

Compañía Boliviana de Energía Eléctrica S.A.

Informe con Estados financieros al 30 de junio de 2011

Fecha de Comité: 30 de septiembre de 2011

Daniel Acevedo Loayza

(591-2) 2124127

dacevedo@ratingspcr.com

Aspecto o Instrumento Calificado			Calificación PCR	Equivalencia ASFI
Bonos COBEE III - Emisión 1				
Serie	Monto	Plazo		
Serie A	USD 4.000.000	1.440	_B AA	AA2
Serie B	USD 3.500.000	2.520	_B AA	AA2
Serie C	Bs 44.150.000	3.600	_B AA	AA2

Significado de la Calificación PCR

Categoría _BAA: Emisiones con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas. Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías _BAA y _BB.

La B se refiere a calificaciones locales en Bolivia. Mayor información sobre las calificaciones podrá ser encontrada en www.ratingspcr.com

Significado de la Calificación ASFI

Categoría AA: Corresponde a aquellos valores que cuentan con una alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en el sector al que pertenece o en la economía.

Se autoriza añadir los numerales 1,2 y 3 en cada categoría genérica, desde AA a B con el objeto de establecer una calificación específica de los valores de largo plazo de acuerdo a las siguientes especificaciones:

- Si el numeral 1 acompaña a una de las categorías anteriormente señaladas, se entenderá que el valor se encuentra en el nivel más alto de la calificación asignada.
- Si el numeral 2 acompaña a una de las categorías anteriormente señaladas, se entenderá que el valor se encuentra en el nivel medio de la calificación asignada.
- Si el numeral 3 acompaña a una de las categorías anteriormente señaladas, se entenderá que el valor se encuentra en el nivel más bajo de la calificación asignada.

La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni un aval o garantía de una emisión o su emisor; sino un factor complementario para la toma de decisiones de inversión.

"La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales, sin embargo no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos."

Racionalidad

Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A. en Sesión de Comité N° 025/2011 de 30 de septiembre de 2011 se acordó por unanimidad otorgar la calificación de AA2 (equivalente a BAA según la simbología de calificación utilizada por PCR) a los Bonos Corporativos de la Compañía Boliviana de Energía Eléctrica S.A., Bonos COBEE III – Emisión 1. La calificación asignada se sustenta en:

- El crecimiento en el corto y mediano plazo de la demanda de energía se sustenta básicamente en las expectativas de crecimiento de la economía en general. De cumplirse el crecimiento esperado de la demanda para los próximos años, sin ser acompañado por un adecuado nivel de inversiones por parte de la oferta podría generar un saldo negativo para las empresas en cuanto a lo que se refiere los costos, sin embargo esto no repercutirá directamente en el consumidor ya que Bolivia cuenta con un Fondo de Estabilización de Distribución vigente desde el año 2003, mismo que absorbe los costos de cualquier incremento substancial en el servicio de electricidad para que los consumidores finales puedan tener tarifas relativamente fijas.
- La generación de ingresos de la empresa a junio de 2011 fue de Bs 152,16 millones, mayores en Bs12,27 millones a lo registrado al mismo corte de la pasada gestión, asimismo cabe resaltar que los ingresos de la empresa han mantenido una tendencia creciente constante durante los últimos años.
- La utilidad operativa en el periodo evaluado fue de Bs49,23 millones, superior a la ganancia operativa que se registró a junio de 2010, misma que alcanzó Bs32,95 millones. Los gastos no operativos representados principalmente por gastos financieros alcanzaron los Bs13,28 millones a junio de 2011, inferior en Bs 2,86 millones a lo registrado en el mismo periodo del año anterior.
- Los indicadores de cobertura EBITDA/ Gastos Financieros¹ y EBIT/Gastos Financieros¹, a diciembre 2010 fueron de 4,54 veces y 2,29 veces, al cierre de junio alcanzaron 5,48 y 3,13 respectivamente. Este hecho se debe a que el EBITDA (a 12 meses) pasó de Bs122,65 millones en junio de 2010 a Bs 149,45 millones a junio de 2011.
- El respaldo de la casa matriz. Israel Corporation Ltd., único accionista de Inkia Energy Ltd., es un holding compuesto de capitales privados dedicada al desarrollo de diversas actividades en varios países a nivel mundial. Asimismo, Israel Corporación posee una sólida capacidad financiera para afrontar compromisos financieros de corto y largo plazo, para lo cual ha sido calificada con una nota de A+ según la calificadora internacional Standard & Poor's realizada el 2 de enero de 2011.²
- La inclusión de covenants financieros respecto a indicadores de cobertura y endeudamiento. Al 30 de junio de 2011, la empresa mostró los siguientes resguardos financieros:

Cuadro 1: Resguardos		
Resguardos	Límites	jun-11
Índice de Cobertura de Servicio de Deuda	$\geq 1,20$	2,33
Relación de Endeudamiento (RDP)	$\leq 1,20$	0,20

Fuente: COBEE / Elaboración: PCR.

Información utilizada para la calificación

1. Información financiera

- Estados Financieros Auditados anuales y Estados Financieros trimestrales de La compañía Boliviana de Energía Eléctrica S.A Bolivian Power Company Limited desde la gestión 2006 a la gestión 2010 y el trimestral a junio de 2011
- Estructura de Financiamiento.

2. Información de mercado

- Estadísticas del sector eléctrico.

¹ Índices calculados sobre la base de periodos de 12 meses.

² <http://phx.corporate-ir.net/External.File?item=UGFyZW50SUQ9NzY0NzZ8Q2hpbGRJRD0tMXxUeXBIPtM=&t=1>

3. Información Económica

- Principales Indicadores Económicos Bolivia (Banco Central Bolivia).

4. Perfil de la empresa

- Características de la administración y propiedad.
- Descripción del proceso operativo de la empresa.
- Estadísticas de ventas.

5. Información Legal

- Ley de electricidad N°1604 (21 de diciembre de 1994)

Análisis Realizados

1. **Análisis financiero histórico:** interpretación de los estados financieros históricos con el fin de evaluar la gestión financiera de la empresa, así como entender el origen de fluctuaciones importantes en las principales cuentas.
2. **Análisis financiero proyectado:** evaluación de los supuestos que sustentan las proyecciones financieras, así como análisis de la predictibilidad, variabilidad y sensibilidad de la capacidad de pago de la empresa a diversos factores económicos.
3. **Evaluación de la gestión operativa:** la cual incluye una visita a las instalaciones de la empresa y entrevistas con las distintas áreas administrativas y operativas.
4. **Análisis de hechos de importancia recientes:** Evaluación de eventos recientes que por su importancia son trascendentes en la evolución de la institución.
5. **Evaluación de los riesgos y oportunidades:** Análisis de hechos (ciclos económicos, adquisiciones o expansiones de instalaciones o mercados, nuevos competidores, cambios tecnológicos, etc.), que bajo ciertas circunstancias, pueden incrementar o suavizar, temporal o permanentemente, el riesgo financiero de la empresa.

Instrumento calificado

La compañía Boliviana de Energía Eléctrica S.A.- Bolivian Power Company Limited cuenta con el número de registro SPVS-IV-EM-BPC-099/2005. Número de registro del programa de emisiones en el Registro del Mercado de Valores de la ASFI ASFI/DSV-PEB-BPC-001/2010, mediante resolución de la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero: ASFI N° 136/2010 de fecha 11 de febrero de 2010.

En la 18va Reunión del Directorio de COBEE (2009) se aprobó el Programa de Emisiones de Bonos COBEE III.

Características del Programa Bonos COBEE III:

Denominación del Programa de Emisiones	"Bonos COBEE III".
Monto total del Programa de Emisiones	US\$ 40.000.000 (Cuarenta millones 00/100 Dólares de los Estados Unidos de América)
Plazo del Programa de Emisiones de Bonos:	Mil ochenta (1.080) días calendario desde el día siguiente hábil de notificada la Resolución de la ASFI, que autorice e inscriba el PROGRAMA en el RMV de la ASFI.
Moneda en la que se expresarán las Emisiones que forman parte del Programa de Emisiones	Dólares de los Estados Unidos de América (US\$), Bolivianos (Bs) o Bolivianos con mantenimiento de valor respecto a la Unidad de Fomento de Vivienda ("UFV") (Bs – UFV).
Forma de amortización del capital y pago de intereses de cada emisión que compone el Programa de Emisiones	La amortización de capital y el pago de intereses serán efectuados de la siguiente manera: a) En la Fecha de Vencimiento de los Cupones: El Capital e Intereses correspondientes se pagarán contra la relación de titulares de cada emisión comprendida dentro del PROGRAMA, proporcionada por la EDV la presentación de la identificación respectiva, en el caso de personas naturales, y la

	<p>carta de autorización de pago, poderes notariales (originales o copias legalizadas) de los Representantes Legales, debidamente inscritos en el Registro de Comercio, cuando corresponda, en el caso de personas jurídicas, sin ser necesaria la presentación del Certificado de Acreditación de Titularidad (CAT), conforme a los procedimientos establecidos por la EDV</p> <p>b) A partir del día siguiente de la fecha de vencimiento de los cupones: El Capital e Intereses correspondientes se pagarán contra la presentación del Certificado de Acreditación de Titularidad (CAT), emitido por la EDV, además de la identificación respectiva para personas naturales, y la carta de autorización de pago, poderes notariales (originales o copias legalizadas) de los Representantes Legales, debidamente inscritos en el Registro de Comercio, cuando corresponda, en el caso de personas jurídicas, conforme a los procedimientos establecidos por la EDV.</p>
Individualización de las Emisiones que formen parte del Programa de Emisiones	El Programa de Emisiones comprenderá Emisiones periódicas de Bonos, cuya individualización y características serán comunicadas oportunamente a la ASFI por la Sociedad mediante nota y envío del Prospecto Complementario y de la Declaración Unilateral de Voluntad.
Precio de colocación	Mínimamente a la par del valor nominal.
Forma de representación de los Valores del Programa de Emisiones	Mediante anotaciones en cuenta en el Sistema de Registro de Anotaciones en Cuenta a cargo de la Entidad de Depósito de Valores de Bolivia S.A. ("EDV"), de acuerdo a regulaciones legales vigentes.
Forma de Circulación de los Valores:	A la Orden.
Calificación de Riesgo	Cada una de las Emisiones que formen parte del presente Programa de Emisiones contará con una calificación de riesgo practicada por una empresa debidamente autorizada e inscrita en el Registro del Mercado de Valores de la ASFI.
Destino de los Fondos	<p>Los recursos monetarios obtenidos con la colocación de los Bonos que componen las diferentes Emisiones del Programa de Emisiones serán utilizados de acuerdo a lo siguiente:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Recambio de pasivos financieros, y/o • Capital de inversiones. <p>Para cada una de las Emisiones dentro del Programa de Emisiones, se establecerá el destino específico de los fondos y el plazo de utilización, lo que será determinado de conformidad Delegación de Definiciones.</p>
Plazo de colocación de cada Emisión dentro del Programa de Emisiones	Ciento ochenta (180) días calendario, computables a partir de la fecha de emisión determinada por la Compañía y establecida por la comunicación emitida por la ASFI que autorice la Oferta Pública y la inscripción de la correspondiente emisión del PROGRAMA en el RMV de la ASFI.
Forma de cálculo de los intereses	<p>En caso de Emisiones denominadas en Bolivianos o en Dólares de los Estados Unidos de América, el cálculo será efectuado sobre la base del año comercial de trescientos sesenta (360) días calendario. La fórmula para dicho cálculo se detalla a continuación:</p> $VC_i = VN * (T_i * PI / 360)$ <p>Donde: VC_i = Valor del cupón en el periodo i VN = Valor nominal o saldo a capital T_i = Tasa de interés nominal anual PI = Plazo del cupón (número de días calendario) Dónde i representa el periodo</p> <p>Para el pago en bolivianos de las Emisiones denominadas en Bolivianos con mantenimiento de valor respecto a la UFV, el cálculo será efectuado sobre la base del año comercial de trescientos sesenta (360) días calendario. La fórmula para dicho cálculo se detalla a continuación:</p> $VC_i = (VN * (T_i * PI / 360)) * UFV$ <p>Donde: VC_i = Valor del cupón en el periodo i VN = Valor nominal o saldo a capital</p>

	Ti = Tasa de interés nominal anual PI = Plazo del cupón (número de días calendario) Dónde i representa el periodo UFV = Valor de la UFV a la fecha de vencimiento del cupón
El plazo para la amortización o pago total de los Bonos a ser emitidos dentro del Programa de Emisiones	No será superior, de acuerdo a documentos constitutivos, al plazo de duración de la Compañía.
Fecha desde la cual el Tenedor del Bono comienza a ganar intereses y reajustes	Los Bonos devengarán intereses a partir de su fecha de emisión determinada por la Compañía y establecida en la comunicación emitida por la ASFI que autoriza la Oferta Pública y la inscripción en el RMV de la ASFI de las Emisiones comprendidas dentro del PROGRAMA, y dejarán de generarse a partir de la fecha establecida para su pago del cupón y/o bono.
Destinatarios a los que va dirigida la Oferta Pública	Inversionistas institucionales y/o particulares
Bonos Convertibles en Acciones	Los Bonos a emitirse dentro del presente Programa de Emisiones no serán convertibles en acciones de la Compañía.
Tipo de Bonos a emitirse	Obligacionales y redimibles a plazo fijo
Rescate Anticipado	La Compañía se reserva el derecho de, una vez transcurridos por lo menos quinientos cuarenta (540) días calendario computables a partir de la Fecha de Emisión establecida por la Compañía y expuesta en la comunicación emitida por la ASFI de la autorización de Oferta Pública y la inscripción en el RMV de las Emisiones dentro del PROGRAMA, rescatar anticipadamente los Bonos que componen cada emisión dentro del PROGRAMA, parcial o totalmente.
Garantía	Todas las Emisiones que formen parte del PROGRAMA estarán respaldadas por una garantía quirografaria del emisor.
Procedimiento de colocación primaria	Mercado Primario Bursátil a través de la Bolsa Boliviana de Valores S.A.
Respaldo Adicional	Todas las Emisiones que formen parte del PROGRAMA estarán respaldadas por un Respaldo Adicional.

