,90%	24,10%	23,70%	23,50%	23,40%	23,40%	23,50%	23,70%	24,00%	24,20%	23,60%	23,10%
15Y	22,60%	23,00%	23,30%	23,70%	24,00%	24,20%	24,40%	24,60%	24,70%	24,70%	23,60%	22,40%
20Y	24,60%	25,00%	25,00%	25,00%	24,90%	24,90%	24,90%	24,90%	24,80%	24,60%	22,40%	20,70%
25Y	24,60%	25,00%	25,10%	25,10%	25,00%	24,90%	24,70%	24,20%	23,80%	23,20%	20,50%	19,00%
30Y	22,90%	23,10%	22,80%	22,60%	22,30%	22,10%	21,80%	21,50%	21,20%	20,80%	18,40%	17,10%

Fuente: Tullett Prebon

solventis

Pedro i Pons 9-11, 6ª Planta
08034 Barcelona
Tel. + 34 93 200 95 78
Fax. +34 93 474 14 61

Colón 10, 1ª Planta
36201 Vigo
Tel. + 34 986.22.56.59
Fax. +34 986-22.20.45

grupo@solventis.es
www.solventis.es