

Calificación

Serie	Calificación Actual	Calificación Anterior	Fecha de cambio
Serie 1	C	C en Observación	31-jul-13

DESCRIPCIÓN DE LA CALIFICACIÓN:

Categoría C: "Corresponde al patrimonio autónomo que tiene mínima capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión".

Principales participantes:

- *Originador* : Fideicomiso Proyecto Multipropósito Baba
- *Originador de última instancia*: Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC EP
- *Beneficiarios*: Originador e HIDROPACIFICO (o quién éste designe)
- *Fiduciaria*: Futurfid

Contactos:

Carlos Ordóñez
 (5932) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Sonia Rodas
 (5932) 29 22 426 ext. 111
srodas@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener la calificación de la Serie 1 de la Titarización de Flujos Futuros de la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind en la categoría "C".

Calificación Local: La calificación emitida es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito de la transacción.

La calificación otorgada a la serie 1 obedece a que, si bien hasta el momento, se ha cumplido oportunamente con los pagos a los inversionistas a través de aportes desde CELEC EP matriz hacia el fideicomiso de titularización, no se han definido contractualmente las condiciones en las que se mantendrían estos flujos en el futuro, y no existe un compromiso directo legal de parte del Estado de que se proveerá de forma oportuna los recursos para cumplir con las obligaciones a los inversionistas, en tiempo y forma hasta el vencimiento del plazo de los títulos.

Si bien el soporte recibido, con pagos oportunos, refleja la disposición de CELEC EP de honrar la obligación con los inversionistas de esta titularización, no hay certidumbre sobre la alternativa real o el proceso que adoptará el Gobierno para el pago a los inversionistas. Aún no se ha realizado la reforma del Contrato del Fideicomiso para asegurar y actualizar las condiciones previstas inicialmente.

Hasta el momento el proceso iniciado el año 2012 por la CELEC EP -Unidad de Negocio Hidronación, junto con otras instituciones pertinentes como la SENAGUA, MEER, CELEC EP matriz, para definir legalmente la situación de esta Titarización, ha avanzado lentamente, pero no se ha definido aún la modificación del contrato del fideicomiso.

Por lo tanto, una mejora de la calificación de la serie 1, única serie vigente en el mercado, estaría sujeta a que se definan contractualmente los mecanismos adecuados por los cuales el fideicomiso pueda obtener los recursos necesarios para el pago en tiempo y forma de sus obligaciones con los inversionistas.

Los cambios ocurridos en el marco legal vigente que rige el sector eléctrico han originado un deterioro de las condiciones iniciales del fideicomiso de titularización, han significado también la ruptura legal y operativa del esquema por el cual se traspasaba al Fideicomiso de Titarización el flujo recaudado, correspondiente al derecho de cobro, generado por la venta de energía de la Central Marcel Laniado.

CELEC EP realiza la recaudación directa de la facturación, organizándola de acuerdo a las unidades de gestión existentes, entre las que se cuenta a la Unidad de Negocios Hidronación. Los recursos obtenidos son administrados por CELEC EP para, entre otras cosas, cubrir los costos y gastos de operación y mantenimiento de la Central Marcel Laniado, pero el flujo ya no pasa por el Fideicomiso de titularización.

Presentación de Cuentas

El presente análisis de calificación se realiza con base en la siguiente información:

Estados financieros directos del Fideicomiso de Titularización al 30 de noviembre del 2014, bajo normas NIIF.

Información sobre la generación de flujos de facturación hasta nov-2014.

Normativa legal vigente del sector eléctrico, que recoge los cambios ocurridos en el marco legal que rige al Sector Eléctrico.

Demás información relevante de la Titularización con corte dic-2014

Los estados financieros auditados del 2011 se entregaron, no obstante los auditores no expresan opinión ya que no pudieron verificar las cifras de cuentas por cobrar y por pagar a los constituyentes del Fideicomiso (USD 57.9MM y USD15MM respectivamente).

Los estados financieros auditados del 2012 y 2013 de igual forma se abstienen de emitir una opinión, por la misma razón. Se informa que no pudieron verificar porque FPMB y CELEC EP no confirmaron saldos al auditor.

Las cuentas por cobrar no verificadas alcanzan a USD 62.1MM a dic-2013 que constituyen el 90.08% de los activos y las cuentas por pagar son USD 33.9MM que representan el 49.15% del total de pasivos.

Evolución de la Emisión

El Fideicomiso Mercantil Titularización de Flujos Central Marcel Laniado se constituyó el 25 de agosto del 2006. La titularización fue un mecanismo de fondeo para la construcción del Proyecto Multipropósito Baba que incluye la Central Hidroeléctrica Baba que ahora está ya en operación.

DERECHO DE COBRO

El derecho de cobro está constituido por la totalidad de las cuentas por cobrar que se generan a favor de HIDRONACION frente a los COMPRADORES, como consecuencia de las ventas de energía eléctrica y potencia, así como la provisión de cualquier otro bien o servicio, correspondientes a GENERACION BASICA, generadas por la operación de la CENTRAL MLW, mientras se encuentre vigente el FIDEICOMISO DE TITULARIZACION.

Este derecho le fue transferido al originador en su constitución por la compañía HIDRONACION S.A.,

mediante escritura pública suscrita el 3 de Enero del 2005.

El Fideicomiso Proyecto Multipropósito Baba (FPMB) se constituyó mediante decreto ejecutivo 2171 del año 2004, que instruyó a CEDEGE, único accionista de HIDRONACION, su constitución y dispuso que el FPMB tenga como patrimonio autónomo toda la energía que se genere en la Central Marcel Laniado de Wind, con el agua del Embalse Daule Peripa y la trasvasada desde el Embalse de Baba.

