

Compañía Boliviana de Energía Eléctrica S.A.

Fecha de Comité: 31 de diciembre de 2009		
Informe con estados financieros al 30 de septiembre de 2009		
Eduardo Lora Mercado	(511) 442.7769	elora@ratingspcr.com
Héctor LLaja Vargas	(511) 442.7769	hllaja@ratingspcr.com

Aspecto o Instrumento Calificado	Clasificación	Observación
Bonos COBEE Seria B	BAA-	AA3
Bonos COBEE Seria C	BAA-	AA3

Significado de la Clasificación PCR

Categoría BAA: Emisiones con alta capacidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto pudiendo variar en forma ocasional a causa de 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.

Significado de la Clasificación SPVS

Categoría AA: Corresponde a aquellos valores que cuentan con muy 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 clasificación 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° 028/2009 del 31 de diciembre de 2009 se acordó por unanimidad ratificar la calificación de **AA3** (equivalente a **BAA-** según la simbología de calificación utilizada por PCR) a la Serie Única de los Bonos Corporativos de la Compañía Boliviana de Energía Eléctrica S.A., Bonos COBEE II. La calificación asignada se sustenta en:

- El crecimiento en el corto y mediano plazo de la demanda de energía que se sustentan 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 contexto alcista de precios de la energía.
- La generación de ingresos de la empresa. A septiembre de 2009, los ingresos de Cobee fueron de Bs. 189.25 millones, mayores en 42.12% o Bs. 56.09 millones a lo registrado en septiembre del año previo. El dinamismo que se observa actualmente en los ingresos, encuentra explicación en las mayores tarifas del mercado spot y las del contrato con la Empresa Minera San Cristobal SA en comparación con las tarifas reguladas de los contratos con Electropaz y ELFEO que estuvieron vigentes hasta el 21 de diciembre de 2008 y de manera menos significativa en la mayor generación de energía que creció 5.29%, respecto al tercer trimestre del año previo. Los costos de explotación fueron 1.35% mayores a los observados en septiembre de 2008, llegando a ser en el tercer trimestre de 2009 de Bs. 98.07 millones.

De esta manera, en el periodo evaluado la utilidad operativa fue de Bs. 44.64 millones mayor a los Bs 5.16 millones del 2008. Los gastos no operativos representados principalmente por gastos financieros que, al mes de septiembre de 2009, alcanzaron Bs. 24.70 millones, superior en 39.72% o Bs. 7.02 millones a lo registrado en el mismo periodo del año anterior. Es así, que en el tercer trimestre de 2009 la utilidad neta fue de Bs. 20.41 millones, 49.34% o Bs. 19.88 millones menor a lo registrado en el mismo periodo del año anterior debido a los menores ingresos y mayores gastos financieros.

Se prevé que la generación de caja de la empresa se incrementó en el presente año debido a la nueva tarifa de potencia fijada por el ente regulador¹ en el mercado spot, los ingresos de energía en el mercado spot y los ingresos por el contrato con empresa Minera San Cristóbal, el cual entró en vigencia en el mes de mayo de 2009.

- Evolución de la producción de energía. A septiembre de 2009 la generación de energía fue superior en 5.29% a la del mismo periodo del año anterior (septiembre 2009: 803,583.41 MWh Vs. septiembre 2008: 763,158.78 MWh).
- La evolución y estructura de sus activos. En los últimos 4 años los activos de la empresa se han mantenido estables, siendo en promedio de Bs.1,352.66 millones. En el tercer trimestre de 2009, la compañía poseía activos por Bs. 1,430.52 millones, ligeramente mayor en 0.26% ó Bs. 3.64 millones a lo registrado en el 2008 debido a las mayores inversiones.
- La evolución y la estructura de los pasivos. En los últimos 4 años el pasivo ha fluctuado entre Bs. 528.26 millones y Bs. 621.27 millones. A septiembre de 2009, el stock de pasivos de COBEE ascendió a Bs. 471.79 millones, cifra inferior al registrado al cierre del 2008 (Bs. 528.26 millones) producto de la menor deuda financiera de la empresa. Por otro lado, la deuda financiera, exceptuando el préstamo de los accionistas², ascendió a Bs. 375.25 millones (79.54% del pasivo total), de la cual a su vez el 62.17% presentaba vencimientos a largo plazo y el resto, vencimientos a corto plazo.
- Los indicadores de cobertura, tanto el EBITDA/ Gastos Financieros³ como el EBIT/Gastos Financieros, a partir del año 2004 registraron un comportamiento fluctuante con una tendencia general decreciente. Sin embargo, a septiembre de 2009 los indicadores fueron de 2.74 veces y 0.79 veces, respectivamente.
- El nivel de endeudamiento y las características de financiamiento de largo plazo de la compañía. En marzo de 2005 se constituyó una deuda subordinada, vía la conversión de dividendos, el cual no genera un costo financiero; sin embargo, el pago del principal se encuentra subordinado al pago de créditos bancarios, de la emisión de bonos actual y a las futuras emisiones de bonos. La constitución de la deuda subordinada y la colocación de bonos en la segunda mitad de 2005 generó un repunte del apalancamiento patrimonial de la empresa el cual llegó a los 1.04 veces (diciembre de 2005). Al 30 de septiembre de 2009, el ratio de endeudamiento se situó en 0.49 veces. Asimismo, el indicador que compara los pasivos totales con el EBITDA, señaló que con la generación de fondos anual de la compañía se podría cancelar el total de sus pasivos en 4.90 años.
- El bajo costo de generación de las centrales hidroeléctricas de la compañía, instaladas en sistemas cascadas en la parte alta y media del Río Zongo y en el Valle Miguillas.

¹ Resolución SSDE N° 127/2009

² Es preciso señalar que, según el prospecto de emisión el cálculo de la deuda financiera (deuda financiera neta) no considera el préstamo de los accionistas, como resultado de que el shareholder' s loan es un pasivo sin intereses. Al 31 de marzo de 2008, el saldo remanente del préstamo de los accionistas fue de US\$ 11.25 millones.

³ Índices calculados sobre la base de periodos de 12 meses.

- El riesgo climatológico inherente a una generadora hidroeléctrica. No obstante, según estudios realizados sobre la base de información histórica, la diferencia en cuanto a la disponibilidad de recursos hídricos que tiene la compañía entre un año seco y un año lluvioso es de 10%, lo cual representaría un factor mitigante en el desenvolvimiento de la misma.
- La estructura de la emisión dividida en dos series con plazos y tasas diferenciados, siendo la fecha de vencimiento de las Series B y C en junio de 2010 y 2012, respectivamente. COBEE ha constituido un Fideicomiso, con parte de los fondos generados por los flujos futuros de la venta de energía eléctrica, como mecanismo adicional de respaldo para el pago de intereses.
- 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 AA- según la calificadora internacional Standard & Poor's.
- La inclusión de covenants financieros respecto a indicadores de cobertura y endeudamiento. Al 30 de septiembre de 2009 , la empresa mostró los siguientes resguardos financieros:

Cuadro 1		
Resguardos		
Resguardos	Límites	Sep-09
Índice de Cobertura de Servicio de Deuda	≥ 1.20	2.15
Endeudamiento Patrimonial((Deuda Financiera Neta / Patrimonio)	≤ 1.20	0.39

Fuente: COBEE / **Elaboración:** PCR

Cabe indicar que PCR mantendrá cautela y a la vez un seguimiento permanente de las medidas del gobierno boliviano, especialmente a los mecanismos para la toma de control y propiedad de las empresas del sector privado que podría traer consigo un considerable efecto negativo sobre futuras inversiones y crecimiento económico del país.