

### Calificaciones

Nacional de Largo Plazo	BB+(ven)
Nacional de Corto Plazo	B(ven)
Emisión de Obligaciones 2007 B2	

### Información Financiera

COTECNICA		
(VEF)	30/09/09*	31/12/08
Activo Total	134.386	115.552
Patrimonio	45.439	40.702
Ingresos	136.747	125.449
EBITDA	47.614	34.152
Deuda Total	43.657	39.531

\* Cifras no auditadas

La metodología utilizada para la asignación de las calificaciones nacionales al emisor es "Metodología de calificación de Corporativos", de fecha 27 de noviembre de 2009, la cual está disponible en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).

Julio Ugueto  
+58 212 286 3844  
[Julio.ugueto@fitchratings.com](mailto:Julio.ugueto@fitchratings.com)

Hilario Ramírez  
+58 212 286 3232  
[hilario.ramirez@fitchratings.com](mailto:hilario.ramirez@fitchratings.com)

### Fundamentos

- Las calificaciones asignadas a COTECNICA reflejan el apoyo operativo y el conocimiento del negocio de sus accionistas. El 60% de su capital accionario es controlado por Proactiva Medio Ambiente S.A. (PROACTIVA), empresa española fundada en 1997 encargada de la gestión de agua y residuos, con operaciones en 8 países de Latinoamérica. Al cierre de septiembre 2009, la operación de Venezuela concentró una parte significativa de sus ingresos en Latinoamérica. En el 2009 COTECNICA continuó incrementando la eficiencia de sus operaciones a través del mayor control de los costos operativos, coadyuvando al incremento del margen EBITDA hasta 34,8%, su mayor nivel en al menos 5 años.
- Las calificaciones también incorporan la atomización de sus ingresos en términos de clientes, siendo que a septiembre 2009 el 91% de sus ingresos fueron generados por los sectores residencial y comercial, los cuales concentran 876.888 clientes (98% del total de clientes), mientras que los ingresos provenientes de entes públicos sólo concentran el 5% de los ingresos. A pesar del aumento recientemente registrado en los ingresos, se considera que el esquema de regulación de precios previsto en el contrato de concesión, el cual ajusta parcialmente las tarifas por el efecto de la inflación, limita la capacidad de generación de flujo de caja de la empresa.
- La evolución reciente de las cuentas por cobrar comerciales registró un descenso de 2,3% respecto a diciembre 2008. Por otro lado, la eficiencia en la recuperación de las cuentas morosas aumentó en 2009 respecto al año anterior en un 32,6%. A pesar de esta mejora en la gestión de cobranza como en la morosidad, las calificaciones toman en cuenta el riesgo asociado a la cesión de las labores de cobranza a una empresa independiente a través de un contrato de relativa corta duración.
- Las calificaciones consideran el incremento del apalancamiento para financiar el plan de inversiones de la empresa. Fitch anticipa que la concreción de este plan en las magnitudes previstas aumentará las presiones sobre el flujo de caja de la empresa. La liquidez a septiembre 2009 cubre 1,6 veces la deuda a corto plazo, lo que se considera mitiga el riesgo de refinanciamiento de la empresa.
- Asimismo, las calificaciones incorporan el riesgo de culminación anticipada de la concesión por parte del ente regulador, siendo que si bien el contrato estipula las inversiones que serían reembolsadas a COTECNICA en este escenario, no establece el tiempo ni la forma de ejecución de dicho proceso.

### Elementos Claves de la Calificación de Riesgo

Las calificaciones aumentarían de producirse mejoras adicionales en la generación de flujo de caja operativo y en las relaciones de cobertura y apalancamiento. Por su parte, cambios adversos en el entorno regulatorio o en el contrato de cobranza que mantiene la empresa podrían impactar negativamente las calificaciones asignadas.

### Perfil

COTECNICA, fundada en 1998, se encarga de la administración y operación del relleno sanitario de La Bonanza, bajo un contrato de concesión de 20 años.