Luego de la aplicación del Mandato 15 emitido en el año 2008, el contrato con el que se estructuró la Titularización no contempla las condiciones actuales del Sector Eléctrico y se han roto los vínculos que soportaban los flujos titularizados. Hasta el momento se ha cumplido los pagos a los inversionistas con las transferencias directas desde el Ministerio de Electricidad y luego de la CELEC EP, ya que no se está cumpliendo el flujo de fondos como había sido previsto en el contrato de titularización.

Las dos series de la titularización fueron emitidas el 4 de octubre del 2007, por un total de USD 75.020M, y hasta la fecha se ha cumplido oportunamente con los pagos de capital e intereses.

En oct-2014 se canceló totalmente la serie 2 de la titularización quedando un saldo insoluto de USD 25.84MM que vence el 4 de Abril del 2017.

Al momento la titularización tiene las siguientes características:

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN	
Monto Calificado:	Serie 1: US\$ 40.000.000 Serie 2: US\$ 40.000.000. (Total hasta US\$ 80'000.000)
Saldo a la fecha: (30 de nov-2014)	Serie 1: USD 25,840.000 Serie 2: cancelada Total capital USD 25.840.000
Moneda:	Dólar de los Estados Unidos de América
Intereses:	Serie 1: Libor + 4.0% (Min 8.5%-Max 10.0%)
Plazo:	Serie 1: 10 años y medio
Fecha de Emisión:	Serie1: 04/10/2006
Fecha Vencimiento:	Serie1: 04/04/2017
Forma de Pago:	Intereses: Trimestrales Capital: Trimestral
Garantía:	Fondo de reserva, Fondo para riesgo hidrológico, y Garantía de MEER
Destino Emisión:	Construcción de proyecto Baba
Calificadora:	BankWatch Ratings S.A.
Resolucion Scias	06-G-IMV-0006371 del 9-dic-2006

Análisis de la Titularización

Estructura Legal y prelación sobre los flujos titularizados.

Según su contrato de constitución, el Fideicomiso de Titularización (FT) debía recibir el flujo de efectivo resultante de la venta de energía generada por la Central Marcel Laniado de Wind (CMLW), y utilizarlo en el siguiente orden: a) transferir al Fideicomiso Baba los fondos necesarios para cubrir sus costos, gastos e impuestos, b) los gastos de operación, mantenimiento y administrativos de la CMLW; c) la reposición del fondo rotativo, d) realizar la provisión para el servicio de la deuda, y e) transferir los flujos excedentes, luego del pago a los inversionistas, al Fideicomiso Baba.

El monto total de la titularización fue de USD 80MM, estructurados en dos series de USD 40MM.

El valor total de obligaciones colocadas fue de USD 75.02MM, y el saldo restante no se colocó.

Como hecho subsecuente se indica que el 4 de enero del 2015 se canceló un dividendo adicional de la serie vigente, luego de lo cual, queda un saldo total por amortizar de USD 23.3MM. La tabla de amortización en períodos anuales y el saldo por amortizar es el siguiente:

FLUJO TOTAL DE AMORTIZACION DE LAS DOS SERIES
75.020.000

	CAPITAL	INTERESES	AMORTIZ.	SALDO CAPITAL
2007	4.242.151	6.704.625	10.946.776	70.777.849
2008	4.682.081	5.885.601	10.567.683	66.095.768
2009	5.168.560	5.320.210	10.488.770	60.927.207
2010	5.706.567	4.883.246	10.589.813	55.220.640
2011	6.299.431	4.400.786	10.700.216	48.921.210
2012	6.944.869	3.868.465	10.813.334	41.976.341
2013	7.670.625	3.281.085	10.951.710	34.305.716
2014	8.465.716	2.632.592	11.098.308	25.840.000
2015	10.220.000	1.875.100	12.095.100	15.620.000
2016	10.416.000	996.030	11.412.030	5.204.000
2017	5.204.000	165.750	5.369.750	0
TOTAL	75.020.000	40.013.490	115.033.490	

Riesgo de Crédito y de Continuidad del Negocio del Originador

La Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind (CMLW), según la información publicada por CELEC EP, es la segunda central hidroeléctrica del Ecuador en importancia por su capacidad instalada de 213 MW y una represa con una capacidad de almacenamiento de agua de 6.000 millones de metros cúbicos. El embalse Daule Peripa le permite mantener una reserva suficiente para generar electricidad por 90 días. Con la finalización del

Proyecto Baba y el trasvase hacia la CMLW se elevó su capacidad de generación en 42MW.

Luego del establecimiento del Mandato 15 se han producido cambios determinantes que han transformado la naturaleza de la empresa y la estructura del sector eléctrico. En enero del 2010 se constituyó la empresa pública Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC EP, que absorbió a Hidronación, transformándola en una Unidad de Negocios de CELEC. El contrato con base en el cual se estructuró la titularización no contempla las condiciones actuales del Sector Eléctrico, y no ha sido reformado aún.

Al momento el Originador es el Fideicomiso Multipropósito Baba y CELEC EP en última instancia dado que, de acuerdo con la legislación vigente, CELEC EP ha asumido los derechos y obligaciones de sus Unidades de negocio y actualmente de CEDEGE.

No obstante, la formalización contractual de esta obligación no se la ha realizado aún y se analizan varias opciones para el pago a los inversionistas.