2. Características de la Primera Emisión de Bonos dentro del Programa de Emisiones de Bonos “COBEE III”:

La emisión 1 cuenta con el número de registro en el Mercado de Valores ASFI/DSV/ED-BPC-004/2010.

Denominación de la presente Emisión comprendida dentro del PROGRAMA de Bonos COBEE III	BONOS COBEE III - EMISIÓN 1
Tipo de Valores a emitirse	Bonos Obligacionales y redimibles a plazo fijo
Monto de la presente Emisión comprendida dentro del PROGRAMA de Bonos COBEE III	US\$ 13.744.695,90 (Trece millones setecientos cuarenta y cuatro mil seiscientos noventa y cinco 90/100 Dólares de los Estados Unidos de América)
Moneda de la presente Emisión comprendida dentro del PROGRAMA de Bonos COBEE III	Serie “A”: Dólares de los Estados Unidos de América Serie “B”: Dólares de los Estados Unidos de América Serie “C”: Bolivianos
Serie en que se divide la presente Emisión comprendida dentro del PROGRAMA de Bonos COBEE III	Serie “A” Serie “B” Serie “C”
Tipo de Interés	Nominal, anual y fijo.
Tasa de Interés	Serie “A”: 5,00% Serie “B”: 6,50% Serie “C”: 9,00%
Plazo de las series que forman parte de la presente Emisión comprendida dentro del PROGRAMA de Bonos COBEE III	Serie “A”: 1.440 Serie “B”: 2.520 Serie “C”: 3.600 días calendario, computables a partir de la fecha de emisión determinada por la Gerencia General y establecida en la autorización de Oferta Pública de la ASFI e inscripción en el RMV de la ASFI de la presente Emisión comprendida dentro del PROGRAMA.

Plazo de colocación de la presente Emisión comprendida dentro del PROGRAMA de Bonos COBEE III	180 días calendario a partir de la fecha de emisión determinada por la Gerencia General y establecida en la autorización de Oferta Pública de la ASFI e inscripción en el RMV de la ASFI de la presente Emisión comprendida dentro del PROGRAMA.
Procedimiento de colocación primaria	Mercado Primario Bursátil a través de la Bolsa Boliviana de Valores S.A.
Modalidad de colocación	Serie "A": Underwriting de "compromiso en firme" Serie "B": "a mejor esfuerzo" Serie "C": "a mejor esfuerzo"
Forma de representación de los Valores	Mediante anotaciones en cuenta en el Sistema de Registro de Anotaciones en Cuenta a cargo de la Entidad de Depósito de Valores de Bolivia S.A. ("EDV"), de acuerdo a regulaciones legales vigentes.
Periodicidad y Forma de pago de los intereses	Cada 180 días calendario. El pago de intereses serán efectuados de la siguiente manera: a) En la Fecha de Vencimiento de los Cupones: Los intereses correspondientes se pagarán contra la relación de titulares de la emisión 1 comprendida dentro del PROGRAMA, proporcionada por la EDV la presentación de la identificación respectiva, en el caso de personas naturales, y la carta de autorización de pago, poderes notariales (originales o copias legalizadas) de los Representantes Legales, debidamente inscritos en el Registro de Comercio, cuando corresponda, en el caso de personas jurídicas, sin ser necesaria la presentación del Certificado de Acreditación de Titularidad (CAT), conforme a los procedimientos establecidos por la EDV. b) A partir del día siguiente de la fecha de vencimiento de los cupones: Los Intereses correspondientes se pagarán contra la presentación del Certificado de Acreditación de Titularidad (CAT), emitido por la EDV, además de la identificación respectiva para personas naturales, y la carta de autorización de pago, poderes notariales (originales o copias legalizadas) de los Representantes Legales, debidamente inscritos en el Registro de Comercio, cuando corresponda, en el caso de personas jurídicas, conforme a los procedimientos establecidos por la EDV.
Lugar de Pago de intereses y amortización de capital	Las amortizaciones de capital y pago de intereses se realizarán en las oficinas del Agente Pagador, en las siguientes direcciones: La Paz: Calle Colon esq. Mercado No 1308 Santa Cruz: Calle 24 de Septiembre No 158 Cochabamba: Calle Nataniel Aguirre y Calama No S-0498
Fórmula para el cálculo del pago de intereses	Para las Series "A", "B" y "C", el cálculo será efectuado sobre la base del año comercial de trescientos sesenta (360) días calendario. La fórmula para dicho cálculo se detalla a continuación: $VC_i = VN * (Ti * PI / 360)$ Donde: VC _i = Valor del cupón en el periodo i VN = Valor nominal o saldo a capital Ti = Tasa de interés nominal anual PI = Plazo del cupón (número de días calendario) Dónde i representa el periodo
Fecha desde la cual el Tenedor del Bono comienza a ganar intereses.	Los intereses se computarán a partir de la fecha de Emisión determinada por la Gerencia General y establecida en la autorización de Oferta Pública de la ASFI e inscripción en el RMV de la ASFI de la presente Emisión comprendida dentro del PROGRAMA y dejarán de generarse a partir de la fecha establecida para su pago.
Periodicidad y forma de Amortización de Capital	Se efectuarán amortizaciones parciales de capital, de acuerdo al siguiente detalle: Serie "A": Al vencimiento. Serie "B": 50% en los cupones No. 12 y No. 14. Serie "C": 25% en los cupones No. 14, No. 16, No. 18 y No. 20. La amortización de capital será efectuada de la siguiente

	<p>manera:</p> <p>a) En la Fecha de Vencimiento de los Cupones: El Capital correspondiente se pagará contra la relación de titulares de la emisión 1 comprendida dentro del PROGRAMA, proporcionada por la EDV la presentación de la identificación respectiva, en el caso de personas naturales, y la carta de autorización de pago, poderes notariales (originales o copias legalizadas) de los Representantes Legales, debidamente inscritos en el Registro de Comercio, cuando corresponda, en el caso de personas jurídicas, sin ser necesaria la presentación del Certificado de Acreditación de Titularidad (CAT), conforme a los procedimientos establecidos por la EDV</p> <p>b) A partir del día siguiente de la fecha de vencimiento de los cupones: El Capital correspondiente se pagará contra la presentación del Certificado de Acreditación de Titularidad (CAT), emitido por la EDV, además de la identificación respectiva para personas naturales, y la carta de autorización de pago, poderes notariales (originales o copias legalizadas) de los Representantes Legales, debidamente inscritos en el Registro de Comercio, cuando corresponda, en el caso de personas jurídicas, conforme a los procedimientos establecidos por la EDV.</p>
Valor nominal de los Bonos	<p>Serie "A": US\$ 1.000.- (Un mil 00/100 Dólares de los Estados Unidos de América)</p> <p>Serie "B": US\$ 1.000.- (Un mil 00/100 Dólares de los Estados Unidos de América)</p> <p>Serie "C": Bs 10.000.- (Diez mil 00/100 Bolivianos)</p>
Cantidad de Bonos de cada serie	<p>Serie "A": 4.000</p> <p>Serie "B": 3.500</p> <p>Serie "C": 4.415</p>
Forma de circulación de los Bonos	<p>A la Orden.</p> <p>La Compañía reputará como titular de un Bono perteneciente al PROGRAMA a quien figure registrado en el Sistema de Registro de Anotaciones en Cuenta a cargo de la EDV. Adicionalmente, los gravámenes sobre los Bonos anotados en cuenta, serán también registrados en el Sistema a cargo de la EDV.</p>
Precio de colocación de los Bonos	Mínimamente a la par del valor nominal.
Destino específico de los fondos y plazo para la utilización	<p>La Compañía utilizará los recursos captados de la presente Emisión, en cualquiera de los siguientes destinos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Recambio del pasivo correspondiente a la serie B de los Bonos COBEE (BPC-E1B-05) hasta US\$ 10.000.000 y/o • Recambio del pasivo subordinado con Inkia hasta US\$ 1.750.000 y/o • Recambio del pasivo correspondiente al préstamo con Banco Mercantil Santa Cruz hasta US\$ 1.500.000 y/o • Inversiones de capital hasta US\$ 494.695,90. • Capital de Trabajo y/o pago de pasivos laborales hasta US\$ 4.009.980.³ <p>Se establece un plazo de utilización de los recursos hasta octubre de 2012.</p> <p>La Compañía enviará un detalle del uso de los fondos de la Emisión en un plazo no mayor a los quince (15) días calendario de su utilización a la ASFI, a la BBV y al Representante de Tenedores.</p>
Garantía	La Emisión estará respaldada por una garantía quirografaria de la Compañía, en los términos y alcances establecidos por el Código Civil.
Respaldo Adicional	La presente Emisión cuenta con un Respaldo Adicional consistente en un Fideicomiso administrado por el Banco de Crédito de Bolivia S.A.
Bonos convertibles en acciones	Los Bonos de esta Emisión no serán convertibles en acciones.

³ Quinto destino adicionado según el Acta de Asamblea de Tenedores de Bonos COBEE III – Emisión I de fecha 14 de julio de 2010

Carácter de reajustabilidad del empréstito	No reajutable												
Agencia de Bolsa estructuradora y colocadora	BNB Valores S.A. Agencia de Bolsa.												
Agente Pagador	Banco de Crédito de Bolivia S.A.												
Procedimiento de rescate anticipado	<p>La Compañía se reserva el derecho de rescate anticipado mediante:</p> <p>Sorteo Cuando la redención se efectúe mediante sorteo. Esta redención estará sujeta a una compensación monetaria al inversionista, calculada sobre la base porcentual respecto al monto de capital redimido anticipadamente, en función a los días de vida remanentes de la emisión, con sujeción a lo siguiente:</p> <table border="1" data-bbox="732 551 1275 815"> <thead> <tr> <th>Días de vida remanentes de la emisión</th> <th>(%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-540</td> <td>0%</td> </tr> <tr> <td>541-1080</td> <td>0.50%</td> </tr> <tr> <td>1081-1620</td> <td>0.75%</td> </tr> <tr> <td>1621-2160</td> <td>1.00%</td> </tr> <tr> <td>2161 adelante</td> <td>1.50%</td> </tr> </tbody> </table> <p>El sorteo se celebrará ante Notario de Fe Pública.</p> <p>Compras en el Mercado Secundario En caso de que la redención anticipada se efectúe a través de compras en mercado secundario, las transacciones deberán realizarse en la Bolsa Boliviana de Valores S.A.</p>	Días de vida remanentes de la emisión	(%)	0-540	0%	541-1080	0.50%	1081-1620	0.75%	1621-2160	1.00%	2161 adelante	1.50%
Días de vida remanentes de la emisión	(%)												
0-540	0%												
541-1080	0.50%												
1081-1620	0.75%												
1621-2160	1.00%												
2161 adelante	1.50%												
Frecuencia y forma en que se comunicarán los pagos a los Tenedores de Bonos con indicación del o de los medios de prensa de circulación nacional a utilizarse	Los Pagos serán comunicados mediante avisos publicados en un órgano de circulación nacional con al menos un día de anticipación a la fecha establecida para el pago correspondiente.												
Destinatarios a los que va dirigida la Oferta Pública Primaria	Inversionistas institucionales y/o particulares												
El plazo para la amortización o pago total de los Bonos a ser emitidos dentro del PROGRAMA	No será superior, de acuerdo a documentos constitutivos, al plazo de duración de la Compañía.												

Modificaciones de los compromisos y obligaciones del emisor⁴

- a) Tabla de penalizaciones por rescate anticipado

Se propuso modificar la tabla de compensaciones monetarias a los tenedores de bonos en caso de rescate anticipado, por la siguiente:

Plazo de vida remanente de la emisión (en días)	Porcentaje de compensación
2.521 en adelante	2,50%
2.520-2.161	2%
2.160-1.801	1,75%
1.800-1.441	1,25%
1.440-721	0,60%
720-361	0,20%
360-1	0%

Fuente: COBEE / Elaboración: PCR

- b) Obligaciones de pago de intereses en caso de incumplimiento

⁴ Acta de asamblea de tenedores de bonos COBEE, BONOS COBEE II y BONOS COBEE III emisión 1 de fecha 14 de julio de 2010

Se propuso incluir en la cláusula quinta de la declaración unilateral de voluntad "COBEE tiene la obligación de reconocer los intereses impagos devengados a la tasa nominal de cada título en caso de incumplimiento"

c) Plazo para la convocatoria a Asamblea de Tenedores de Bonos

Se propuso cambiar el tiempo para la convocatoria de 5 días a 10 días.

d) Información a proporcionarse al Representante Común de Tenedores de Bonos referente a cambios en el paquete accionario

Se propuso la sustitución del inciso 1 del numeral 1 de la cláusula quinta de la pág. 15 de la DUV, por el siguiente texto:

"Poner en conocimiento de los Tenedores de Bonos, a través del Representante de Tenedores, cualquier modificación de la estructura accionaria que implique una transferencia de más del 20% de las acciones de la compañía"

e) Metodología para el cálculo de los compromisos financieros RCD y RDP.

Se propuso cambiar la metodología de cálculo de la relación de cobertura de servicios de deuda (RCD), eliminando los factores "inventarios" del numerador de la fórmula de cálculo de la RCD; de esta manera la fórmula es la siguiente:

$$RCD^* = (\text{Activo corriente} + \text{EBITDA}) / (\text{Amortizaciones de Capital e Intereses})$$

Se aclara que la cuenta "activos corriente" incluye inventarios y que la $RCD \geq 1,2$.