## Perfil

COTECNICA fue constituida en el año 1998 con el objeto de operar el relleno sanitario de La Bonanza, localizado en Charallave, Estado Miranda, el cual es utilizado como centro de disposición final de desechos sólidos de Caracas y algunas áreas adyacentes. La empresa opera estas instalaciones de acuerdo a un contrato de concesión otorgado en 1998 por un periodo de 20 años por Mancoser Metropolitana (MANCOSER), una entidad de carácter público conformada por las Alcaldías del Municipio Libertador, Sucre y El Hatillo. Posteriormente, en la Ordenanza Metropolitana para el Sistema del Manejo del Servicio de los Servicios Sólidos no Peligrosos (Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela No. 37.543 de fecha 7 de octubre de 2002) se establece que la prestación del servicio de tratamiento y disposición final de residuos sólidos es competencia de la Alcaldía Metropolitana de Caracas, responsabilidad que puede delegar en cualquier organismo estatal o en empresas privadas mediante contratos de concesión. Asimismo, dicha ordenanza también afirma que los contratos suscritos con anterioridad que tengan como objeto único las materias de competencia exclusiva del Distrito Metropolitano, mantendrán su vigencia siempre que no contravengan el pleno ejercicio de las competencias exclusivas y excluyentes del mencionado ente local.

COTECNICA es controlada en 60% por Proactiva Medio Ambiente (PROACTIVA), una empresa internacional dedicada a ofrecer servicios relacionados con el medio ambiente, especializada en el tratamiento del agua y residuos en algunos países de Latinoamérica. Esta empresa es resultado de un joint-venture entre la empresa española Fomento de Construcciones y Contratas (FCC), y la francesa Veolia Environnement S.A., la primera especializada en la construcción de obras públicas y servicios urbanos, mientras que la segunda se dedica al tratamiento de agua, desechos y otros servicios. Es importante mencionar que Veolia cuenta con una calificación internacional de "A-" a largo plazo y "F-2" a corto plazo otorgada por Fitch. PROACTIVA ha mantenido como estrategia en latinoamérica asociarse con inversionistas locales con experiencia en la operación, lo que explica que el 40% restante del capital de COTECNICA esté controlado por una familia de empresarios venezolanos con amplia experiencia dentro del segmento de recolección de desechos sólidos. PROACTIVA como accionista mayoritario nombra los directivos de COTECNICA desde mediados del año 2005 dada la importancia relativa de las ventas generadas por COTECNICA, al tiempo que ha elevado los estándares de calidad de la empresa al nivel alcanzado por PROACTIVA en el resto de sus operaciones. El terreno objeto de la concesión posee una extensión de 170 hectáreas y recibe más de 4.000 toneladas diarias de desechos sólidos, atendiendo a más de 5 millones de personas. El apoyo operativo provisto por sus accionistas ha permitido que la empresa desarrolle una infraestructura de procesamiento de desechos que cumple con todas las regulaciones ambientales vigentes a nivel nacional.

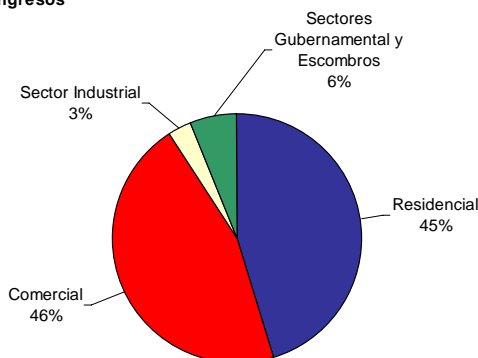
**Presentación de cuentas:** Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la empresa Adrianza, García y Asociados, firma miembro de Mazars, para los años fiscales culminados en el periodo 2005-2008, así como también los estados financieros correspondientes al corte de septiembre 2009. Los referidos estados financieros fueron elaborados de acuerdo a los principios de contabilidad aceptados en Venezuela, los cuales reconocen los efectos de la inflación en el poder adquisitivo de la moneda.

Adicionalmente, durante el año 2007, el Gobierno Nacional decidió realizar un proceso de reconversión monetaria, cuyas bases fueron establecidas en la Ley de Reconversión Monetaria, publicada en la Gaceta Oficial Nro. 38.617 del 1ero de Febrero del año 2007. Allí se establece que a partir del 1ero de Enero del año 2008, la unidad monetaria debe ser reexpresada en el equivalente a 1.000 bolívares de los existentes hasta el año 2007.

## Operaciones

Los ingresos de COTECNICA provienen principalmente de las mensualidades facturadas a los residentes, áreas comerciales y entes públicos localizados en Caracas y áreas adyacentes, por el manejo y administración del relleno sanitario de La Bonanza, el cual representa el último paso en el proceso de recolección y manejo de desperdicios.