Riesgo de Continuidad del Derecho de cobro titularizado

En estos años los ingresos por recaudación ya no llegan al fideicomiso, y durante el año 2013 y en lo que va del 2014 tampoco se registra la facturación. La recaudación la recibe directamente CELEC EP, que es la dueña de la Unidad de negocios Hidronación. La facturación que se analiza en este informe para el año 2013 y 2014 corresponde a los registros de CELEC-Hidronación.

La facturación y recaudación real y proyectada se describe en el cuadro siguiente, se presenta una comparación en base a las proyecciones de la calificación inicial.

	Fact. Real / Fact. Proyectada	Flujo Recaud Fid / Ing. Proy
2.007	76,5%	107,4%
2.008	122,7%	147,6%
2.009	83,2%	78,7%
2.010	63,5%	27,9%
2.011	73,0%	41,5%
2.012	56,4%	12,2%
2.013	50,6%	32,6%
Ene - Nov 2014	76,4%	68,8%
Total	76,9%	65,0%

Fuente: Fiduciaria Futurfid e Hidronación EP

La evolución de la facturación se explica por varios factores, entre ellos la disminución de las tarifas derivada del cambio del modelo de fijación de precios marginales establecidos para el pago a las

generadoras por un sistema de precios regulados, ya que el Mandato 15 establece que esta tarifa se definirá para cada empresa en función de sus costos de operación, sin considerar el componente de inversión, que debe ser cubierto directamente por el Estado.

De acuerdo con la información disponible directa de Hidronación la facturación del período enero a noviembre del 2014 es 76.4% de lo proyectado, llega a USD 21.58MM.

La transformación de Hidronación a empresa hidroeléctrica pública implicó tener uno de los últimos grados de prelación para el pago de su facturación (séptimo y octavo entre 10 prioridades), dentro de los fideicomisos de pago de las distribuidoras.

La recaudación es recibida directamente por CELEC EP y a partir de enero-2013 ya no pasó al Fideicomiso. No obstante, la recaudación real de Hidronación, como parte de CELEC EP, es de alrededor del 63% de lo facturado durante el período de ene a nov 2014. La recaudación forma parte del flujo total de la empresa y es distribuido de acuerdo a las necesidades de operación, inversiones o financiamiento de la matriz y sus unidades de negocio.

Como se ha explicado, por los cambios en la legislación vigente del sector, el Fideicomiso ya no recibe los flujos correspondientes y por tanto no cubre los costos de mantenimiento de la CMLW ni las demás prelación. El Fideicomiso recibe únicamente los flujos necesarios para el pago a los inversionistas con unos días de anticipación.

Por esta razón el Fideicomiso acumula en el tiempo cuentas por pagar a terceros distintos de los inversionistas, por USD 5.84MM que corresponden a las prelación. Los costos de operación y mantenimiento han sido asumidos directamente por CELEC-EP. Existe un pasivo contabilizado en el Fideicomiso por USD 30.6MM que corresponde a los aportes realizados por Hidronación para cumplir el pago a los inversionistas.

La capacidad instalada de CELEC EP (matriz) y su posición en el mercado eléctrico se analiza en el anexo 1.

Fondos Disponibles e Inversiones

A la fecha de corte el Fideicomiso de Titularización Central Marcel Laniado de Wind cuenta con recursos líquidos por USD 6.22MM, que constituye el Fondo de Reserva para el pago del próximo dividendo de la serie vigente.

Estos recursos se encuentran colocados en la cuenta del Fideicomiso en el Banco Central del Ecuador y una mínima cantidad de 1.3 mil en un banco local.

Derecho de cobro titularizado y cobertura de la emisión

	2010	2011	2012	2013	Nov. 2014
Flujo del Fideicomiso					
Caja Inicial	2.564.408	220.990	601.865	97	6.475
INGRESOS					
Flujo proveniente recaudación	6.217.238	8.963.760	2.725.987	142.522	-
Intereses Cta Cte.	-	-	-	-	-
Intereses Fondo Rotat.	1.301	1.215	441	140	13
Intereses Inversiones	115.488	166.739	-	-	25.468
Otros Ingr. (Aportes. Min.Elect.)	13.221.861	4.506.274	-	80.620	95.608
Aportes Patrimon. CELEC EP	-	6.253.790	10.813.338	11.034.668	11.082.145
Total Ingresos	19.555.887	19.891.779	13.539.766	11.257.949	11.203.233
EGRESOS					
Fideicomiso Baba	50.000	-	-	-	-
Reposición Fondo Rotativo	95.802	-	-	-	-
Otros Gastos	104.238	65.995	72.852	74.562	62.478
Gastos de O&M y administrat.	5.943.965	8.580.030	3.255.346	225.297	643.669
Total Egresos	6.194.004	8.646.025	3.328.198	299.859	706.147
Flujo Disponible pago Inversionistas	13.361.883	11.245.754	10.211.568	10.958.089	10.497.087
% Cobertura para el pago a los Inversionistas	126%	105%	94%	100%	95%
Capital Pagado	5.706.567	6.299.426	6.951.436	7.670.624	8.465.716
Intereses Pagados	4.883.245	4.400.784	3.861.901	3.281.087	2.632.596
Total Pago a Inversionistas	10.589.813	10.700.209	10.813.337	10.951.711	11.098.311
Flujo después de inversionistas	2.772.070	545.544	-601.768	6.378	-601.225
Retornos al Originador	-	-	-	-	-
Saldo Luego de restituciones	2.772.070	545.544	-601.768	6.378	-601.225
Inversiones (compra)	18.875.335	15.841.784	-	-	3.429.318
Vencimiento inversiones	13.759.847	15.677.115	-	-	10.249.315
Caja Final	220.990	601.865	97	6.475	6.225.248

Con cifras directas del mes de Nov-2014. Fuente: FTMLW

La caja final obedece a que en ene-2014 se transfirió el fondo de reserva de la titularización desde la cuenta de inversiones a un depósito en la cuenta del Fideicomiso en Banco Central del Ecuador, por lo que el saldo final de caja a nov-2014 es de USD 6,225M. La transferencia de inversiones a depósitos en el BCE se revela en este cuadro en el movimiento neto de las líneas de inversiones.