Por otra parte se propuso cambiar la metodología de cálculo de la Relación de Endeudamiento o Relación Deuda/Patrimonio (RDP), sustituyendo el factor Deuda Financiera Neta por el Pasivo Total en el numerador de la fórmula del cálculo de la RDP; de esta manera la fórmula es la siguiente:

$$RDP = (\text{Pasivo Total} / \text{Patrimonio Neto})$$

Se aclara que la $RDP \leq 1,2$.

f) Remuneración del nuevo RCTB

Se propuso modificar la remuneración del RCTB contenido en el numeral 2.1.2 de la Segunda cláusula donde debe decir:

"En caso que los tenedores de bonos designen a un Representante de Tenedores diferente cuya remuneración mensual sea superior a US\$ 208, el monto en que la compañía se compromete a cancelar como máximo será el monto que resulte del promedio de al menos tres cotizaciones, el gasto adicional deberá ser cubierto por los Tenedores de Bonos"

Análisis del Emisor

Reseña

El 17 de abril de 1925 se constituye The Bolivian Power Co. Ltd. (COBEE) en Halifax, Nueva Escocia, Canadá. En Bolivia se le reconoce la personería jurídica y se aprueba los estatutos de COBEE.

Su principal actividad es realizar inversiones y prestar servicios, por cuenta propia y de terceros, tanto en la república de Bolivia como en el extranjero. Durante la gestión las principales actividades que realizó fueron la generación de energía eléctrica a través de su Sucursal y la prestación de servicios profesionales relacionados principalmente con la industria eléctrica a través de una subsidiaria.

A partir del 22 de diciembre de 2008, COBEE comenzó a formar parte del Mercado Eléctrico Mayorista (MEM), el cual fue creado mediante Ley N1604 de 31 de diciembre del 2004. Esta Ley norma todas las actividades de la industria eléctrica y establece los principios para la fijación de tarifas de electricidad en todo el territorio nacional.

COBEE Sucursal Bolivia es la Unidad Administrativa, Operativa y Comercial de COBEE, esto se debe a que las principales actividades que generan ingresos a COBEE las realiza mediante COBEE Sucursal Bolivia. La cual está dedicada a la generación de energía eléctrica en el departamento de La Paz, utiliza los recursos hídricos de los ríos Zongo y Miguillas.

A la fecha COBEE cuenta con dos oficinas y 15 plantas generadoras:

- Cuatro plantas en el valle de Choquetanga.
- Diez plantas en el valle de Zongo.
- Una planta en la ciudad de El Alto (Kenko).

Accionistas y directorio

Su principal y único accionista es INKIA HOLDINGS (COBEE) LIMITED que toma las riendas de la empresa en junio del 2007.

Cuadro 3: Accionista		
Accionista	Participación Accionaria	Acciones
INKIA HOLDINGS(COBEE) LIMITED	100%	189
Total	100.00%	189

Fuente: COBEE / Elaboración: PCR

En el cuadro 5, se detalla el directorio y la plana gerencial de la empresa al 30 de junio de 2011:

Cuadro 4: Principales Directores y Plana Gerencial			
Directorio		Plana Gerencial	
Nombre	Cargo	Nombre	Cargo
Javier García	Presidente	René Sergio Pereira Sánchez Bustamante	Gerente General
Juan Carlos Camogliano	Director Titular	Humberto Gonzalo Endara De Ugarte	Gerente de Finanzas y Administración
Giora Almogy	Director Titular	Julio Rodrigo Indaburu Irusta	Gerente de Producción
Yitzak Mandelman	Director Titular	Oscar Zamora Arce	Gerente de Ingeniería y Comercialización
Roberto Cornejo	Director Titular		
Frank Sugranes	Director Titular		
Daniel Urbina	Director Titular		

Fuente: COBEE / Elaboración: PCR

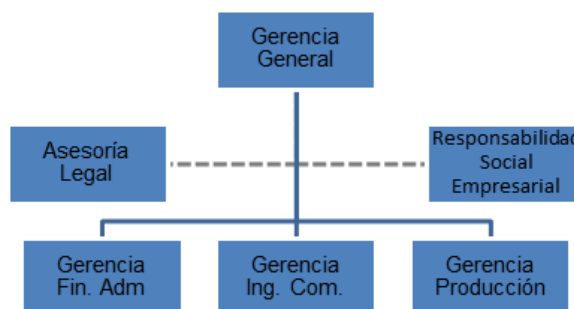
Estructura Organizacional

De acuerdo al Manual de Organización y Funciones presentado por la compañía, la estructura organizacional es encabezada por el Directorio, el cual presenta como unidades de apoyo independientes al área de asesoría legal.

Como primera línea ejecutiva figura Gerencia General Nacional. A continuación presentamos el organigrama proporcionado por la compañía.

Gráfico 1

Organigrama Compañía Boliviana de Energía Eléctrica S.A.



Fuente: COBEE / Elaboración: PCR

Marco Regulatorio

Para el sector eléctrico, el marco regulatorio está compuesto por Nueva Constitución Política Del Estado – NCPE (vigente desde el 7 de febrero de 2009), el Ley de electricidad N°1604 (vigente desde el 21 de diciembre de 1994), los reglamentos específicos del sector eléctrico, entre ellos los Decretos Supremos N° 24043 (de 28 de junio 1995), N° 24043 (de 28 de junio de 1995), N° 0071 (de 9 de abril de 2009), N° 29624 (de 2 de julio 2008), N°0726 (de 6 de diciembre de 2010) y sus reglamentos.

Dichas leyes establecieron el funcionamiento del Mercado Eléctrico Mayorista (MEM) con características que responden a un modelo enfocado en la eficiencia económica para otorgar a la industria las condiciones adecuadas de funcionamiento.

La reforma estableció la desintegración vertical y horizontal de las actividades del sector eléctrico. Se definieron roles del sector y se creó la Superintendencia de Electricidad como organismo regulador autónomo encargado de cumplir y hacer cumplir la Ley de electricidad y sus reglamentos.

El 9 de abril del 2009, se aprobó el Decreto Supremo N° 0071/2009 que crea una nueva entidad, la Autoridad de Fiscalización y Control Social de Electricidad (AE), en remplazo de la Superintendencia de Electricidad. El nuevo órgano regulador que está bajo tuición del Ministerio de Hidrocarburos y Energía.

El Decreto Supremo N°0726 establece que al plazo de un año de elegido el órgano Ejecutivo y el Órgano Legislativo las concesiones sobre recursos naturales, electricidad, telecomunicaciones y servicios básicos deberán adecuarse al nuevo ordenamiento jurídico.

Análisis Sectorial

Para efectos de la evaluación de riesgos de la Transportadora de Electricidad S.A. se efectuó un breve análisis del sector eléctrico⁵ tuvieron incidencia en la distribución de energía eléctrica.

Estructura del Sector

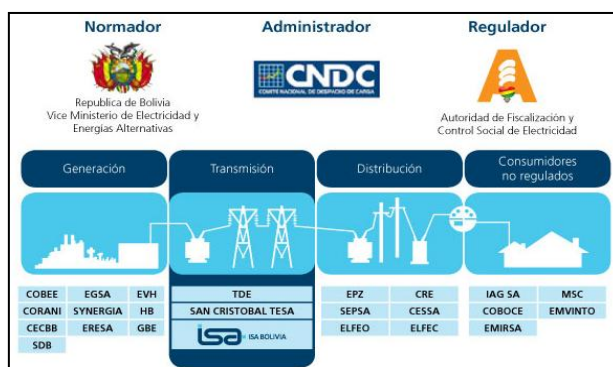
En Bolivia las tres etapas del flujo energético están a cargo de empresas eléctricas y se encuentran desarrolladas por dos sistemas eléctricos reconocidos en la Ley de Electricidad, el Sistema Interconectado Nacional (SIN⁶), que provee de energía eléctrica de manera simultánea a las ciudades más grandes del país y los Sistemas Aislados y Autoprodutores, que proveen de energía eléctrica a las ciudades más pequeñas y a las empresas separadas del SIN. La industria eléctrica en Bolivia comprende las actividades de generación, transmisión y distribución. La estructura del sector determina la separación vertical de las actividades de generación, transmisión y distribución en el Sistema Interconectado Nacional (SIN), con el objetivo de posibilitar el funcionamiento de un Mercado Eléctrico Mayorista (MEM)⁷ competitivo en lo que hace a la generación, donde la oferta está constituida por los generadores y la demanda por los distribuidores de electricidad y consumidores No Regulados.

⁵Tomado de Información proporcionada por funcionarios COBBE

⁶El SIN fue originado en la construcción del Sistema Troncal Interconectado, el cual une los principales nodos de generación y distribución del país.

⁷ Es el mercado integrado por generadores, distribuidores, transmisores y consumidores no regulados; que efectúan operaciones de compra, venta y transporte de electricidad

Gráfico 2
Estructura del Sector Eléctrico



Fuente y Elaboración: Autoridad de Fiscalización y Control Social de Electricidad

El SIN empezó su construcción en 1965 conectando inicialmente las demandas de Oruro y Cochabamba, con las plantas generadoras de Corani y Miguillas (COBEE). En la década de los 80's se completó el tendido de las líneas que conectaban las ciudades de La Paz, Oruro, Potosí, Cochabamba y Sucre, y posteriormente Santa Cruz y finalmente el Beni, llegando así a constituir el SIN actual.

Dentro de los Sistemas Aislados las empresas sí pueden estar integradas verticalmente, es decir, que una empresa puede realizar más de una de las actividades definidas en la industria de electricidad. Los Sistemas Aislados más importantes operan en Tarija, Trinidad, Cobija, ciudades del departamento de Tarija como Yacuiba, Villamontes y Bermejo; en el departamento de Santa Cruz operan los sistemas Camiri, Germán Busch y Valles Cruceños y en el departamento del Beni los sistemas Guayaramerín y Riberalta.

Adicionalmente a estos dos sistemas se cuenta con Sistemas Aislados Menores, y los Autoprodutores, que representan una mínima parte de las actividades de la industria eléctrica en Bolivia. Estos otros Sistemas Aislados Menores son los que tienen una capacidad instalada menor a 1.000 kW, y en general son cooperativas menores ubicadas en poblaciones pequeñas del país. Los Autoprodutores son empresas, en su mayoría mineras, que generan electricidad para su propio consumo en base a energía hidráulica y térmica. Un ejemplo es la empresa minera Huanuni.

Una diferencia que existe entre el SIN y los Sistemas Aislados es que la generación del SIN es de tipo Hidroeléctrico o Termoeléctrico; en los Sistemas Aislados existen cuatro tipos de generación: Hidroeléctrica, a Turbina a Gas, a Motor a Gas y a Motor a Diesel. Esta diferencia se explica porque las empresas generadoras del SIN atienden la mayor parte de la demanda nacional, a diferencia de los Sistemas Aislados que atienden una parte muy pequeña de la misma y con pocos requerimientos de potencia.

Con la promulgación de la Ley de Electricidad en 1994 se dio paso a la desintegración vertical de la industria eléctrica en el país. La separación y capitalización en dicho año se realizó con el propósito de incrementar las inversiones, introducir eficiencia y competencia en todas las etapas y simular competencia en las etapas que no aceptaran competencia directa. Por otra parte, también se logró desintegrar la empresa privada COBEE, separando la generación del transporte y la distribución, para lo cual se crearon los incentivos necesarios.

Por último, el CNDC⁸ inició operaciones en febrero de 1996 y en junio de 1997 la infraestructura de transporte de ambas empresas desintegradas se unió para ser administrada por una sola empresa privatizada, la actual "Empresa Transportadora de Electricidad (TDE)".

Descripción del Sector

Generación: La generación eléctrica puede ser realizada por distintos tipos de plantas generadoras. En el SIN las plantas generadoras son termoeléctricas e hidroeléctricas. La generación hidroeléctrica utiliza como insumo

⁸ Comité Nacional de Despacho y Carga

el agua, por lo que requieren de embalses para su funcionamiento y la generación termoeléctrica utiliza como insumo el gas natural, por lo que requieren estar conectadas a un gasoducto. Las Termoeléctricas tienen costos variables altos y las hidroeléctricas costos fijos altos; por lo tanto, es más eficiente que las plantas hidroeléctricas operen en los bloques valle y resto, dejando que las termoeléctricas generen energía en el bloque punta o de demanda máxima.

La generación también estaba conformada por la Compañía Boliviana de Energía Eléctrica (COBEE), empresa privada que además era transportadora y distribuidora. Para incentivar la desintegración de COBEE se le otorgó una concesión para la actividad de generación de 40 años a partir de 1990 y la exclusividad para el suministro de energía eléctrica a las empresas distribuidoras que atendieran las ciudades de La Paz, El Alto y Oruro. Adicionalmente, y durante el período de 7 años la compañía debía recibir una tasa de retorno a su capital de 9% establecido bajo el Código de Electricidad. Luego, por otros siete años la compañía podría elegir entre permanecer con la tasa de retorno establecida en el Código de Electricidad o vender su electricidad siguiendo las reglas establecidas en la Ley de Electricidad.

Actualmente la generación está compuesta por once empresas generadoras, COBEE, Corani, Guaracahi, Valle Hermoso, Synergia, Empresa Hidroeléctrica Boliviana, Río Eléctrico, Guabirá Energía, ENDE Andina, Compañía Eléctrica Central Bulu Bulu (CECBB) y Servicios de Desarrollo de Bolivia S.A. (SDB).

Transmisión: La transmisión de energía eléctrica es la transformación de la tensión de electricidad y su transporte en bloque desde el punto de entrega por un generador hasta el punto de recepción por un distribuidor, consumidor u otro transmisor.

Una de las características más importantes de la industria eléctrica es que las actividades del flujo energético tienen que estar conectadas entre sí, para poder satisfacer la demanda final. Esto debido a que la demanda que enfrentan las empresas generadoras pertenece a las empresas distribuidoras, la misma que está en función de la demanda de los consumidores finales. Por lo tanto, las distribuidoras únicamente trasladan la demanda de los usuarios finales a las empresas generadoras. En este sentido, la transmisión o transporte de energía es fundamental para el buen funcionamiento de la industria, la misma que actualmente funciona bajo el principio de acceso abierto para todas aquellas plantas generadoras que quieran transportar la energía dentro del SIN⁹.