**Distribución de los ingresos**  
(Sep. 2009)



Fuente: Cotécnica

Desde que COTECNICA obtuvo la concesión para operar el relleno sanitario de La Bonanza, la empresa ha realizado cuantiosas inversiones para la adecuación de las instalaciones a los estándares internacionales, apoyado por la amplia experiencia de su accionista mayoritario en actividades similares en Latinoamérica. En este sentido, COTECNICA recibe diariamente alrededor de 4.000 toneladas diarias de desechos sólidos, los cuales son depositados en celdas impermeabilizadas con una membrana de polietileno de alta densidad, con el objetivo de minimizar el riesgo de contaminación de las aguas subterráneas. Asimismo, la empresa ha instalado una red de tuberías para la canalización de los lixiviados y pozos para la extracción de biogas, los cuales son resultado de la descomposición de la materia orgánica.

Es importante mencionar que COTÉCNICA cancela 125.000 dólares mensuales por concepto de asistencia técnica a PROACTIVA, siendo que a la fecha tales cuentas por pagar han sido canceladas en bolívares a la tasa de cambio oficial. Este importe se registra todos los meses al tipo de cambio oficial de 2.15 Bs.F./US\$, lo que da un coste mensual de 258.000 Bs.F. El pago del mismo directamente a una filial de Proactiva Medio Ambiente SA en Venezuela.

En el contrato de concesión suscrito por la empresa se establece que COTECNICA debe procurar la construcción y mantenimiento de la infraestructura física requerida para operar el relleno sanitario, de acuerdo a las normativas ambientales vigentes. Por su parte, el contrato de concesión también estipula que COTECNICA tiene el derecho a recaudar de los usuarios finales las tarifas correspondientes por la contraprestación del servicio ofrecido y debe pagarle a MANCOSER quincenalmente de manera anticipada el 5% de los ingresos brutos mensuales efectivamente recaudados. Asimismo, el contrato de concesión establece que las tarifas de los servicios prestados por COTECNICA serán revisadas semestralmente de acuerdo a una fórmula que ajusta las tarifas por 75% de la variación del índice de precios al consumidor y por el 25% de la variación en el tipo de cambio. Es importante destacar que desde el inicio de la concesión estos ajustes se han

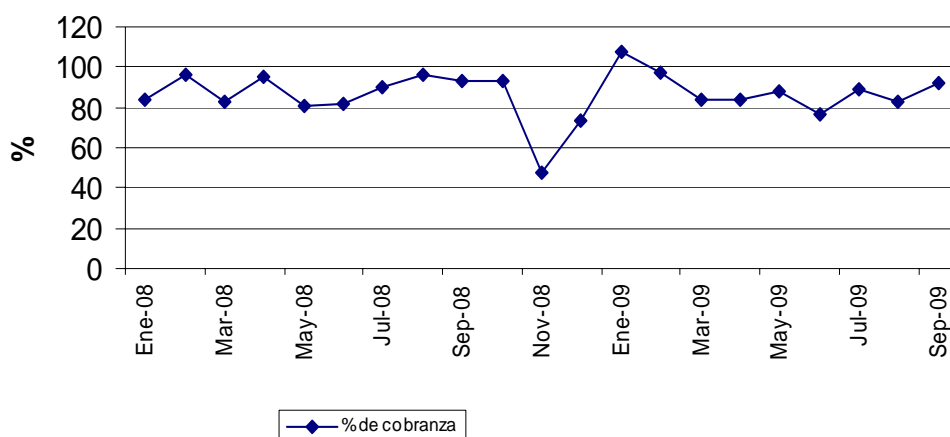
realizado de acuerdo al esquema del contrato, por lo que durante el primer semestre de 2009 se realizó un primer ajuste en las tarifas del 9%, mientras que el segundo ajuste semestral esperado para noviembre 2009 se pospuso hasta enero 2010, momento en el cual se espera Cotécnica haya avanzado en la puesta en marcha del segundo evaporincinerador para el tratamiento de lixiviados. La Gerencia de Cotécnica estima que este segundo ajuste se ubicará aproximadamente en 13%. Asimismo, se estima que los ajustes a las tarifas para todo el 2010 alcancen un máximo del 21%, distribuido en dos ajustes semestrales durante este período, lo cual sin duda alguna implicará una caída de las tarifas en términos reales durante el 2010 toda vez que la inflación esperada para este año se ubica cerca del 30%. La fórmula de ajuste mencionada no toma en cuenta el volumen de residuos manejados por cliente, por lo que el crecimiento de las ventas está supeditado a: (i) el crecimiento de su base de clientes, el cual es esencialmente vegetativo, y (ii) al comportamiento de la inflación y del tipo de cambio oficial, siendo que este última variable ha permanecido estable desde el año 2005.