En el cuadro anterior se refleja el flujo de ingresos del Fideicomiso en donde se observa que este no recibe recursos provenientes de la facturación de energía ni del cumplimiento de las prelación de pago establecidas en el contrato inicial.

Actualmente ya no existe un vínculo directo entre la recaudación de la facturación de energía (Flujo titularizado) y el pasivo con los inversionistas. La obligación ha sido asumida en los hechos por CELEC EP, de acuerdo con las disposiciones legales contenidas en el Mandato 15 y en la creación de la CELEC EP.

Esta empresa ha transferido los valores correspondientes para los pagos de capital e intereses a los inversionistas, siendo el último pago a la fecha de corte de este informe, el



correspondiente al 4 de octubre de 2014. Subsecuentemente se realizó el pago del siguiente dividendo de la serie vigente el 4 de enero del 2014. Se debe mencionar que a la fecha del informe el fondo de reserva está completo.

Si bien CELEC EP ha manifestado su voluntad de continuar sustentando al Fideicomiso para el pago a los inversionistas, no existe un compromiso directo, formalizado como una garantía legal y válida, que comprometa la transferencia oportuna de los recursos que permitan honrar el pago de los títulos emitidos hasta su vencimiento en tiempo y forma.

Celec-Hidronación informa que durante el año 2014 continuó ejecutando acciones tendientes a dar cumplimiento a las regulaciones legales vigentes, que permitirían mayor agilidad en el proceso de toma de decisiones encaminadas para corregir el problema estructural de la titularización:

- Se realizó la transferencia de derechos y obligaciones fiduciarias del Fideicomiso Multipropósito Baba desde CEDEGE (hoy SENAGUA) al Ministerio de Electricidad y Energía Renovable, luego de lo cual, este a su vez delegó a CELEC EP para que nombre a sus delegados a la Junta Administrativa del Fideicomiso, para que esta tome decisiones legales y contractuales pertinentes.
- La Junta Administrativa ha analizado realizar las reformas a los contratos de los fideicomisos creados para el financiamiento del Proyecto Multipropósito Baba con recursos de la Central Marcel Laniado y que debido a la normativa del Mandato 15 están siendo honrados por CELEC EP.
- Una de estas acciones es el registro contable y presupuestario de las obligaciones que justifican los pagos efectuados realizados CELEC EP en estos años y se espera avanzar en el proceso con mayor celeridad. Los pagos de los dividendos del año 2015 están incorporados en su presupuesto anual.

Gastos proyectados del Fideicomiso

La estructura establece un fondo rotativo por un monto de USD 80,000, con el objeto de cubrir los gastos mensuales proyectados del Fideicomiso. No obstante, dado que ya no ingresa el flujo de facturación prevista al fideicomiso, es el originador el que hasta el momento ha cubierto estos gastos con transferencias a la cuenta del fideicomiso, exclusivamente para este objeto.

Posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del Originador, en el caso de quiebra o liquidación

En cuanto a las garantías de la Titularización, existen dos constituidas en efectivo: la que corresponde al **Fondo de Reserva** de la Titularización actualmente asciende a USD 6.208M, y está dentro del Fideicomiso de Titularización, y la **Garantía de Riesgo Hidrológico** (USD 6.99MM) que está en el Fideicomiso Multipropósito Baba.

La primera garantía ha sido utilizada en varias ocasiones pero ha sido totalmente restituida posteriormente, por lo que a la fecha de corte del informe se encuentra completa. De igual forma, para el pago realizado a los inversionistas el 4 de enero del 2015 CELEC-HIDRONACION transfirió la suma correspondiente, y a la fecha del informe el Fondo de Reserva está completo, según reporta la Fiduciaria.

El saldo de este fondo alcanzaría para cubrir las dos cuotas siguientes del año 2015 (Abril y Julio) que incluye capital e interés de la serie 1 que está vigente hasta abril del 2017. A la fecha quedan pendientes nueve (9) cuotas trimestrales, luego del pago ya realizado el 4 de enero de los corrientes.

La tercera garantía establece que CEDEGE proveerá inmediatamente al fideicomiso Baba, a sola petición por escrito de Morgan & Morgan, Fiduciary & Trust Corporation S.A., Fiduciaria del Ecuador y de la Administradora de Fondos de Inversión Fideicomisos Futura, en recursos líquidos libres y disponibles, de las sumas necesarias para cubrir la suma anual de USD 12.5MM, comprometiéndose el Fideicomiso Multipropósito Baba a transferir inmediata e íntegramente esa cantidad al Fideicomiso de Titularización.

Luego de la fusión por absorción de CEDEGE a la SENAGUA, decretada el 23 de Septiembre del 2009, las obligaciones, contratos y convenios firmados por CEDEGE fueron asumidos por esta.