Distribución: En lo que respecta a la distribución de energía eléctrica esta se hace por medio de siete compañías que en algunos casos basan su estructura corporativa bajo la figura de cooperativas. Las siete compañías antes mencionadas son las siguientes: Electricidad La Paz (ELECTROPAZ), Cooperativa Rural de Electricidad (CRE), Empresa de Luz y Fuerza de Cochabamba (ELFEC), Empresa de Luz y Fuerza de Oruro (ELFEO), Compañía Eléctrica de Sucre (CESSA), Servicio Eléctrico Potosí (SEPSA) y la Empresa nacional de Electricidad-Distribución (ENDE).

El fin último de la distribución es la dotación del producto final a los consumidores de manera que sus tarifas están reguladas de acuerdo a los puntos establecidos en la ley de electricidad.

Mercado Eléctrico Mayorista (MEM)

Con la reestructuración del Mercado Eléctrico Nacional, la Ley de Electricidad creó el Comité Nacional de Despacho de Carga (CNDC), responsable de la administración del Mercado Eléctrico Mayorista, el cual está integrado por las empresas de generación, transmisión, distribución y los consumidores no regulados (los que realizan compras de electricidad sin pasar por una empresa distribuidora) del SIN (además el MEM incluye las transacciones internacionales con Mercados y sistemas de otros países).

La regulación en la industria eléctrica boliviana busca la eficiencia en sus diferentes etapas. En el Mercado Mayorista, la oferta es la sumatoria de los costos marginales mínimos de las empresas generadoras y la demanda es la sumatoria de las demandas de las seis empresas distribuidoras en cada momento del tiempo, más un porcentaje de pérdidas en el transporte de energía. El MEM es administrado por el CNDC que planifica la operación integrada del SIN, realiza el despacho de carga en tiempo real y a costo mínimo y determina las transacciones.

Previamente a la venta de energía, las empresas de generación realizan ofertas a distintos costos marginales, y es el CNDC quien decide, en función de la demanda proyectada dentro de una banda, qué empresa inyectará

⁹Ley de Electricidad, título III, Capítulo I, Artículo 17.

primero la energía. Lo hace la empresa con costo marginal más bajo para un nivel de demanda dado y el precio de la energía en el MEM es el costo marginal de corto plazo. De esta manera, en todo momento se encuentran operando las generadoras con menores costos marginales y en la medida que aumenta la demanda (en las horas pico), entran en operación las generadoras con mayores costos marginales.

Cuadro 5

Participantes de la Industria Eléctrica

Empresas de Generación	Empresas de Transmisión	Empresas de Distribución	Consumidores No Regulados
<ul style="list-style-type: none"> • Compañía Boliviana de Energía Eléctrica S.A. (COBEE) • Empresa Guaracachi S.A. (EGSA) • Empresa Eléctrica Corani S.A. (CORANI) • Empresa Eléctrica Valle Hermoso S.A. (VHE) • Compañía Eléctrica Central Bulu Bulu S.A. (CECBB) • Empresa Río Eléctrico S.A. (ERESA) • Hidroeléctrica Boliviana S.A. (HB) • Sociedad Industrial Energética y Comercial Andina S.A. (SYNERGIA) • Servicios de Desarrollo de Bolivia S.A. (SDB) • Guabira Energía S.A. (GBE) • ENDE ANDINA SAM (ENDEANDINA) 	<ul style="list-style-type: none"> • Transportadora de Electricidad S.A (TDE) • Interconexión Eléctrica ISA Bolivia S.A (ISA) • San Cristóbal TESA (SCTESA) • Empresa Nacional de Electricidad - Transmisión (ENDE) 	<ul style="list-style-type: none"> • Cooperativa Rural de Electrificación Ltda. (CRE) • Electricidad de La Paz (ELECTROPAZ) • Empresa de Luz y Fuerza Eléctrica Cochabamba S.A. (ELFEC) • Empresa de Luz y Fuerza Eléctrica Oruro S.A. (ELFEO) • Compañía Eléctrica Sucre S.A. (CESSA) • Servicios Eléctricos Potosí (SEPSA) • Empresa Nacional de Electricidad - Distribución (ENDE) 	<ul style="list-style-type: none"> • Empresa Minera Inti Raymi S.A. (EMIRSA) • Empresa Metalúrgica Vinto (EMVINTO) • Coboce Ltda (COBOCE) • Empresa Minera San Cristóbal (EMSC)

Fuente: CNCDC/ Elaboración: PCR

Desarrollo del Sector

La participación promedio del sector eléctrico (incluyendo gas y agua) en el PIB al 31 de diciembre de 2010 representó un 7,34% cifra superior a la alcanzada durante la gestión 2009 en el que el aporte de este sector al PIB fue de un 6,11%.

Entre las gestiones 2009 y 2010 la demanda del sector eléctrico alcanzó un crecimiento de 7,73% ya que durante el año 2009 se tuvo una demanda de energía de 5.397 GWh mientras que durante la gestión 2010 la demanda alcanzó 5814 GWh lo cual nos muestra que el sector tuvo durante la pasada década un desarrollo importante en cuanto a consumo de energía eléctrica. Esta situación se debe por un lado al incremento de la población, y por otro, a un mayor tendido de cables de energía eléctrica para atender las actividades industrial y minera.

Asimismo la demanda de potencia también sufrió un incremento en el mercado boliviano ya que el año 2009 este indicador alcanzaba una demanda anual 10.663,4 MW alcanzando 11.541,9 MW en el 2010 lo cual representa un incremento de un 8,25%.

La industria eléctrica en Bolivia comprende las actividades de generación, transmisión y distribución. La estructura del sector determina la separación vertical de las actividades de generación, transmisión y distribución en el Sistema Interconectado Nacional (SIN), con el objetivo de posibilitar el funcionamiento de un Mercado Eléctrico Mayorista (MEM)¹⁰ competitivo en lo que hace a la generación, donde la oferta está constituida por los generadores y la demanda por los distribuidores de electricidad y consumidores No Regulados.

La generación bruta de energía de la gestión 2009 alcanzó 5.632.658 MWh., generación que tuvo un incremento de 452.868 MWh. para finalmente alcanzar una generación bruta total de 6.085.526 MWh.

La oferta de electricidad en Bolivia se encuentra basada en centrales generadoras hidroeléctricas y termoeléctricas, durante la gestión 2009 las centrales termoeléctricas representaron 59,8%, hasta llegar a representar un 64,55% del total de la generación en el País.

¹⁰ Es el mercado integrado por generadores, distribuidores, transmisores y consumidores no regulados; que efectúan operaciones de compra, venta y transporte de electricidad

La operación del Sistema Interconectado Nacional (SIN) durante la gestión 2009 fue normal, habiéndose realizado el despacho de carga con los criterios de seguridad, confiabilidad y a costo mínimo, establecidos en la normativa.

Las centrales de generación eléctrica del Sistema Interconectado Nacional están ubicadas en siete de los nueve departamentos de Bolivia: La Paz, Cochabamba, Santa Cruz, Chuquisaca, Potosí, Oruro y el Beni.

A continuación mostramos la capacidad de Generación del Sistema Interconectado Nacional al mes de Junio de 2011.

CUADRO 6				
Empresa	Central o Sistema	Tipo	Capacidad MW	Capacidad MW
Compañía Boliviana de Energía Eléctrica	Zongo	Hidro	187.77	227.12
	Miguillas	Hidro	21.11	
	Kenko	Térmico	18.24	
Hidroeléctrica Boliviana	Taqesi	Hidro	89.27	89.27
Empresa Eléctrica Corani	Corani	Hidro	57.62	148.73
	Santa Isabel	Hidro	91.11	
Empresa Río Eléctrico	Yura	Hidro	19.04	19.04
Sociedad Industrial Energética y Comercial Andina	Kanata	Hidro	7.54	7.54
Servicios de Desarrollo de Bolivia S.A.	Quehata	Hidro	1.96	1.96
Empresa Guaracachi	Guaracachi	Térmico	298.22	348.16
	Aranjuez	Térmico	36.03	
	Karachipampa	Térmico	13.91	
Empresa Eléctrica Valle Hermoso	Carrasco	Térmico	107.57	178.49
	Valle Hermoso	Térmico	70.92	
Compañía Eléctrica Central Bulu Bulu	Bulu Bulu	Térmico	89.64	89.64
Guabira Energía S.A.	Guabirá	Térmico	21.00	21.00
Ende Andina	Entre Rios	Térmico	104.81	104.81
TOTAL			1,235.75	1,235.75

Demanda, Oferta y Precios:

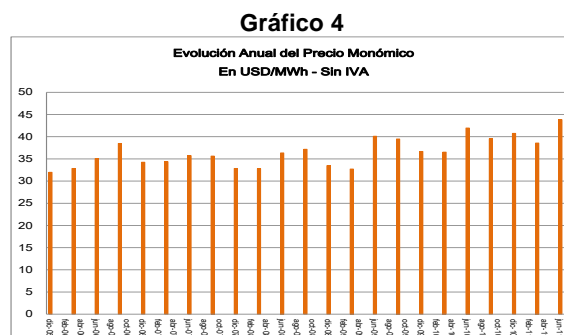
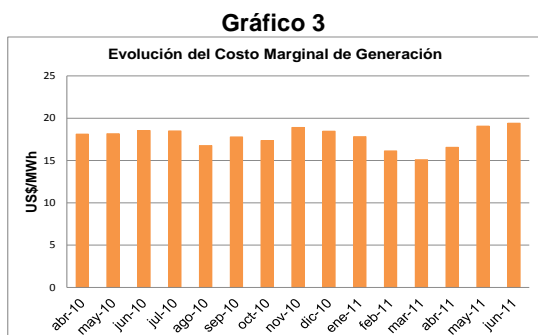
En el año 2008, pese a la incertidumbre política de Bolivia, la demanda se vio impulsada en 10,60% debido al consumo de la Minera San Cristóbal, por el ingreso de la Minera San Bartolomé y por el fuerte crecimiento del consumo minero hasta septiembre de 2008, que determinaron el crecimiento de la demanda de energía más elevado de los últimos 12 años.

En el 2009, la oferta de generación en el SIN se incrementó con la incorporación de una potencia efectiva disponible de 5,0 MW. En esta gestión la capacidad de potencia efectiva disponible fue de 1164,2 MW, debido al repotenciamiento del turbogenerador TG-GE1, en el departamento de Santa Cruz, lo que incrementó la potencia en bornes de 16,0 MW a 21,0 MW.

A diciembre del 2009, el precio promedio de energía llegó a US\$/MWh 16,38; en tanto, el precio de la potencia se ubicó en US\$/MWh 13.52, mientras que el peaje se situó en US\$/MWh 6,78; de este modo el precio monómico registró un monto total de US\$/MWh 36.68, mayor al registrado al cuarto trimestre del año anterior (US\$/MWh 33.47).

A diciembre 2010, el consumo de energía del Mercado Eléctrico Mayorista (MEM) fue de 527.668.379 kWh con una demanda máxima de 1.009.392 kW. La variación de la demanda, respecto al mismo mes del año anterior, fueron 10% en energía y 7,4% en potencia máxima.

Las tasas de crecimiento del período anual que concluyó en el mes de diciembre fueron 7,7% en energía y 7,4% en potencia máxima.



Fuente: Empresa Guaracachi - CNDC/ Elaboración: PCR

Puntos relevantes Junio 2011:

- La demanda en el Mercado Eléctrico Mayorista (MEM) creció, hasta el presente, con una tasa anual de 7,8% en energía y 7,3% en potencia.
- La capacidad de generación en este mes fue de 1.235,75 MW.
- La demanda máxima del mes fue de 995,6 MW, el día 20 a horas 19:00.
- La demanda máxima registrada en los últimos 12 meses fue de 1.031,30 MW
- La producción bruta en centrales de generación se distribuyó en: hidroeléctrica 26.12 % y termoeléctrica 73.88 %
- El caudal promedio del embalse Corani fue de 1.1 m³/s, que corresponde a una probabilidad de excedencia del 69.82 %.
- La disponibilidad del parque generador hidráulico fue de 96.7 % y en el parque termoeléctrico de 89.23 %.
- El costo marginal de generación fue de 19.41 US\$/MWh (sin IVA).
- El costo marginal en nodos de consumos, incluyendo el costo de la energía forzada, fue de 20.84 US\$/MWh (sin IVA).
- El precio monómico a los consumidores fue de 43.83 US\$/MWh (sin IVA).

A continuación se incluye un resumen de la proyección de costos marginales de energía para los próximos cuatro años, extractado del estudio de mediano plazo del CNDC¹¹ para el período mayo/2010 – abril/2014.

Cuadro 7 : Energía Libre y Costo Marginal Promedio								
Bloque	May/10-abr/11		may/11-abr/12		may/12-abr/13		may/13-abr/14	
	(GWh)	(US\$/MWh)	(GWh)	(US\$/MWh)	(GWh)	(US\$/MWh)	(GWh)	(US\$/MWh)
Alto	1.515,5	15,45	1.623,1	16,21	1.743,3	17,31	1.830,1	17,5
Medio	2.987,7	15,34	3.203,9	15,47	3.453,5	16,5	3.634,8	16,83
Bajo	1.302,7	14,69	1.392,9	14,8	1.498,8	15,49	1.579,7	15,8
Total	505,9	15,22	6.219,9	15,51	6.695,6	16,48	7.044,6	16,77

Fuente: CNDC / Elaboración: PCR

¹¹ Comité Nacional de Despacho y Carga

Operaciones de COBEE

Características de las instalaciones

Para la operación y despacho de sus unidades de generación, COBEE está sujeta al despacho económico de mínimo costo, el cual se rige por los criterios establecidos por la Ley N° 1604. Al ser una empresa hidroeléctrica la empresa cuenta con una ventaja competitiva de tener precedente económico y en la asignación de potencia firme. A la fecha la empresa cuenta con una participación de mercado del 24,2% respecto al total de inyección del SIN superior al registrado en el 2010 que presentó una participación del 23,5%. COBEE cuenta con 3 sistemas de generación:

Valle de Zongo: Es una sistema de generación hidroeléctrico ubicado a 60 km al norte de la ciudad de La Paz, en el valle de Zongo de la provincia Murillo. La capacidad de esta planta es de 188,4 MW de potencia efectiva occidental. Y cuenta con 10 centrales de cascada y 21 unidades de generación. Tiene una capacidad de almacenaje de 66 GWh.