Por su parte, con el objetivo de hacer más eficiente las labores de cobranza, durante el año 2000 COTECNICA alcanzó un acuerdo con Administradora Serdeco C.A. (SERDECO), filial de C.A. La Electricidad de Caracas (EDC), por 3 años prorrogables, en el cual la segunda tiene a su cargo la gestión de cobro de las tarifas generadas por el servicio prestado por COTECNICA. Es importante destacar que dicho contrato establece que si las partes no objetan su renovación con 90 días de anticipación al vencimiento del mismo, quedará automáticamente renovado por un nuevo período de 3 años. La última renovación de este contrato se efectuó en abril 2009 por lo que se espera que el mismo esté vigente hasta al menos abril del año 2012. Al cierre de septiembre 2009, la cobranza realizada a través de SERDECO representó el 93,6% de los ingresos de COTECNICA, mientras que el resto de la cobranza fue gestionada directamente a entes particulares y públicos por COTECNICA.

Para efectuar el proceso de cobranza, SERDECO utiliza la base de datos de clientes que reciben el servicio de energía eléctrica por parte de EDC, con excepción de aquellas zonas consideradas marginales o de alta peligrosidad. Es importante destacar que SERDECO anexa el monto correspondiente al pago por el servicio de relleno sanitario a la factura mensual de electricidad emitida a los clientes de EDC y genera notificaciones de cobro a los clientes en caso de ser necesario.

El contrato señala que SERDECO no se hace responsable por el pago puntual realizado por los usuarios del servicio provisto por COTECNICA. Por su parte, SERDECO está obligado a depositar mensualmente a COTECNICA el monto total recaudado, deduciendo el 10% del mismo como retribución por la gestión comercial realizada. Adicionalmente COTECNICA debe cancelar a SERDECO 0,05 bolívares fuertes por cada factura emitida y entregada al cliente, cifra que es ajustada semestralmente de acuerdo a la variación registrada del IPC. En opinión de Fitch, la tercerización por parte de COTECNICA de su cobranza constituye un riesgo importante al delegar tan crítica labor a un tercero, más aun cuando se trata de un contrato de relativa corta duración.

**EFFECTIVIDAD DE LA COBRANZA**



Es importante destacar que durante el mes de mayo de 2007 el gobierno nacional promulgó un decreto para la reorganización del sector eléctrico, donde se contempla la creación de la Corporación Eléctrica Nacional (CEN) la cual dio tres años para que ésta absorba las acciones de las empresas eléctricas públicas. Se anticipa que la EDC pase al control del CEN a mediados del año 2010. Fitch hará seguimiento al impacto de dicha negociación en el proceso de cobranza de los servicios que ofrece COTECNICA.

El proceso de negociación que ha mantenido COTECNICA con sus mayores clientes del segmento comercial, le ha permitido incrementar modestamente la efectividad de su cobranza. Sin embargo, estos avances no se replicaron en el resto de su base de clientes, lo cual se evidencia por la concentración de la morosidad en los entes públicos. La ausencia de mecanismos coercitivos pudiera limitar mayores incrementos de la efectividad de la cobranza en el mediano plazo. Es importante destacar que la empresa tiene como política constituir una provisión mensual basada en el porcentaje de morosidad del año anterior, siendo que para el año 2009, dicha relación alcanzó 15% de la facturación, cubriendo en forma conservadora su nivel morosidad. Actualmente la Gerencia está realizando un estudio a fin de determinar si es factible reducir la provisión para cuentas morosas hasta el 13% de la facturación del cierre fiscal anterior. Por su parte, los castigos históricos de las cuentas por cobrar de COTECNICA promedian el 12% de la facturación, lo cual está en línea con las estimaciones de planificación. Los castigos de cuentas por cobrar se aplican cuando las cuentas morosas alcanzan un vencimiento mayor al año.