Posteriormente, en el mes de enero del 2014 SENAGUA transfirió los derechos y obligaciones del FMMB que estaban a nombre de CEDEGE (hoy SENAGUA) al Ministerio de Electricidad y Energía Renovable, por lo que esta garantía estaría ya bajo la responsabilidad del Ministerio de Electricidad.

A la fecha las dos garantías monetarias establecidas están íntegras y cubren los eventos previstos de acuerdo con lo señalado en el contrato inicial.

Esta titularización no goza de una garantía general de sus originadores (Fideicomiso Multipropósito Baba y CELEC EP.), por lo que el análisis de la posición relativa de esta titularización dentro del pasivo total de los mismos no es aplicable.

Sin embargo, se ha realizado el registro contable y presupuestario de las obligaciones en los estados



financieros de CELEC EP que justifican los pagos realizados.

Además en el mes de abril del 2014 se resolvió transferir

Índice de Desviación:

Dentro del informe de estructuración financiera se proyectó un índice de desviación de USD 2.8MM o 17.27%, el cual estaba cubierto en 2.2 veces a través del establecimiento del fondo de reserva (USD 6.2MM).

Sin embargo, dado que los vínculos del fideicomiso han sido rotos y ya no es el flujo de ingresos el que determina la capacidad de pago, este indicador ya no cumple su función.

Puesto que los mecanismos de garantía no han cubierto desde el 2010 la desviación real del flujo recaudado, el pago a los inversionistas ha tenido que ser cubierto desde el 2010 con los aportes de CELEC EP.

▪ FUTURFIT: ADMINISTRADORA FIDUCIARIA

La Administradora Fiduciaria es la Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos Futura - FUTURFID-S.A.

En cumplimiento de las disposiciones legales vigentes el Grupo Financiero del Banco de Guayaquil vendió las acciones a la empresa FARTUPSA que posee el 99.9995%, siendo sus accionistas el Ab. Francisco Vélez Arízaga y el Ing. Otón Meneses Gómez. El restante 0.0005% corresponde al Ing. Otón Meneses Gómez.

Los dos accionistas ejercen la administración principal de la Administradora como Gerente General y Presidente respectivamente, para lo cual cuentan con experiencia en el servicio de asesoría empresarial, financiera, consultoría jurídico financiera y corretaje de seguros.

La mayor parte de los ejecutivos de la administradora se mantienen en la empresa por lo que cuenta con un personal calificado y con experiencia en las áreas de su competencia.

Se mantiene una estructura operativa adecuada que refleja la naturaleza de sus negocios, y el área comercial del negocio fiduciario es independiente de las demás áreas de negocios, así como de las áreas de control y operaciones.

Cuenta también con infraestructura técnica y administrativa adecuada y con sistemas tecnológicos adecuados que han sido implementados desde años atrás; el software que dispone le permite gestionar adecuadamente los requerimientos del negocio.

▪ POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

La emisión tuvo una buena aceptación en el mercado con la participación del Instituto de Seguridad Social y de Bancos de prestigio del país. Sin embargo, luego de los efectos suscitados por los cambios legales y sectoriales ocurridos posteriormente a la ejecución del Mandato 15, la baja de la calificación tiene un impacto negativo en los portafolios de los inversionistas, que han debido realizar provisiones por el mayor riesgo que representan. Al momento no conocemos si existe demanda de estos papeles en el mercado.

EMPRESA: FIDEICOMISO CHML	AUDITADO	AUDITADO	AUDITADO	AUDITADO	Directo
Quito, ECUADOR		abstención	abstención	abstención	
(\$ MILES)	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	nov-14
BALANCE GENERAL					
Total Activo Corriente	13.772	23.178	26.337	43.112	68.304,5
Fondos Disponibles	6.599	602	0,097	6,48	1,37
Inversiones temporales	-	6.531	6.708	6.834	6.224
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	7.135	16.015	19.629	36.272	62.031
Comerciales	7.135	16.015	19.629	36.272	62.031
Relacionadas	-	-	-	-	-
(-) Provisión acumulada Cuentas Incobrables	-	-	-	-	-
Otras cuentas por cobrar (sin costo)	6	14	-	-	48
Anticipos a Proveedores	-	-	-	-	-
Gastos pagados por anticipado	32	16	-	-	-
Total Activo No Corriente	48.921	41.918	34.306	25.840	-
Otros activos no corrientes DERECHOS DE COBRO (afecta a	48.921	41.918	34.306	25.840	-
ACTIVOS TOTALES	62.693	65.096	60.643	68.952	68.305
(\$ MILES)	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	nov-14
Total Pasivo Corriente	13.692	16.789	20.007	36.858	47.095
Obligaciones Financieras corto plazo (A+B)	7.434	6.945	8.539	9.179	10.220
Porción corriente deuda largo plazo con instituciones financieras	-	-	-	-	-
Porción corriente deuda largo plazo con mercado de valores	7.434	6.945	8.539	9.179	10.220
Porción corriente deuda comercial financiera de largo plazo	-	-	-	-	-
Porción corriente deuda financiera de largo plazo con terceros, r	-	-	-	-	-
Total porción corriente de deuda financiera a largo plazo (A	7.434	6.945	8.539	9.179	10.220
Proveedores (no generan gasto financiero)	6.258	8.836	-	-	5.842
Relacionadas Comerciales (Constit.: Baba, Hidronación y Fo	6.258	8.836	-	-	5.842
Cuentas y Documentos por Pagar	-	-	11.466	27.679	30.595
Relacionadas (sin costo)	-	-	-	-	-
Accionistas (sin costo) BENEFICIARIOS	-	-	11.466	27.679	30.595
Anticipos de Clientes	-	-	-	-	84
Ingresos percibidos por adelantando	-	-	-	-	-
Gastos acumulados por Pagar	-	1.008	2	-	354
Obligaciones tributarias	-	-	-	-	0,03
Intereses por Pagar	-	1.008	-	-	354
Otras	-	-	2	-	-
Otros Pasivos Corrientes	-	-	-	-	0,67
Pasivo de Largo Plazo	48.921	48.227	40.556	32.015	21.161
Provisión para titularización	-	6.251	6.251	6.175	5.541
Saldo inicial	-	-	-	-	-
Provisión del año (Valor Positivo)	-	6.251	6.251	6.175	5.541
(-) Pagos a ex empleados	-	-	-	-	-
Saldo Final	-	6.251	6.251	6.175	5.541
Deuda financiera de largo plazo	48.921	41.976	34.306	25.840	15.620
Deuda Instituciones financieras largo plazo	-	-	-	-	-
Deuda Mercado de Valores largo plazo	48.921	41.976	34.306	25.840	15.620
Deuda comercial financiera largo plazo	-	-	-	-	-
PASIVOS TOTALES	62.613	65.016	60.563	68.872	68.256,7
Total Patrimonio Accionistas	80	80	80,0	80,0	80,00
Aporte Inicial	80	-	80	80	80
Fondo de Reserva para el Servicio de la deuda	-	80	-	-	-
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	62.693	65.096	60.643	68.952	68.337