Valle Miguillas: Es una sistema de generación hidroeléctrico ubicado a 250 km al suroeste de la ciudad de La Paz, en el valle de Miguillas de la provincia Inquisivi. La capacidad de esta planta es de 20,9 MW de potencia efectiva occidental. Y cuenta con 4 centrales de cascada y 9 unidades de generación. De las cuales 8 fueron instaladas entre 1931 y 1958 y una en el año 2008. Tiene una capacidad de almacenaje de 43 GWh.

Central generadora El Kenko: Es una sistema de generación termoeléctrico ubicado En la ciudad de El Alto a 15 Km de La Paz. La potencia efectiva es de 18,62 MW y la instalada es de 29.8MW, cuenta con 2 turbinas de gas Rolls Royce Coberra instalada en julio de 1995.

Producción

La empresa en el 2009 participó con una energía a nivel de STI de 1.057 GWh, que representó el 19,2% del total inyectado. Asimismo la empresa tuvo una participación en el SIN de 215 MW (23%) de generación. Adicional a ello la empresa cuenta con un contrato de compra y venta de energía con la empresa Minera San Cristóbal por el 75% de sus requerimientos de energía, lo cual representó en el 2009 el 27% de la producción de la compañía.

Del total de generación durante la gestión 2009, la composición fue del 69% para clientes del mercado spot, y 4% para consumidores propios, ventas directas y pérdida, y el resto para las ventas a la minera San Cristóbal. La empresa cuenta con dos tipos de generación como ya fue mencionado anteriormente, generación hidroeléctrica y generación termoeléctrica. La que tiene mayor relevancia es la generación Hidroeléctrica, en el 2009 la producción bruta alcanzó una producción de 1.028 millones de MWh. Por otra parte la producción bruta en termoeléctricas alcanzó los 71.26 millones de MWh.

En lo que respecta al 2010 podemos observar que la empresa tuvo un incremento en la producción bruta, de 1.100.252,28 MWh registrado en el año 2009 a 1.154.616,40 registrados en el 2010, este incremento representó un crecimiento en la producción de 4,94%.

Al cierre del primer trimestre de 2011, la empresa ha alcanzado una producción bruta de 376.497,01 MWh, generación que es superior a la registrada al mes de marzo de 2010 donde solamente se generaron 361.304,75 MWh, lo que representa un crecimiento de un 4,2%.

A Junio de 2011 COBEE ha alcanzado una producción bruta de 673.619,80 MWh, la mencionada generación es superior a la alcanzada al mismo corte durante la gestión 2010 donde solamente se generaron 623.222,98 MWh lo que representa un crecimiento de 8,09% respecto de la anterior gestión.

Gráfico 5

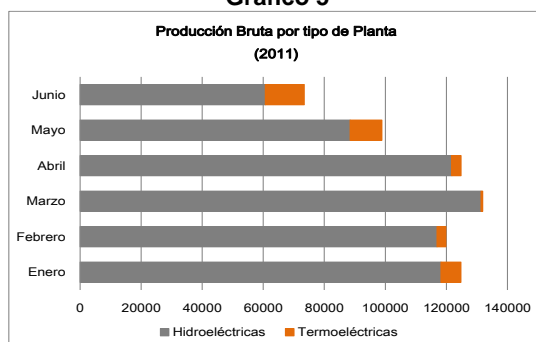
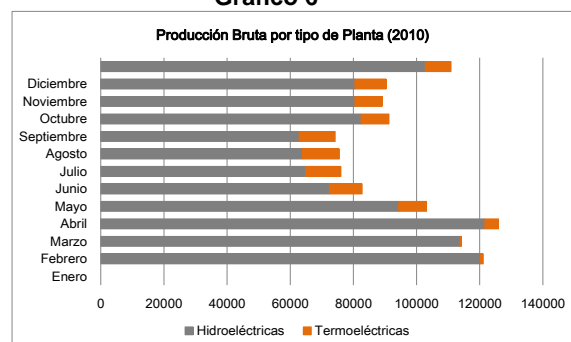


Gráfico 6



Fuente: COBEE / Elaboración: PCR

Un hecho de importancia de la empresa es que en el año 2009, se concluyó con el proyecto de modernización de las unidades de generación del Valle de Zongo, el cual tenía por finalidad la instalación y puesta en servicio de nuevos reguladores de velocidad y voltaje y sistemas de control en las unidades 1 y 2 de la planta Botijlaca al igual que la instalación y puesta en servicio del nuevo regulador de velocidad en planta Sainani. Las ventajas de este proyecto son la apertura hacia la operación remota a través del sistema Scada, la optimización de tiempos de respuesta ante fallas, y la posibilidad de análisis de eventos en tiempo real y por ende el incremento en la confiabilidad operativa a costos competitivos de mantenimiento.

Por otra parte la empresa al momento de realizar la generación toma en cuenta las consideraciones climatológicas.

Durante el año 2010, la alta disponibilidad hidrológica en los meses de enero, febrero, abril, compensó la baja disponibilidad hidrológica de los meses de junio, agosto y octubre, permitiendo que en el balance la generación hidroeléctrica de COBEE esté 5% por encima de lo esperado.

El gráfico siguiente ilustra el potencial hidrológico histórico en las centrales de COBEE, expresado en porcentaje, con variaciones máximas de -12% y +16.8%. En ese marco, el año 2010 contó con una disponibilidad hidrológica 1.1% menor a la media potencial.

En el Sistema Interconectado Nacional (SIN) la generación hidroeléctrica en el año 2010 estuvo en el rango de la programación prevista, concluyendo en el caso de COBEE con un 5% de generación hidroeléctrica mayor a la esperada.

Para el año 2011 no se prevé que las condiciones climatológicas tengan una influencia importante en la generación hidroeléctrica de COBEE y el sistema eléctrico boliviano.

Hechos Relevantes

- En fecha 26 de agosto de 2011 ha comunicado que dando cumplimiento a lo establecido en los documentos de la emisión "Bonos COBEE III – Emisión 1" sobre el destino de los fondos obtenidos en la colocación y haciendo uso del monto para cumplir el ítem 5 "Capital de Trabajo y/o Pago de Pasivos Laborales", el 26 de agosto de 2011 la compañía procedió con el pago de Bs119.342,15 por concepto de "Pago de Pasivos Laborales"
- En fecha 23 de agosto ha comunicado que el 19 de agosto de 2011, por resolución unánime del Directorio de la Sociedad, se resolvió autorizar la distribución de dividendos al accionista por las utilidades generadas y acumuladas al 31 de diciembre de 2010 por un monto total de US\$4.000.000.-
- En fecha 02 de agosto de 2011 ha comunicado que los ratios financieros de las emisiones de Bonos COBEE al 30 de junio de 2011 son los siguientes:
 - Relación de Cobertura de Servicio de Deuda (RCD) – Condición RCD \geq 1,2 – Al 31 de marzo de 2011 RCD = 2,33
 - Relación de Endeudamiento (RDP) – Condición RDP \leq 1,2 – Al 31 de marzo de 2011 RDP = 0,20
- En fecha 11 de julio de 2011 ha comunicado que dando cumplimiento a lo establecido en los documentos de la Emisión "Bonos COBEE III – Emisión 1 sobre el destino de los fondos obtenidos en la colocación y haciendo uso del monto para cumplir el ítem 5 "Capital de Trabajo y/o Pago de Pasivos Laborales" el 8 de julio de 2011 la compañía procedió con el pago de Bs97.949,40 por concepto de "Pago de Pasivos Laborales".
- En fecha 17 de junio de 2011 ha comunicado que en calidad de emisores de bonos y de conformidad a lo establecido en los documentos de la emisión "Bonos COBEE III – Emisión 1 sobre el destino de los fondos obtenidos en la colocación en fecha 17 de junio de 2011 la Sociedad procedió con el pago de US\$28.323.- en cumplimiento al monto asignado en el ítem 4 "Inversiones de Capital" de dicha emisión
- En fecha 08 de junio de 2011 ha comunicado que dando cumplimiento a lo establecido en los documentos de la emisión "Bonos COBEE III – Emisión 1 sobre el destino de los fondos obtenidos en la colocación y haciendo uso del monto para cumplir el ítem 5 "Capital de Trabajo y/o Pago de Pasivos Laborales", el 8 de junio de 2011 la Compañía procedió con el pago de Bs113.534,05 por concepto de "Pago de Pasivos Laborales".

- En fecha 07 de junio de 2011 ha comunicado que dando cumplimiento a lo establecido en los documentos de la emisión “Bonos COBEE III – Emisión 1 sobre el destino de los fondos obtenidos en la colocación y haciendo uso del monto para cumplir el ítem 5 “Capital de Trabajo y/o Pago de Pasivos Laborales”, el 6 de junio de 2011 la Compañía procedió con el pago de Bs75.941,35 por concepto de “Pago de Pasivos Laborales”.
- En fecha 24 de mayo de 2011 ha comunicado que en fecha 20 de mayo de 2011 se llevaron a cabo:
 - Asamblea General de Tenedores de Bonos COBEE
 - Asamblea General de Tenedores de Bonos COBEE II
 - Asamblea General de Tenedores de Bonos COBEE III – Emisión 1

En dichas asambleas tanto el Emisor como los representantes comunes de Tenedores de Bonos presentaron a las respectivas asambleas sus informes referentes al cumplimiento de compromisos positivos y negativos, información financiera de la compañía, calificación de riesgo, y el cumplimiento de las relaciones financieras de las distintas emisiones. En este último punto las asambleas descritas en los numerales I y II anteriores, el Representante de la AFP Futuro de Bolivia para el FCI solicitó analice el cambio de compromiso Relación Deuda a Patrimonio (RDP) puesto que el mismo habría perdido su función luego de la revalorización de activos de la compañía, además, se solicitó al Representante Común de Tenedores de Bonos – CAISA Agencia de Bolsa, haga conocer a los tenedores como hecho relevante, cuando estén disponibles sus informes semestrales referentes al Emisor, de manera que los tenedores de bonos interesados los puedan retirar de las Oficinas de CAISA.

- En fecha 09 de mayo de 2011 ha comunicado que en cumplimiento al prospecto de emisión de los Bonos COBEE II, convoca a Asamblea General de Tenedores de Bonos COBEE para el 20 de mayo del corriente a hrs. 16:30 con el siguiente orden del día
 - Informe del representante Común de Tenedores de Libros.
 - Informes del Emisor.
- En fecha 09 de mayo de 2011 ha comunicado que en cumplimiento al Prospecto de Emisión de los Bonos COBEE III, convoca a Asamblea General de Tenedores de Bonos COBEE para el día 20 de mayo del corriente a hrs. 17:30, con el siguiente orden del día
 - Informe del representante Común de Tenedores de Libros.
 - Informe del Emisor.
- En fecha 09 de mayo de 2011 la empresa ha comunicado que en cumplimiento al Prospecto de emisión de los Bonos COBEE, convoca a Asamblea General de Tenedores de Bonos COBEE para el 20 de mayo de 2011, a hrs, 16:00 con el siguiente orden del día:
 - Informe del representante Común de Tenedores de Libros.
 - Informe del Emisor.
- En fecha 06 de mayo de 2011 ha comunicado que los ratios financieros de las emisiones de Bonos COBEE al 31 de marzo de 2011 son los siguientes:
 - Relación de Cobertura de Servicio de Deuda (RCD) – Condición RCD $\geq 1,2$ – Al 31 de marzo de 2011 RCD = 5,31
 - Relación de Endeudamiento (RDP) – Condición RDP $\leq 1,2$ – Al 31 de marzo de 2011 RDP = 0,21
- En fecha 04 de mayo de 2011 se ha comunicado que el Señor René Sergio Pereira Sanchez Bustamante debido a su ausencia del País del 30 de abril al 6 de mayo de 2011, ha designado como Gerente General Interino al Señor Oscar Daniel Zamora Arce para ejercer todas y cada una de las facultades otorgadas en el Poder contenido en la Escritura Pública N°166/2010 de 31 de marzo de 2010. Asimismo informó que se otorga al Señor Oscar Zamora Arce poder expreso para que en representación de la sociedad firme y presente ante quien sea necesario los Estados Financieros y toda la información financiera correspondiente a la gestión 2010y primer trimestre de la gestión 2011.