**Estrategia y Posición Competitiva**

Dada las limitaciones de incremento en las tarifas establecidas en el contrato de concesión, COTECNICA ha mantenido una estrategia de expansión en el volumen de operaciones a través de la actualización del catastro comercial y la adecuación de las tarifas para edificios y entidades con un alto volumen de generación de desperdicios. Todo esto con el objetivo de ampliar el universo de facturación y generar facturas que correspondan con la actividad que desarrolla cada cliente de este sector. Asimismo, la empresa ha iniciado un proceso de negociación con sus mayores clientes para promover la reducción de la morosidad de sus cuentas. En este sentido, en el municipio Chacao en

donde comenzó a implementarse esta estrategia y más recientemente en el municipio Baruta, la efectividad de la cobranza alcanzó 90% al cierre de septiembre de 2009, lo cual es considerado satisfactorio por la gerencia como esfuerzo inicial.

Por otro lado, las inversiones acometidas durante el año 2009 permitirán ejercer un mayor control de los costos operativos, lo que se anticipa pudiera incidir de manera positiva en la evolución del EBITDA de la empresa en los próximos años. Por un lado, se realizó la compra de diferentes maquinarias y equipos así como unidades de transporte que anteriormente se alquilaban lo cual permitirá reducir los costos operativos por concepto de arrendamiento de maquinaria amarilla a partir del año 2010. Asimismo, La instalación de talleres para el mantenimiento de estas maquinarias debería arrojar nuevos ahorros en costos durante los años 2011 y 2012. Por otro lado, COTECNICA ha venido ejecutando la construcción de una red de biogas para la extracción de metano de las celdas, así como también la construcción de un sistema de drenaje para canalizar el agua de lluvia en Algarrobo, un terreno aledaño a la Bonanza; y se encuentra próxima a realizar la instalación de un nuevo evapo - incinerador para el tratamiento de los lixiviados. Todas estas inversiones permiten acondicionar el terreno de la Bonanza, dar mayor estabilidad a los suelos y mejorar la calidad de las aguas acopiadas en el terreno lo cual reduce los riesgos operativos asociados al deslizamiento de tierras, contaminación de aguas subterráneas, deterioro de la calidad del aire, permitiendo así un mayor control de las emisiones atmosféricas. Lo anterior se ha traducido en un pleno cumplimiento por parte de COTECNICA de las condiciones establecidas en el contrato de concesión en lo referente al cuidado del medioambiente. Es importante destacar que en contrapeso a estas acciones que fortalecen la operación, las tarifas que cobra Cotécnica por sus servicios se encuentren expuestas continuamente a una caída en términos reales producto de la fórmula de ajuste en la parte que afecta al tipo de cambio, hecho que limita la evolución favorable de la rentabilidad de la empresa.

Hacia delante, la empresa espera negociar con los entes reguladores y públicos a fin de compartir la carga financiera de nuevas inversiones y así poder garantizar el nivel de calidad en la gestión de la Bonanza.

COTECNICA no enfrenta competencia en su mercado geográfico relevante, habida cuenta que opera el único relleno sanitario de Caracas. Sin embargo, existen algunos terrenos que han servido como botaderos de desechos, pero con una limitada capacidad de disposición y procesamiento. No se espera que COTECNICA afronte competencia en el mediano plazo, debido principalmente a las restricciones de espacio que actualmente registra la ciudad de Caracas.

### **Aspectos Regulatorios**

Las actividades de COTECNICA están reguladas mediante el contrato de concesión que fue suscrito entre la empresa y MANCOSER en el año 1998. Entre otros aspectos, el contrato obliga a COTECNICA a la adecuación de las instalaciones a las normativas ambientales vigentes, así como también a la construcción de un sistema de monitoreo y medición de los niveles de contaminación de las aguas subterráneas. Es importante destacar que regularmente la empresa es objeto de fiscalización por partes de autoridades ambientales, las cuales han constatado que cumple con las normativas ambientales vigentes.

El contrato de concesión establece que el concedente puede revocar unilateralmente el contrato antes de su culminación, en cuyo caso COTECNICA tendrá derecho a un pago equivalente al 105% del monto de las inversiones no amortizadas más el cobro de la deuda de los usuarios por la prestación del servicio a la fecha de la terminación del contrato. Asimismo, el convenio también establece que la concesión puede revocarse por incumplimiento grave e injustificado de las obligaciones previstas en el acuerdo por parte

de COTECNICA. En este caso, la empresa tendría derecho al cobro del 100% de las inversiones sin amortizar y a la deuda mantenida por los usuarios. Vale destacar que la gerencia de la empresa estima que, a la fecha de hoy, bajo cualquiera de estos escenarios tales indemnizaciones permitirían el pago de las deudas financieras de la empresa. Sin embargo, el esquema de pago de dichas indemnizaciones no está establecido contractualmente.