Anexo 1

Análisis del Sector Eléctrico

Desde el año 2008 se emprendió una reestructuración total del sector al amparo de la nueva constitución y del Mandato 15.

El modelo anterior planteó la división de las diferentes actividades del sector en empresas con régimen privado, pero con capital del sector público, con la finalidad hipotética de impulsar un proceso de privatización de las diferentes participantes del sector. Pretendía buscar nuevos capitales privados que estimularan las nuevas inversiones en el sector y alcanzaran el incremento de la generación, mejorando las condiciones deficitarias en la atención de la demanda creciente de energía e impulsando procesos de eficiencia y mejora tecnológica.

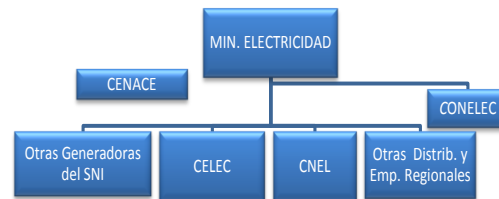
Sin embargo, la inestabilidad de los gobiernos y la crisis económica en que entró el país por la crisis financiera no permitieron cumplir los objetivos del proceso emprendido y empeoraron las condiciones del sector, generándose niveles muy altos de ineficiencia, corrupción, y un mayor déficit de generación. Las medidas adoptadas para dar la cobertura a la demanda fue la contratación de generación térmica y posteriormente la importación de energía especialmente desde Colombia.

La ineficiencia del sector, en la fase de distribución, llevó entre otras cosas a que se generen niveles de pérdidas de energía de aproximadamente el 32% en promedio nacional, y que en el caso de algunas empresas llegaron hasta el 40%. Para reducirlas, se han realizado importantes inversiones y una gestión de controles técnicos que han elevado los niveles de facturación y recaudación.

En el nuevo modelo previsto en el Mandato 15, se establecen lineamientos para una serie de cambios estructurales que pretenden mejorar el manejo del Sector Eléctrico. Se busca incrementar la generación con una planificación definida de inversiones en los próximos 10 años, que mantienen una importante dependencia de las disponibilidades fiscales, cuyas restricciones podrían limitar la ejecución de la planificación, si no se logra completar el financiamiento de los diferentes proyectos.

Hasta el momento avanzan varios proyectos, estando algunos en fases de estudio de pre inversión, y otros en proceso de construcción. Parte de los recursos provienen de instituciones financieras y empresas domiciliadas en China.

Estructura del Sector Eléctrico



La estructura del sector tiene al Ministerio de Electricidad, como la institución que dirige y controla la política del sector eléctrico y se encarga también de la gestión de proyectos.

El manejo administrador técnico y comercial del mercado mayorista lo realiza el CENACE (Centro Nacional de Control de Energía).

El CONELEC es el ente regulador del sector, que elabora su planificación, controla la ejecución de los planes previstos, y fija las tarifas de los diferentes participantes del mercado eléctrico de acuerdo con la legislación vigente.

CELEC: el 13 de enero de 2009 se fusionaron las empresas de generación: ELECTROGUAYAS S.A., HIDROAGOYAN S.A., HIDROPAUTE S.A., TERMOESMERALDAS S.A., TERMOPICHINCHA S.A. y una de transmisión, TRANSELECTRIC S.A, constituyéndose la CORPORACIÓN ELECTRICA DEL ECUADOR CELEC S.A. Las empresas absorbidas se convierten en Unidades de Negocio de la Corporación.

El 14 de Enero de 2010 mediante Decreto Ejecutivo N° 220 CELEC se transforma en Empresa Pública Estratégica bajo el nombre de Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC EP a la vez que absorbe a Hidronación convirtiéndola en una de sus Unidades de Negocio.