- En fecha 28 de febrero de 2011 se ha comunicado que de acuerdo a lo dispuesto en la Resolución de Directorio, en fecha 25 de febrero de 2011, la compañía procedió al pago de dividendos al accionista por las utilidades generadas y acumuladas al 31 de diciembre de 2009 por un monto total de US\$2,50 millones
- En fecha 25 de febrero del 2011 de acuerdo a lo dispuesto en la Resolución de Directorio se procedió al pago de dividendos al accionista por las utilidades generadas y acumuladas al 31 de diciembre de 2009 por un monto de US\$ 2,50 millones.
- El señor Marco Pastor Lazo de la Vega Durán presentó su renuncia al cargo de Jefe del Departamento Legal a partir del 2 de febrero de 2011.
- En fecha 17 de diciembre de 2010 se ha comunicado que de acuerdo a las disposiciones acordadas en la Reunión de Directorio de 10 de diciembre de 2010, se procedió a la distribución de dividendos por un monto total de US\$ 2,0 millones.
- En fecha 13 de diciembre de 2010 y de acuerdo a lo establecido en el documento de emisión Bonos COBEE III- Emisión 1 sobre el destino de los fondos y haciendo uso del monto para cumplir el ítem 5 "Capital de Trabajo y/o pago de Pasivos Laborales" se procedió al pago de Bs 1.007.334,95 por concepto de "Pago de Pasivos Laborales".
- En fecha 8 de diciembre de 2010 y de acuerdo a lo establecido en el documento de emisión Bonos COBEE III- Emisión 1 sobre el destino de los fondos y haciendo uso del monto para cumplir el ítem 5 "Capital de Trabajo y/o pago de Pasivos Laborales" se procedió al pago de Bs 812.101,40 por concepto de "Pago de Pasivos Laborales".
- En fecha 3 de diciembre de 2010 y de acuerdo a lo establecido en el documento de emisión Bonos COBEE III- Emisión 1 sobre el destino de los fondos y haciendo uso del monto para cumplir el ítem 5 "Capital de Trabajo y/o pago de Pasivos Laborales" se procedió al pago de Bs 1.836.712,40 por concepto de "Pago de Pasivos Laborales".
- En fecha 3 de noviembre de 2010 y de acuerdo a lo establecido en el documento de emisión Bonos COBEE III- Emisión 1 sobre el destino de los fondos y haciendo uso del monto para cumplir el ítem 5 "Capital de Trabajo y/o pago de Pasivos Laborales" se procedió al pago de Bs 2.514.643,50 por concepto de "Pago de Pasivos Laborales".
- En fecha 22 de octubre de 2010 se comunicó que como resultado de la aceptación del recurso de revocatoria interpuesto por COBEE contra la resolución AE No 99/2010 de 1 de abril de 2010, el día 21 de octubre la Autoridad de Fiscalización y Control Social de Electricidad ha notificado con la Resolución AE No 497/2010 de 20 de octubre de 2010 que aprueba los valores Base de Tarifas, ingresos y gastos; determina la Tasa de Utilidad de COBEE de la Revisión Ordinaria de las gestiones 2006,2007 y 2008; estableciendo como excedente percibido por COBEE en el período 2006-2008 el monto de US\$ 6,77 millones; y se dispone que el monto excedente del período considerado pase a las cuenta individual de COBEE que forma parte del Fondo de estabilización del mercado Eléctrico Mayorista y declaró concluido el régimen tarifario establecido en el Código de Electricidad aplicable a COBEE.
- En fecha 19 de octubre de 2010 y de acuerdo a lo establecido en el documento de emisión Bonos COBEE III- Emisión 1 sobre el destino de los fondos y haciendo uso del monto para cumplir el ítem 5 "Capital de Trabajo y/o pago de Pasivos Laborales" se procedió al pago de Bs 1.476.033,95 por concepto de "Pago de Pasivos Laborales".
- En fecha 11 de octubre de 2010 y de acuerdo a lo establecido en el documento de emisión Bonos COBEE III- Emisión 1 sobre el destino de los fondos y haciendo uso del monto para cumplir el ítem 5 "Capital de Trabajo y/o pago de Pasivos Laborales" se procedió al pago de Bs 1.458.314,40 por concepto de "Pago de Pasivos Laborales".
- En fecha 4 de octubre de 2010 y de acuerdo a lo establecido en el documento de emisión Bonos COBEE III- Emisión 1 sobre el destino de los fondos y haciendo uso del monto para cumplir el ítem 5 "Capital de Trabajo y/o pago de Pasivos Laborales" se procedió al pago de Bs 5.999.494,90 por concepto de "Pago de Pasivos Laborales".
- En fecha 7 de septiembre de 2010 ha comunicado que en su calidad de emisor de los Bonos COBEE III- Emisión 1 procedió al pago de Bs 3.372.936,30 por concepto de "Pago de Pasivos Laborales".

- En 31 de agosto de 2010 ha comunicado que en su calidad de emisor de los Bonos COBEE III- Emisión 1 procedió al pago de Bs 5.014.018,07 por concepto de "Pago de Pasivos Laborales".
- El 14 de julio 2010 en acta de asamblea de tenedores de bonos COBEE, bonos COBEE II y Bonos de COBEE III-Emisión 1, se aceptó la renuncia de Panamerican Securities S.A. a la función de representante Común de Tenedores de Bonos. Y se realizó modificaciones a los compromisos y obligaciones del emisor.
- El 7 de mayo de 2010 se ha comunicado que en la reunión de Directorio del 2 de julio 2010, se aprobaron ciertas modificaciones a las características de las emisiones de los Bonos COBEE, Bonos COBEE II, el programa de emisiones Bonos COBEE III, y los Bonos COBEE III-Emisión 1. Asimismo, ha informado que se instruyó presentar la propuesta de cambios contenida, ante las Asambleas de Tenedores de Bonos correspondientes para su aprobación y posterior consignación en las Declaraciones Unilaterales de Voluntad respectivas, los Prospectos de cada Emisión y todo otro documento, acta o escritura pública que sea requerida.
- En fecha 19 de marzo del 2010 se ha comunicado el rescate anticipado de 999 Bonos en circulación correspondientes a la serie BPC-E1B-05 de la emisión "Bonos COBEE", mediante modalidad de Sorteo llevado a cabo el 18 de marzo de 2010, quedando pendiente 1 bono que será rescatado en Junio del presente año.
- Se ha concluido con la colocación de la 1ra. serie de emisión de bonos del Programa de Bonos COBEE III, para lo cual en fecha 18 de marzo del año en curso se ha realizado el Rescate Anticipado de 999 Bonos en circulación correspondientes a la Serie BPC-E1B-05 de la emisión de "Bonos COBEE", mediante la modalidad de sorteo.

Análisis Financiero del Fideicomiso

Para la elaboración del análisis se ha utilizado los estados financieros del Fideicomiso Bonos - COBEE al 30 de junio.

Balance General

Los fondos recaudados por la colocación de la emisión de bonos y por la venta de energía eléctrica se encuentran distribuidos en las siguientes cuentas: disponibilidades por Bs 10,14 millones, inversiones temporarias por Bs 0,34 millones, alcanzando un total activo de Bs 10,47 millones. Estos fondos se mantienen administrados por el Banco de Crédito de Bolivia.

Respecto de los pasivos, estos se encuentran en cero, ya que este patrimonio autónomo solamente es utilizado con el fin de canalizar los ingresos de COBEE¹² administrados por el Banco de Crédito de Bolivia. Al 30 de junio de 2011 el Fideicomiso posee un patrimonio de Bs10,47 millones además de registrar una pérdida acumulada de Bs1,89 millones.

Estado de Resultados

Al 30 de junio de 2011, los ingresos financieros generados por los fondos en las cuentas del fideicomiso, ascendieron a Bs256,55. Se descontaron gastos operativos ascendentes a Bs312.501 con lo cual el Fideicomiso obtuvo un resultado del periodo negativo de Bs312.244.

Análisis Financiero

Para la elaboración del análisis se utilizaron Estados Financieros auditados al 31 de diciembre de las gestiones 2006 al 2010 y no auditados a junio de 2011, los mismos se encuentran presentados en bolivianos.

El año fiscal de la Compañía Boliviana de Energía Eléctrica S.A. inicia en Enero y concluye en Diciembre de cada gestión.

Análisis del Balance General

Entre el 2006 y el 2009 los activos totales de COBEE incrementaron de Bs1.302,43 millones a Bs1.423,30 millones, lo que representó un incremento de Bs120,87 millones (9,28%) en el transcurso de 4 gestiones. A

¹²Incluye los ingresos por la colocación de los bonos y los fondos para el pago de intereses.

diciembre 2010 se registró un total activo de Bs2.557,41 millones, constituyéndose un incremento de Bs 1.134,11 millones (79.68%) respecto a diciembre 2009, explicado principalmente por el incremento del valor de los activos fijos netos dentro del activo no corriente en Bs 1.099,39 millones y el incremento de las disponibilidades dentro del activo corriente en Bs52,36 millones. Por otra parte a marzo de 2011 los activos totales alcanzaron un monto de Bs2.622,97 millones, cifra comparativamente inferior a los Bs2.707,62 millones registrados al mismo corte durante la gestión 2010, donde la principal variación se registró en las inversiones temporarias que pasaron de Bs141,96 millones a Bs190.000, sin embargo se debe considerar que se registró un considerable aumento en las disponibilidades de la empresa que pasaron de Bs20,93 millones a Bs75,02 millones.

A Junio de 2011 el total activo ascendió a Bs2.662,85 millones lo cual representó un incremento del 1,52% respecto del cierre a marzo de 2011, del total activo se puede observar que el 5,61% corresponde al activo corriente y un 94,39% al activo no corriente. Las principales variaciones se dieron en el efectivo que alcanzó Bs87,12 millones (16,13% superior al cierre del anterior trimestre), sin embargo esto se vio contrastado con una considerable disminución del inventario que tiene como saldo Bs6,76 millones (-25,58%).

Por otra parte el pasivo total entre las gestiones 2006 y 2009 presentó una disminución, de Bs593,68 millones a Bs460,76 millones, equivalente a Bs132,92 millones (-22,39%), explicado por las disminuciones en la deuda financiera a largo plazo en Bs186,32 millones, sin embargo la deuda financiera a corto plazo se incrementaron de Bs19,07 millones a Bs82,65 millones, A diciembre 2010 los pasivos totales alcanzaron un importe de Bs 444,69 millones, cifra inferior en Bs 16,06 millones (-3,49%) en comparación a diciembre 2009. Esta disminución se explica principalmente por el menor nivel de las provisiones para indemnización y la disminución de la deuda financiera de corto plazo, sin embargo en contraposición se originó un incremento de Bs87 millones en la Deuda Financiera de Largo Plazo debido al vencimiento de la Serie C de los Bonos COBEE en junio del 2012. Entre marzo de 2010 y marzo de 2011 los pasivos totales pasaron de Bs589,25 millones a 447,58 millones donde tanto la deuda financiera de corto como de largo plazo disminuyeron en Bs73,06 millones y Bs52,89 millones respectivamente; asimismo se registró una importante disminución de la previsión para indemnizaciones que paso de Bs49,65 millones a marzo de 2010 a 11,15 millones al cierre de marzo de 2011.

Del análisis realizado al 30 de junio de la presente gestión el total pasivo de la empresa fue de Bs439,48 millones, este monto representa un 16,50% respecto del total pasivo y patrimonio; asimismo podemos mencionar que el pasivo corriente representa un 5,23% mientras que el pasivo no corriente tiene una participación del 11,27%. Los rubros que presentaron las principales variaciones respecto del mes de marzo fueron las cuentas por pagar a contratistas que ascienden a Bs23,29 millones (+64,19%) las deudas financieras a corto plazo que poseen un saldo de Bs79,74 millones (+702,02%) mientras que la deuda financiera a largo plazo experimentó una caída del 21,37% con un saldo de Bs268,01 millones. Sin embargo cabe resaltar que el total pasivo ascendió a Bs439,48 millones, lo que representó una disminución del 1,81%

El patrimonio entre los periodos 2006 a 2009 tuvo un incremento de Bs708,75 millones a Bs 962,54 millones, lo que significó un incremento de Bs253,79 millones (35,81%) en las últimas 4 gestiones explicado por el incremento en Ajustes de Capital en Bs91,66 millones, Resultados Acumulados en Bs137,99 millones y ajustes patrimoniales por Bs24,14 millones. A diciembre 2010 el patrimonio alcanza un importe de Bs 2.112,72 millones, cifra superior a la registrada en diciembre 2009 en Bs 1.150,17 millones o (119,49%), debido principalmente a las variaciones registradas en el revalúo técnico. A marzo de 2011 el patrimonio alcanzó un monto de Bs 2.175,39 millones, superior en 2,69% respecto al registrado a marzo de 2010 donde este rubro alcanzó una cifra de Bs 2.118,36 millones.

Al 30 de junio de 2011 el total patrimonio ascendió a Bs2.223,37 millones, monto superior en un 2,21% respecto de marzo de 2011, dentro de este rubro las variaciones más significativas fueron las que se obtuvieron en la reserva para revalúo técnico con un saldo de Bs1.193,69 (+2,64% respecto de marzo de 2011) y en el ajuste de capital con un saldo de Bs163,26 millones (+10,48%).

Gráfico 7

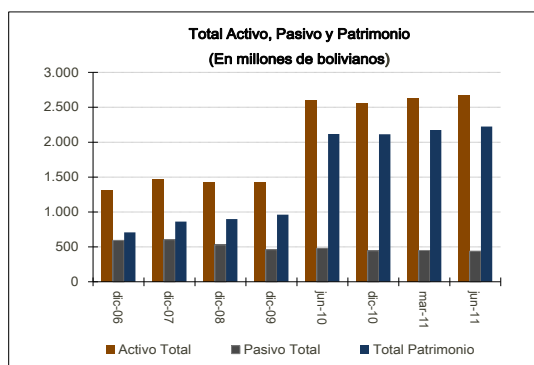
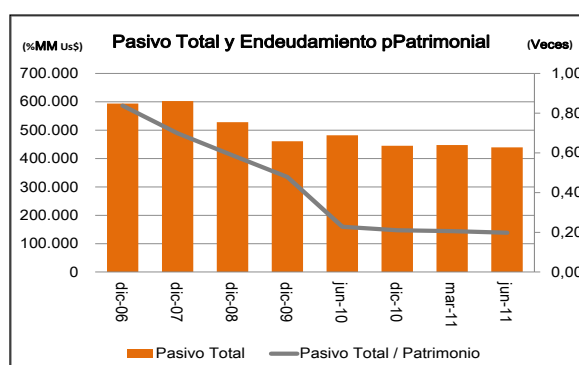


Gráfico 8



Fuente: COBEE / Elaboración: PCR

Los niveles de endeudamiento se encuentran en un rango aceptable. Durante el periodo 2006 a 2009 la empresa presenta una disminución en los ratios Pasivo Total/Patrimonio y Deuda Financiera/Patrimonio de 0,84 veces en el 2006 a 0,48 veces en el 2009 y de 0,69 veces en el 2006 a 0,38 veces en el 2009. Explicado principalmente por la disminución del pasivo y el incremento del patrimonio.