En lo referente al contrato suscrito entre COTECNICA y SERDECO, se establece que SERDECO puede suspender las labores de cobranza si el servicio provisto por COTECNICA no es prestado adecuadamente y ello sea notificado por el organismo competente. Asimismo, SERDECO podría suspender la facturación y cobranza en situaciones en la que se vea afectada la imagen de EDC o algunas de sus empresas filiales.

Adicionalmente, en cuanto a las operaciones en moneda extranjera por parte de las empresas en Venezuela, el Ejecutivo Nacional decretó la aplicación de un control de cambio a partir del mes de febrero de 2003, limitando así las operaciones en el mercado de divisas. Tal medida, no sólo limita el libre acceso a la moneda extranjera sino que también exige la venta de los ingresos generados por la actividad de exportación al Banco Central de Venezuela, impone numerosas barreras al libre desenvolvimiento de la empresa privada en Venezuela, siendo que tal situación podría producir algunos de los siguientes efectos sobre las empresas venezolanas: a) Inconvenientes en el manejo de las compras de materia prima o productos en el exterior; b) Posibles retrasos en la cancelación de la deuda financiera o comercial denominada en moneda extranjera; c) Imposibilidad de continuar manejando contratos denominados en moneda extranjera con clientes a nivel nacional; y d) Limitaciones para la repatriación de dividendos a accionistas ubicados en el extranjero.

En el caso de COTECNICA, el establecimiento del control de cambio tiene un impacto en sus operaciones, habida cuenta que la mayor parte de los equipos y repuestos que utiliza la empresa son de origen importado. Sin embargo, es importante destacar que a la fecha COTECNICA ha recibido oportunamente la moneda extranjera necesaria para el desarrollo de sus operaciones por parte el organismo regulador.

### **Desempeño Financiero**

Los ingresos anualizados ajustados por inflación de COTECNICA aumentaron en 21% durante el período septiembre 2008 - septiembre 2009. Esta evolución de los ingresos se explica principalmente por la expansión de la base de clientes en el sector comercial al actualizar el catastro y adecuar la factura a la naturaleza y volumen de desechos generados por cada cliente.

Asimismo, las inversiones realizadas desde el año 2006 para hacer más eficiente la operación de COTECNICA ha permitido compensar más que proporcionalmente el incremento inflacionario en los costos de la empresa, por lo cual el margen EBITDA continuó su tendencia creciente hasta alcanzar 34,8% al cierre de septiembre 2009, su mayor nivel en al menos 5 años. De hecho, los costes operativos pasaron de 60 millones de Bs.F a septiembre 2008 a 46,3 millones de Bs.F. a septiembre 2009, lo que significó una caída de 23% durante este período. Este resultado, aunado al menor requerimiento de capital de trabajo registrado a septiembre 2009 respecto a lo requerido tanto a diciembre 2008 como a septiembre 2008 producto de la acumulación de cuentas por pagar, explica en gran parte el aumento observado en el flujo de caja operativo. Dada esta evolución favorable de flujo de caja, la empresa registró un anticipo de dividendos a su accionista que al cierre de septiembre 2009 sumó 2 millones de bolívares fuertes. Se espera que en 2010 la empresa eroga la mitad de los dividendos declarados en el año fiscal 2009.

Por otro lado, la mayor eficiencia en la recuperación de las cuentas morosas de los grandes clientes del segmento comercial (46% del total de clientes), la cual pasó del 47% de la deuda asignada a los analistas encargados de la cobranzas en 2008 a 62,3% al cierre de septiembre 2009, contribuyó a la mayor fortaleza del flujo de caja generado por la empresa durante el período. Esta mejora se produjo por la focalización de los esfuerzos en la cobranza a usuarios ya fiscalizados en operativos previos, para los cuales ya se contaba con la información del cliente necesaria para garantizar un mayor éxito en la recuperación de los montos adeudados.