Evolución del Mercado Eléctrico

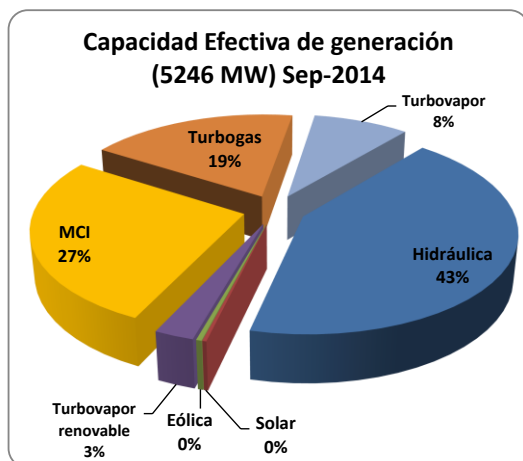
Las últimas cifras publicadas por CONELEC, las diferentes distribuidoras mantienen una cobertura del 96.77% del total de viviendas del país.



La demanda anual total de energía del país en el año 2014, según las cifras oficiales es de 18.153GWh, con un crecimiento que promedio de 6.56% anual en los últimos cinco años.

Los principales segmentos, de consumidores, a sep-2014, son el sector residencial con el 34.8%, el sector Industrial el 29.2%, el comercial con el 20.6%, 5.6% corresponde a alumbrado público y un 9.8% está compuesto por otros. Los más dinámicos en los últimos cinco años son el sector Industrial (crecimiento de 8.13% promedio anual) y el Residencial (6.2% anual promedio).

Para cubrir la demanda el País dispone de una capacidad efectiva de generación instalada de 5.246MW, según las cifras oficiales del CONELEC a sep-2014, distribuidos de la siguiente forma:



Fuente: CONELEC

La principal fuente de energía es la hidroeléctrica que representa el 43% de la capacidad instalada total.

La producción de energía alcanzó a 24.1 mil GWh a sep-2014 que guarda relación directa con la capacidad instalada. La producción de energía renovable constituyó el 46.5%, la energía térmica no renovable el 50.7%, y el 2.8% correspondió la importación de energía de Perú y Colombia.

Las inversiones realizadas en los últimos años han generado el crecimiento de la potencia efectiva particularmente de la generación térmica de 240.5MW, cuya instalación es de corto plazo, las nuevas centrales hidroeléctricas están en construcción y se espera incorporarlas a partir del año 2015.

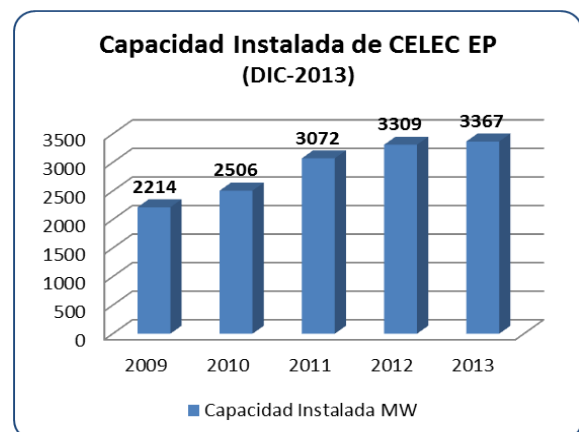
La producción total de energía creció en 4.61% promedio anual en los últimos cinco años, que se explica por la mejora de capacidad en centrales térmicas, particularmente MCI, y la recuperación de varias centrales hidroeléctricas.

Según el plan maestro de electrificación para los próximos años se ha planificado la expansión de la generación tanto hidroeléctrica como térmica y no convencional, a través de la incorporación de varios proyectos, algunos de los cuales se encuentran ya en proceso de construcción, en las diferentes unidades de negocio como Hidropaute, Termopichincha, Termoesmeraldas, Enerjubones, etc., con lo que se planifica a mediano plazo duplicar la producción de energía hidroeléctrica del país.

Según la información de CELEC EP, publicada en el Informe de Rendición de cuentas del 2013, la inversión planificada en los proyectos en ejecución es de alrededor de USD 3000MM la capacidad instalada de estos proyectos será de alrededor de 3.318 MW. Estos proyectos entrarían en operación en los años 2015 y 2016.

CELEC EP es la empresa pública líder del mercado, que en el año 2013, participó con el 78% de la capacidad instalada del país, constituyéndose en el eje vertical de la generación y transmisión de electricidad del país. A futuro se espera consolidar también la fase de distribución, cuando se concrete la fusión con CNEL S.A. y otras empresas de distribución.

A dic-2013 (últimos datos disponibles) el 58.69% de la capacidad instalada de CELEC EP es de 3.367 MW que mantiene una tendencia creciente por las inversiones realizadas.



Fuente: CELEC EP Elaboración: BWR



A dic-2013, el 58.9% corresponde a energía hidroeléctrica que se elevó en el año de referencia, con la incorporación de la generación de la hidroeléctrica del proyecto Baba, las plantas de generación con Fuel Oil 26%, Diesel 7.19% de su capacidad instalada total y 7.1% corresponde a la generación con gas natural y 0.5% a generación eólica del proyector Villonaco incorporado en el año 2013.

La comercialización en el mercado eléctrico mayorista ecuatoriano, luego del Mandato 15, se realiza en un 100% por medio de contratos regulados con las empresas distribuidoras en forma proporcional a su demanda mensual.