A diciembre 2010 se registró un ratio de (Pasivo Total/Patrimonio) de 0,21 veces menor al registrado en diciembre 2009 (0,48 veces). Del mismo modo se pudo evidenciar que el ratio (Deuda financiera/patrimonio) alcanzó las 0,18 veces y presento una disminución respecto a diciembre que alcanzó 0,38 veces. De tal manera se concluye que este indicador muestra un margen aceptable para que la empresa pueda realizar proyectos de inversión y mantener un adecuado manejo de endeudamiento de la empresa.

Realizado el análisis comparativo de los mismos indicadores del 31 de marzo de 2010 al 31 de marzo de 2011 se puede apreciar que el indicador de (Pasivo Total a Patrimonio) pasó de 0,28 a 0,21 mientras que el indicador de deuda financiera a patrimonio que a marzo de 2010 alcanzó 0,23 veces pasó a representar 0,17 veces al cierre de marzo de 2011. En lo referente a los activos corrientes se pudo observar un incremento en las disponibilidades, contrastado con una disminución de las inversiones temporales.

A junio de 2011 el indicador de Pasivo Total/Patrimonio alcanzó un nivel de 0,20, mismo que es ligeramente inferior respecto de junio de 2010 donde se alcanzó un nivel de 0,23%. Por otro lado el indicador de Deuda Financiera/Patrimonio alcanzó un nivel de 0,16 veces, indicador inferior con 0,18 veces.

Calidad de Activos y Calidad de Pasivos

A diciembre del 2010, el activo de la empresa se encontró compuesto en su mayoría por activos no corrientes por Bs 2.430,29 millones (95,03% del total de activos), constituido principalmente por activos fijos netos que ascendieron a Bs 2.419,36 millones (94,60% del total de activos) superior al monto registrado en diciembre 2009 en Bs 1.099,34 millones (83,28%), hecho explicado por el incremento del valor del activo fijo producto del revalúo técnico realizado. Es de señalar, que estos porcentajes se encuentran acorde con la naturaleza de las empresas generadoras, que se caracterizan por una importante inversión en inmuebles, maquinarias y equipo, bajo nivel de inventarios y bajas cuentas por cobrar. En cuanto a los activos corrientes (4,97% del total de activos), éstos sumaron Bs 127,12 millones y se componen especialmente por efectivo, cuentas por cobrar comerciales, inventario, reclamos por seguros e inversiones temporales. Realizada la comparación con diciembre de 2009 se han registrado variaciones significativas en las cuentas: efectivo y equivalente que presentó un incremento de Bs 52,36 millones (705,97%), otras cuentas por cobrar en Bs 1,89 millones (8,92%), inversiones temporales presentó una disminución de Bs 15,22 millones respecto de diciembre 2009.

Al cierre del mes de marzo de 2011 el activo se encuentra principalmente compuesto de la porción no corriente, la cual alcanza Bs 2.479,28 millones (94,52% del total activo), este activo no corriente esta principalmente compuesto por activos fijos netos que ascienden a Bs 2.468,47 millones, estos mismos activos a diciembre de 2010 representaban Bs 2.419.36 millones lo que representó un decremento prácticamente inmaterial. Asimismo se pudo apreciar un incremento en los inventarios, pasado de Bs 6,17 millones en diciembre de 2010 a Bs 9,08 millones al cierre del primer trimestre de 2011.

Al cierre de Junio de 2011 la estructura del activo estuvo constituida por un total de Bs2.662,85 millones, de los cuales Bs149,5 millones corresponden al activo corriente y la diferencia corresponde a la porción no corriente. Dentro de esta estructura el 93,98% está representado por el activo fijo, un 3,27% por el efectivo y un 1,43 por cuentas por cobrar comerciales entre los rubros más representativos.

Gráfico 9

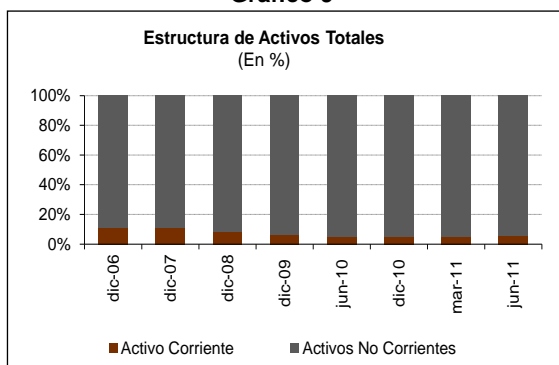
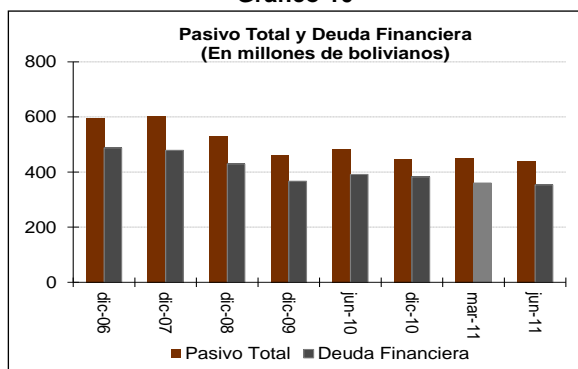


Gráfico 10



Fuente: COBEE / Elaboración: PCR

A diciembre 2010, el pasivo total de COBEE estuvo compuesto de pasivos corrientes por Bs 66,2 millones o 2,60% del total pasivo y patrimonio; y pasivos no corrientes por Bs 378,47 millones o 14,80% del total pasivo y patrimonio. La cuenta más significativa tanto en el pasivo corriente como en el no corriente es la deuda financiera que ascendió a Bs 382,48 millones, superior al registrado en diciembre 2009 en Bs 15,25 millones (4,15%), esta cuenta está compuesta por un préstamo hipotecario con el Banco Nacional con un saldo pendiente Bs 17,54 millones y con fecha de vencimiento en febrero de 2019; un segundo préstamo con el Banco Nacional de Bolivia con vencimiento hasta febrero de 2019 y con un saldo pendiente de Bs 2,60 millones; un tercer préstamo con el Banco Nacional con vencimiento hasta mayo 2014 con un saldo pendiente de Bs12,27 millones; un cuarto préstamo con el Banco Mercantil Santa Cruz con vencimiento en mayo de 2014 y con un monto pendiente de Bs8,87 millones; un quinto préstamo con el Banco Industrial S.A. con vencimiento hasta octubre de 2014 por un monto pendiente de Bs6,37 millones.; Asimismo la empresa cuenta con tres emisiones pendientes de bonos con un saldo pendiente de Bs 70,40 millones, Bs 143,64 millones y 119,15 millones.

De la información extractada de los Estados Financieros a marzo de 2011 se puede apreciar un importante decremento en el total del pasivo descrito anteriormente, lo cual influye directamente en los intereses por pagar.

En lo referente al pasivo este ha alcanzado un monto de B439,49 millones de los cuales Bs139,33 millones corresponden al pasivo corriente y Bs300,15 millones al pasivo no corriente. Los rubros más representativos están dados por la deuda financiera a corto plazo (2,99% respecto del total pasivo y patrimonio) y asimismo por la deuda financiera a largo plazo (10,06% respecto del total pasivo y patrimonio).

Análisis del Estado de Resultados

Evolución de Ingresos y Gastos

Durante la gestiones 2006 a 2008, los ingresos brutos de COBEE han presentado disminuciones de Bs272,86 millones registrado en el 2006 a Bs178,25 millones registrado en el 2008. Durante la gestión 2009 estos ingresos presentaron una repunte hasta alcanzar los Bs254,29 millones lo cual representó un incremento del 42,66%.

Los ingresos brutos, a diciembre 2010, de COBEE fueron Bs 276,29 millones, superiores a los Bs 254,29 millones registrados en similar periodo del año pasado. Por otro lado, el costo de ventas se incrementó en Bs0,91 millones (0,77%), respecto a diciembre 2009, alcanzando los Bs 139,38 millones.

Por otra parte se puede apreciar que los ingresos brutos a marzo de 2010 no presentan variaciones importantes respecto de marzo de 2011 donde pasaron de Bs 73,74 millones a Bs 77,55 millones representando un incremento de 5,17%. Por otra parte los costos de venta presentaron un decremento durante el mismo periodo ya que a marzo de 2010 estos alcanzaron Bs 35,34 millones mientras que al cierre del primer trimestre de 2011 estos alcanzaron Bs 33,98 millones.

A Junio de 2011 los ingresos operacionales Bs152,16 millones, lo que supone un incremento del 8,77% respecto de los ingresos alcanzados en este rubro a junio de 2010 donde el monto alcanzado fue de Bs139,89 millones. A su vez y en contraposición a lo anteriormente expuesto los costos de ventas operaciones alcanzaron un monto de Bs67,78 millones, lo cual representa un disminución del 0,40% respecto de junio de 2010 donde este mismo rubro tuvo un saldo de Bs68,05 millones.

Gráfico 11

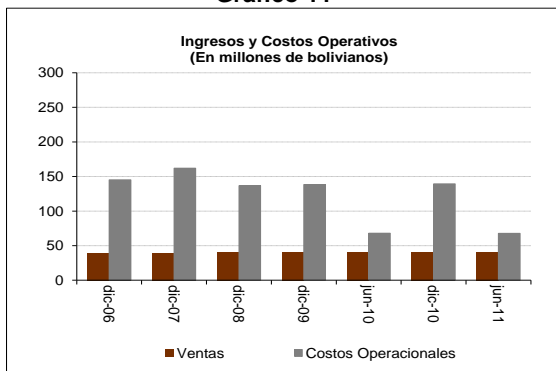
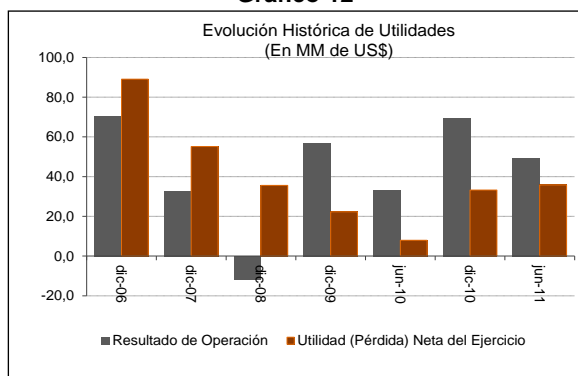


Gráfico 12



Fuente: COBEE / Elaboración: PCR

La utilidad operativa alcanzada a diciembre de 2010 fue de Bs 69,13 millones superior en Bs 12,24 millones o (21,51%) respecto al mismo período del año anterior. Por otra parte la empresa tuvo ingresos financieros por Bs15.000 y gastos financieros por Bs 30,13 millones, resultando una utilidad neta del ejercicio de Bs33,21 millones, superior a la utilidad registrada en diciembre 2009 que alcanzó Bs 22,25 millones.

La utilidad operativa alcanzada a marzo de 2011 alcanzó los Bs 26,21 millones, cifra superior a la registrada a los Bs22,16 millones registrados durante el mismo periodo.

Al cierre de junio de 2011 la utilidad fue de Bs49,23 millones, lo cual representa un incremento de 49,43% respecto de los Bs32,95 millones alcanzados al mismo corte de la gestión 2010.

Análisis de indicadores de relevancia

Los indicadores de cobertura, (EBITDA/Gastos Financieros 12 meses) presenta niveles moderados de cobertura, durante el periodo 2006-2008 se presentó una tendencia decreciente mostrando ratios de 4,58 veces y 1,48 veces, esto debido a que la empresa contaba con mayores gastos financieros. A diciembre del 2009 este ratio presentó un incremento a 3,61 veces. A diciembre 2010 el EBITDA/Gastos financieros 12 meses llegó a 4,54 veces, ratio superior al registrado en diciembre 2009 (3,61 veces) debido al incremento en el EBITDA en 18,21% respecto a diciembre 2009. Del mismo modo se puede evidenciar el mismo comportamiento con el EBIT/Gastos financieros 12 meses en el gráfico N°16. A diciembre 2010 el (EBIT/Gastos Financieros 12 meses) alcanzó un nivel de 2,29 veces.

A marzo de 2011 el ratio EBITDA/Gastos Financieros alcanzó las 5,10 veces, mientras que a marzo de la gestión pasada el nivel del ratio alcanzó a 3,67 veces.

Por otra parte el ratio EBITDA/Gastos Financieros mostro una considerable mejoría al cierre del primer semestre del 2011 alcanzando las 5,48 veces contra las 3,95 veces obtenidas a junio de 2010. Cabe destacar que este es el ratio más alto desde la gestión 2006. La misma tendencia se ha mantenido en el ratio EBIT/Gastos Financieros ya que a junio de 2011 este ratio alcanzó las 3,13 veces respecto de las 1,77 veces de la gestión 2010.