Por su parte, la empresa continua ejecutando un significativo programa de inversiones de capital a largo plazo con el objetivo de mantener los estándares de calidad exigidos por el regulador y con los cuales efectivamente se ha venido gestionando la operación del relleno sanitario la Bonanza. Vale la pena destacar que el cumplimiento de estos estándares es un prerequisite para la aprobación de los aumentos en las tarifas que cobra COTECNICA por sus servicios, por lo que el buen desempeño en esta materia permitiría consolidar la mejora del margen EBITDA observada recientemente. La mayoría de las inversiones comentadas se financiaron con los recursos provenientes de la emisión de obligaciones quirografarias por parte de COTECNICA durante el período 2008 - 2009. Otra parte de estos recursos se utilizó para reestructurar el perfil de vencimiento de la deuda financiera, siendo que al cierre de septiembre 2009 el 28% de esta deuda se concentró en el corto plazo (41% al cierre del año 2008). La empresa se encuentra actualmente bastante avanzada en conversaciones con algunos bancos locales a fin de concretar la disponibilidad de líneas de crédito para cubrir eventuales deficiencias en caja. Al cierre de septiembre 2009, los niveles de liquidez medidos como la relación de caja más inersiones a corto plazo entre vencimientos a corto plazo, superaban en 1,6 veces los vencimientos a corto plazo, lo cual se considera mitiga adecuadamente el riesgo de refinanciamiento de la empresa. Asimismo, los indicadores de cobertura y apalancamiento se encuentran en niveles satisfactorios, como lo evidencian las relaciones EBITDA a servicio de deuda y Deuda Total ajustada a EBITDA, las cuales se ubicaron en 1,91 veces y 0,92 veces a septiembre 2009 respectivamente.

Si bien es cierto que el desempeño de Cotécnica ha mejorado en los últimos meses producto de los esfuerzos de la gerencia para lograr aumentos importantes en sus ingresos y una mayor optimización del manejo de flujo de caja de la empresa, también lo es que la fórmula de ajuste de sus tarifas por debajo de la inflación impone un límite a la capacidad de generación de ingresos de la empresa. En opinión de Fitch esta limitante impone una fuerte restricción a la capacidad de la empresa de mantener en el tiempo los aumentos logrados recientemente en su margen EBITDA.

**Resumen Financiero - COTECNICA LA BONANZA**

Cifras expresadas en Bs.F. constantes, años fiscales culminados el 31 de diciembre)

Resumen Financiero	UDM				
	Sep-09	Dec-08	Dec-07	Dec-06	Dec-05
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	47.614.173	34.152.254	27.454.428	14.033.909	33.604.998
EBITDAR Operativo	47.614.173	34.152.254	27.454.428	14.033.909	33.604.998
Margen de EBITDA	34,82	27,22	19,63	9,85	22,93
Margen de EBITDAR	34,82	27,22	19,63	9,85	22,93
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	72,93	75,27	66,18	61,14	62,78
Margen del Flujo de Fondos Libre	4,55	2,38	(2,39)	(3,46)	(3,72)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	43,80	26,85	7,49	(7,46)	(0,39)
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	5,16	5,15	6,40	7,23	4,96
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	3,78	2,91	3,82	2,20	3,05
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	3,78	2,91	3,82	2,20	3,05
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	1,91	1,22	0,76	0,51	0,72
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,91	1,22	0,76	0,52	0,72
FGO / Cargos Fijos	5,16	5,15	6,40	7,23	4,96
FFL / Servicio de Deuda	0,76	0,53	0,11	0,05	0,12
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,90	0,82	0,20	0,49	0,50
FGO / Inversiones de Capital	1,15	1,12	0,50	0,31	0,98
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	0,67	0,65	0,84	1,03	1,02
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,92	1,16	1,40	3,38	1,67
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,84	0,92	1,28	2,55	1,14
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,92	1,16	1,40	3,38	1,67
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,84	0,92	1,28	2,55	1,14
Costo de Financiamiento Implícito (%)	30,94	30,09	16,73	10,49	13,45
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,28	0,41	0,75	0,44	0,64
<b>Balance</b>					
Total Activos	134.385.879	115.552.344	114.566.521	123.633.141	144.253.310
Caja e Inversiones Corrientes	3.691.324	8.230.061	3.219.702	11.732.335	17.794.895
Deuda Corto Plazo	12.313.224	16.196.809	29.025.925	20.773.570	35.622.098
Deuda Largo Plazo	31.343.639	23.334.162	9.442.278	26.682.640	20.412.774
Deuda Total	43.656.863	39.530.971	38.468.203	47.456.210	56.034.872
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	43.656.863	39.530.971	38.468.203	47.456.210	56.034.872
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	43.656.863	39.530.971	38.468.203	47.456.210	56.034.872
Total Patrimonio	45.439.093	40.701.587	31.065.593	29.609.573	31.056.783
Total Capital Ajustado	89.095.956	80.232.558	69.533.796	77.065.783	87.091.655
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	52.392.540	48.654.336	38.826.871	39.784.959	43.659.515
Variación del Capital de Trabajo	(4.859.036)	(21.608.864)	(35.444.731)	(37.532.069)	(21.649.082)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	47.533.504	27.045.472	3.382.140	2.252.890	22.010.433
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(41.307.005)	(24.061.405)	(6.726.702)	(7.177.661)	(22.379.714)
Dividendos	0	0	0	0	(5.084.872)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	6.226.499	2.984.067	(3.344.562)	(4.924.772)	(5.454.152)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(2.540.629)	(3.738.872)	(3.286.279)	0	0
Variación Neta de Deuda	23.263.645	26.121.565	12.836.685	1.736.879	20.412.031
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(20.891.674)	(20.356.399)	(12.827.585)	(2.861.306)	0
Variación de Caja	6.057.841	5.010.361	(6.621.741)	(6.049.199)	14.957.878
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	136.747.151	125.449.196	139.864.976	142.446.358	146.538.016
Variación de Ventas (%)	21,04	(10,31)	(1,81)	(2,79)	44,87
EBIT Operativo	31.265.408	21.168.877	18.591.058	6.020.702	20.481.440
Intereses Financieros Brutos	12.588.611	11.733.635	7.189.373	6.383.916	11.036.032
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	15.883.901	9.635.995	2.270.882	(2.261.741)	(119.273)

Copyright © 2009 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltda. y de sus filiales. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Prohibida la reproducción o retransmisión parcial o total sin contar con la autorización correspondiente. Todos los derechos reservados. Toda la información contenida en este documento está basada en información conseguida con los emisores, y suscriptores, así como con otras fuentes que Fitch considera que son confiables. Fitch no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información. Como resultado, la información contenida en este comunicado se entrega "tal como viene", sin asumir ninguna representación o garantía de ninguna clase. Una clasificación de riesgo de Fitch, constituye una opinión de la solvencia que tiene un determinado papel financiero. La clasificación de riesgo solamente menciona el riesgo de pérdida por concepto de riesgo de crédito y de ningún otro, excepto que tal riesgo se mencione de manera expresa. Fitch no está comprometido de manera alguna en la oferta o venta de ningún valor financiero. Un informe de riesgo de crédito de Fitch, no es ni un folleto informativo ni un sustituto de la información recopilada, confirmada, y presentada a los inversionistas por parte del emisor y de sus agentes, en conexión con la venta de los valores en cuestión. Las clasificaciones de riesgo pueden cambiarse, dejarse sin efecto, o retirarse en cualquier momento y por cualquier motivo a la libre discreción de Fitch. Fitch no proporciona ningún tipo de asesoría en materia de inversiones. Las clasificaciones de riesgo no son una recomendación para comprar, vender, o mantener algún tipo de valor mobiliario. Las clasificaciones de riesgo no hacen comentarios respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia de algún valor mobiliario para un inversionista en particular, o la naturaleza de alguna posible exención tributaria o imposibilidad de los pagos realizados con relación a algún valor mobiliario. Fitch percibe honorarios de parte de emisores, aseguradores, garantes, y suscriptores, por clasificar los valores mobiliarios. Tales honorarios fluctúan generalmente entre US\$1.000 dólares y US\$750.000 dólares (o el equivalente en la moneda que corresponda) por cada emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todos o un número determinado de emisiones realizadas por un emisor en particular, o aseguradas o garantizadas por un asegurador o garantizador en particular, por un único honorario anual. Tales honorarios, se supone que fluctúan entre US\$10.000 y US\$1.500.000 (o el equivalente en la moneda que corresponda). El trabajo, publicación, o difusión de una clasificación de riesgo por parte de Fitch, no deberá constituir un consentimiento de parte de Fitch para utilizar su nombre como el de un experto, en conexión con cualquier declaración inscrita bajo las leyes federales de valores mobiliarios de los EE.UU., el Decreto sobre Servicios Financieros de Gran Bretaña (1986), o la legislación sobre valores financieros de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia que tienen los medios de publicación y distribución electrónicos, Los estudios realizados por Fitch pueden estar disponible para los suscriptores por medios electrónicos con hasta tres días de antelación respecto de los abonados a medios impresos