Gráfico 13

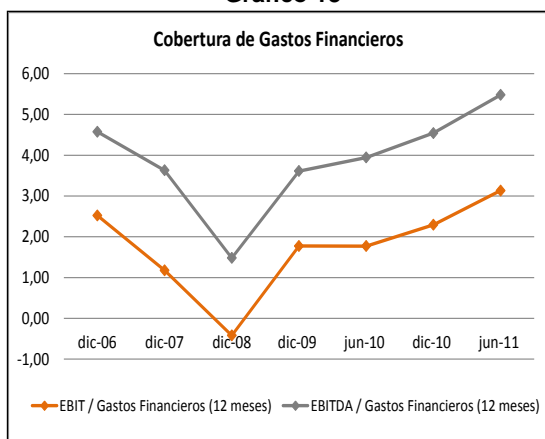
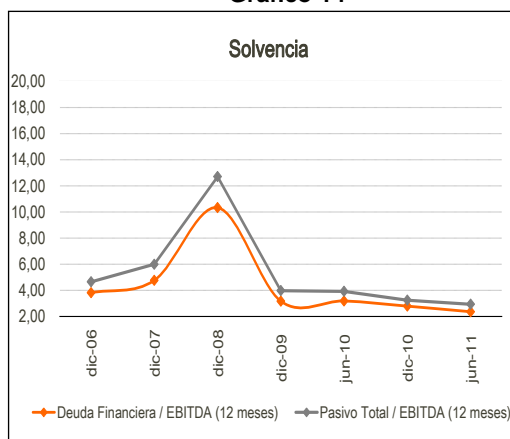


Gráfico 14



Fuente: COBEE / Elaboración: PCR

Respecto a la solvencia financiera se tomaron en cuenta dos ratios, los cuales midieron el tipo de financiamiento y la capacidad de la empresa de hacer frente a sus deudas tanto de corto como de largo plazo. Los ratios calculados fueron la Deuda Financiera/EBITDA 12 meses (presenta a diciembre 2010 una cifra de 2,79), lo que

muestra que la empresa podrá cubrir su total de deuda financiera en 2,79 años. Este indicador mostro una mejora marzo de 2011 donde se tiene una cifra de 2,53 veces, menor al registrado en marzo de 2010 donde se alcanzó las 4,22 veces.

Respecto al ratio deuda financiera/EBITDA 12 meses a junio de 2011 alcanzó las 2,37 veces, mientras que a al cierre de junio de 2010 este mismo ratio representó 3,19 veces.

Por último el Pasivo total/EBITDA 12 meses (que a diciembre 2010 llegó a 3,25) nos muestra que la empresa llegará a cubrir el total de sus pasivos en 3,25 años. La evolución de este indicador a marzo de 2011 nos muestra que este alcanzó las 3,15 veces lo que nos muestra que la empresa puede asumir de manera más rápida sus pasivos. Si comparamos este valor con el alcanzado a marzo de 2010 (5,09). Analizado este mismo ratio a junio de 2011 se pudo apreciar que el mismo alcanzó las 2,94 veces mientras que a junio de 2010 este representó 3,93 veces

Otros indicadores considerados de relevancia son márgenes de rentabilidad. En el gráfico N° 15 se observa la evolución del margen bruto, del margen operativo y del margen neto.

El margen bruto durante los periodos 2006 al 2009 mantuvo niveles razonables, esto gracias a la disminución de los costos de ventas, mismo que alcanzó un 46,76% en el 2006 y un 45,55% en el 2009. Durante los periodos 2008 se presentó una disminución en este margen alcanzando 23,31% que fue considerado en nivel más bajo alcanzado, este hecho fue explicado principalmente por la disminución de los ingresos brutos. A diciembre 2010 se puede evidenciar una mejora alcanzando un margen de 49,45% superior al registrado en diciembre 2009 de 45,55% explicado por los mejores resultados operativos de la gestión. A marzo de 2011 este margen alcanzó un 56,19% lo cual demuestra una considerable mejoría respecto de años anteriores, sin embargo este incremento no resulta tan material respecto de marzo de 2010 donde el margen bruto alcanzó un 52,08%. Por otro lado a junio de 2011 se obtuvo un margen bruto de un 55,45%, margen que resulta comparativamente mejor al alcanzado a junio de la anterior gestión donde se alcanzó un 51,35%

Debido a que la empresa incurre en altos costos operativos, el margen neto y el margen operativo presentaron una amplia brecha. Es por ello que a diciembre del 2010 el margen operativo alcanzó un 25,02% y el margen neto alcanzó el 12,02% inferior al registrado en diciembre 2009 que alcanzó 8,75% explicado por los menores ingresos financieros que afectaron a la utilidad neta. Sin embargo realizada la comparación de marzo de 2010 y 2011 se puede mostrar un repunte, ya que durante la gestión 2010 el margen operativo y neto alcanzaron un 30,05% y un 10,56% respectivamente; en el año 2011 estos mismos índices alcanzaron un 33,79 y un 27,74%, sin embargo es pertinente mencionar que el incremento de la utilidad neta en lo que va de la gestión 2011 se vio fuertemente influenciada por ingresos extraordinarios.

En lo referente al margen neto a junio de 2011, se pudo apreciar que este alcanzó un 23,51% mientras que el margen operativo fue de 55,45% como se mencionó anteriormente, realizada la misma comparación con la gestión 2010 se observa que el margen neto fue de un 5,65% mientras que el margen bruto fue de 51,35%

Gráfico 15

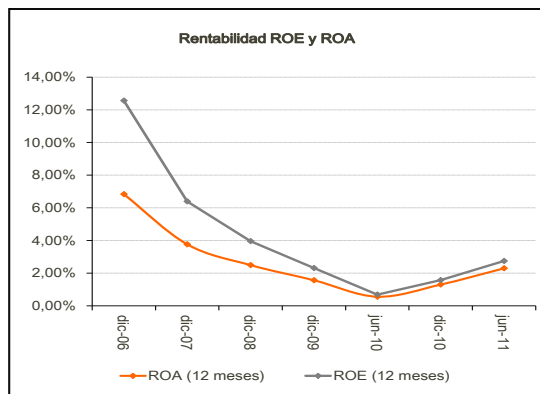
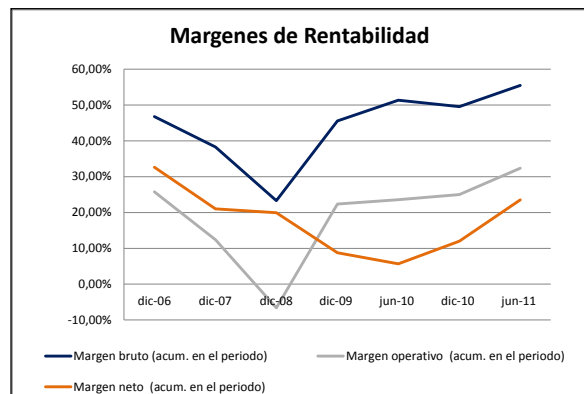


Gráfico 16



Fuente: COBEE / Elaboración: PCR

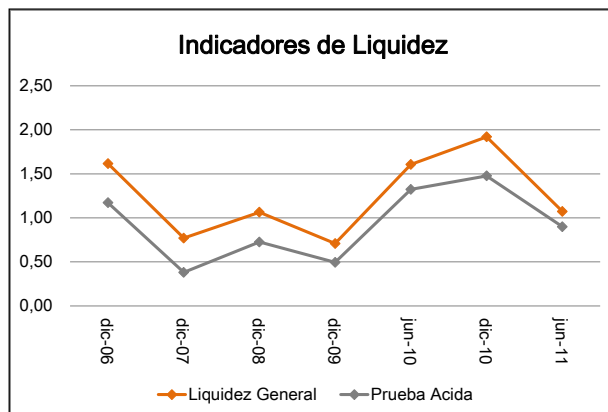
Adicionalmente se realizó los cálculos del ROA y ROE a 12 meses, se puede observar que a partir de la gestión 2006 a la gestión 2009 estos indicadores presentaron una tendencia decreciente pasando de 6,84% para el ROA y 12,56% para el ROE en diciembre 2006 a 1,56% para el ROA y 2,31% para el ROE en diciembre 2009. Dicha disminución se debió a incremento tanto del activo total como del patrimonio, debido a que en el 2009 se realizó el revalúo de los activos fijos anteriormente mencionado además de una disminución de las utilidades en relación a la gestión anterior.

Tanto el ROE (1,57%) como el ROA (1,30%) a 12 meses de diciembre 2010 presentaron una disminución en comparación de diciembre 2009 donde se registró un ROE (1,56%) y un ROA (2,31%), debido a los mayores

niveles de activo y patrimonio. A marzo de 2011, estos indicadores mostraron una leve mejoría respecto de marzo de 2010 llegando a alcanzar niveles de 2,16% y 1,79% respectivamente.

Realizado el mismo análisis a junio de 2011 se ha podido obtener un ROE de 2,75% y un ROA de 2,29% índices notoriamente superiores al mismo corte de la pasada gestión donde se obtuvieron 0,68% y 0,56% respectivamente.

Gráfico 17



Fuente: COBEE / **Elaboración:** PCR

Respecto a la liquidez la empresa presenta adecuados indicadores, como se puede observar en el gráfico N° 20; los ratios de liquidez general y prueba ácida, al 31 de diciembre del 2010 ascienden a 1,92 y 1,48 veces, respectivamente. Sin embargo, al cierre de la gestión 2009 la liquidez general era inferior y registraba 0,71 veces, por otra parte la prueba ácida registró al cierre del 2009 una cuantía de 0,49 veces, inferior al registrado en el 2010. Sin embargo a marzo de 2011 este índice ha mostrado una mejoría respecto de diciembre de 2010 llegando a alcanzar 1,94 a nivel de liquidez general y 1,56 como indicador de prueba ácida.

A junio de 2011 los índices de liquidez muestran que la liquidez general a junio de 2011 es de 1,07 veces, índice inferior al registrado a junio de 2010 fue de 1,61 veces, mientras que la prueba ácida a junio de 2011 mostraba 0,90 veces mientras que a junio de 2010 fue de 1,32 veces.

Anexo

Cuadro 8 : Resumen Financiero							
COBEE							
Estados Financieros Individuales							
Miles de Bolivianos							
	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	jun-10	dic-10	jun-11
Balance General							
Activo Corriente	145.083	161.017	121.226	91.906	130.533	127.124	149.497
Activo Corriente prueba ácida	105.209	79.617	82.741	64.069	107.487	97.821	125.344
Activo No Corriente	1.157.344	1.304.487	1.305.658	1.331.396	2.467.873	2.430.287	2.513.356
Activo Total	1.302.427	1.465.504	1.426.884	1.423.302	2.598.406	2.557.411	2.662.853
Pasivo Corriente	89.760	208.960	113.946	129.635	81.235	66.219	139.332
Pasivo No Corriente	503.920	393.448	414.311	331.123	400.568	378.474	300.147
Pasivo Total	593.680	602.408	528.257	460.758	481.803	444.693	439.479
Total Patrimonio	708.747	863.096	898.627	962.544	2.116.603	2.112.718	2.223.374
Deuda Financiera	487.570	479.011	429.634	367.237	391.395	382.485	353.514
Corto Plazo	21.563	126.245	57.739	87.553	40.441	15.805	85.504
Largo Plazo	466.007	352.766	371.895	279.684	350.954	366.680	268.010
Estado de Ganancias y Pérdidas							
Ventas Netas (Ingresos Operacionales)	272.862	262.473	178.248	254.287	139.892	276.292	152.161
Costos de Ventas (Operacionales)	145.261	162.036	136.692	138.471	68.053	139.383	67.779
Depreciación	57.269	67.850	53.327	58.925	38.890	67.779	35.148
Resultado de Operación	70.332	32.587	-11.771	56.892	32.948	69.130	49.234
Otros Ingresos y Egresos	61.974	16.168	4.190	6.460	4.388	8.265	21.348
Ingresos Financieros	3.751	52.096	84.211	13.068	1.080	15	11
Egresos Financieros	-27.882	-27.661	-28.079	-32.074	-16.137	-30.128	-13.279
Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio	89.023	55.141	35.531	22.251	7.912	33.208	35.770
EBITDA y Cobertura							
Total Ingresos (12 meses)	272.862	262.473	178.248	254.287	267.114	276.292	288.561
Costos de Ventas (12 meses)	145.261	162.036	136.692	138.471	144.463	139.383	139.109
Utilidad Neta (12 meses)	89.023	55.141	35.531	22.251	14.454	33.208	61.066
Margen bruto (acum. en el periodo)	46,76%	38,27%	23,31%	45,55%	51,35%	49,55%	55,46%
Margen operativo (acum. en el periodo)	25,78%	12,42%	-6,60%	22,37%	23,55%	25,02%	32,36%
Margen neto (acum. en el periodo)	32,63%	21,01%	19,93%	8,75%	5,66%	12,02%	23,51%
EBIT (12 meses)	70.332	32.587	-11.771	56.892	55.066	69.130	85.416
EBITDA (12 meses)	127.601	100.437	41.556	115.816	122.652	136.909	149.453
Gastos Financieros (12 meses)	27.882	27.661	28.079	32.074	31.089	30.128	27.270
EBIT / Gastos Financieros (12 meses)	2,52	1,18	-0,42	1,77	1,77	2,29	3,13
EBITDA / Gastos Financieros (12 meses)	4,58	3,63	1,48	3,61	3,95	4,54	5,48
Solvencia							
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,15	0,35	0,22	0,28	0,17	0,15	0,32
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0,85	0,65	0,78	0,72	0,83	0,85	0,68
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,82	0,80	0,81	0,80	0,81	0,86	0,80
Pasivo No Corriente / Patrimonio	0,71	0,46	0,46	0,34	0,19	0,18	0,13
Deuda Financiera / Patrimonio	0,69	0,55	0,48	0,38	0,18	0,18	0,16
Pasivo Total / Patrimonio	0,84	0,70	0,59	0,48	0,23	0,21	0,20
Pasivo No Corriente / EBITDA (12 meses)	3,95	3,92	9,97	2,86	3,27	2,76	2,01
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	3,82	4,77	10,34	3,17	3,19	2,79	2,37
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	4,65	6,00	12,71	3,98	3,93	3,25	2,94
Rentabilidad							
ROA (12 meses)	6,84%	3,76%	2,49%	1,56%	0,56%	1,30%	2,29%
ROE (12 meses)	12,56%	6,39%	3,95%	2,31%	0,68%	1,57%	2,75%
Liquidez							
Liquidez General	1,62	0,77	1,06	0,71	1,61	1,92	1,07
Prueba Acida	1,17	0,38	0,73	0,49	1,32	1,48	0,90
Capital de Trabajo	55.323	-47.943	7.280	-37.729	49.298	60.905	10.165
Capital de Trabajo Neto Requerido	24.129	-87.876	-27.824	-50.673	31.198	44.707	-33.698

Fuente: COBEE / Elaboración: PCR