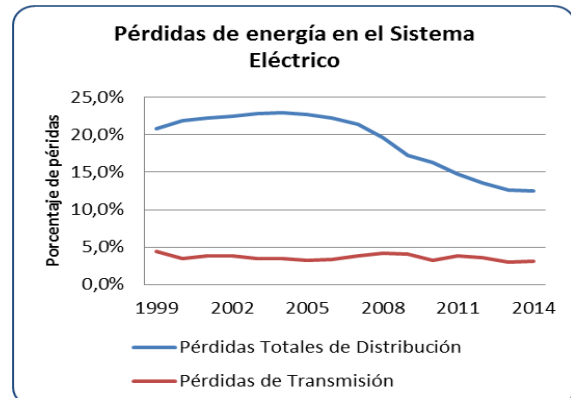
Los precios de la energía facturada a las distribuidoras son establecidos con base en una estimación de los costos de operación y mantenimiento de cada empresa. La facturación tiene un componente fijo determinado por el estudio de costos y uno variable por cada kWh producido. Debido al costo de los combustibles utilizados en la generación de energía térmica, los precios de la energía hidroeléctrica son sustancialmente menores.

De las cifras disponibles para el año 2013 y hasta donde están disponibles las cifras y demás información del 2014, la posición de CELEC se mantiene fuerte en el mercado por su tamaño y capacidad de generación.

CELEC: Presupuesto ejecutado y proyección ingresos y egresos				
Millones de dólares	2,011	2,012	2,013	2014 Proy.
Ingresos Operacionales	456.20	540.70	675.25	767.82
Crecimiento		18.5%	24.9%	13.7%
Fin. De Inv. MEER				949.50
Otros: recuperac. y otros				288.48
Total Ingresos				2,027.60
Millones de dólares	2,011	2,012	2,013	2014 Proy.
Inversión		639.0	781.8	1,082.20
Operación		401.0	657.6	629.99
Titularización CMLW				8.46
Gastos Corrientes				117.77
Otros				218.92
Total Egresos		1,092.0	1,587.8	2,057.39

Fuente: CELEC EP: Informe anuales y presupuesto
Elaboración: BWR

Los programas de inversión emprendidos en los últimos años y mejoras en la gestión interna de las empresas distribuidoras han logrado reducir uno de los principales riesgos del sector, los niveles de pérdidas en la etapa de distribución.



Fuente: CONELEC Elaboración: BWR

Si bien se mantienen deficiencias en los niveles de recaudación, que podrían afectar el financiamiento de todo el sistema eléctrico, sin embargo, de acuerdo con la legislación actual, las inversiones del sector no se sustentan en la generación propia sino en el financiamiento del presupuesto del Estado y adicionalmente se mantiene un alto porcentaje de subsidios.

Las principales ineficiencias de las distribuidoras se encuentran en la función de registro de facturación de la energía, las pérdidas en distribución a sep-2014 alcanzaron al 12.48% de la energía disponible, porcentaje que se ha reducido paulatinamente en los últimos años (23% en el 2005), según la cifras oficiales.

El nivel de recaudación estaría al alrededor del 95.22% a dic-2014, que ha mejorado también paulatinamente, la eficiencia en las empresas distribuidoras.

Estas ineficiencias originaron fallas en el pago a los demás agentes del mercado eléctrico, por lo que en el año 2001, se establecieron fideicomisos de las empresas distribuidoras con la finalidad de ordenar los pagos a los diferentes agentes, y evitar que estas circunstancias hicieran insostenible la situación de la generación y la transmisión.

Para superar estas ineficiencias se necesitará mantener el programa de inversiones previsto cuyo financiamiento debe venir del presupuesto del Estado ya que la mayor parte de las empresas no tienen recursos propios suficientes para realizarlas. Adicionalmente, la tarifa promedio vigente contiene un componente importante de subsidio para sectores sociales de bajos ingresos, lo que genera también menores ingresos que



desequilibran los presupuestos de las empresas del sector y no ha podido ser cubierto aun oportunamente por el Estado como fue proyectado.

Las perspectivas del sector en general son positivas si se superan estas ineficiencias, de lo contrario podría mantenerse el deterioro financiero de buena parte de las empresas del sector, la mayor dependencia del presupuesto fiscal y un alto riesgo financiero para el sistema en general.

En los últimos tres años se ha establecido un plan integral de estabilización y mejoras del sector eléctrico, con medidas de corto y largo plazo, que buscan en primer lugar la estabilización financiera del sector con la entrega de recursos que garanticen el abastecimiento y la continuidad del servicio eléctrico, partiendo del reconocimiento de los costos totales, incluyendo subsidios y en general el déficit de operación en la distribución, las pérdidas totales y niveles de recaudación reales.

En segundo lugar el Gobierno espera mantener un proceso de mejora continua de la gestión operativa, administrativa y comercial de las empresas públicas del sector

en cada uno de sus segmentos de negocio, y en especial de las distribuidoras, realizando una evaluación continua de índices de mejora en varias áreas (reducción de costos, gestión en mantenimiento, servicio, etc.). Con esto se busca alcanzar niveles de eficiencia aceptados internacionalmente. Este plan, que se encuentra ya en operación los últimos tres años, y está siendo apoyado por inversiones desde el Estado.

El plan establecido se ha desarrollado gradualmente, con el desarrollo de varios proyectos tanto en el área de generación como en la de transmisión, y distribución. La evaluación del mejoramiento del sector indica avances en algunas áreas como disminución de pérdidas y mejoras de los niveles de recaudación.

En el caso de la recuperación de las generadoras la situación es diferente, ya que los precios de venta de energía al público son definidos políticamente, y generan un déficit tarifario en la distribución, que si bien ha disminuido se mantiene aún en niveles importantes.

Anexo 2

Entorno Económico

La economía ecuatoriana se caracteriza por una estructura concentrada de ingresos y poca flexibilidad de fondeo. La dependencia de pocos productos para el desarrollo de la economía y la falta de un Fondo de estabilización para épocas de crisis, generan mayor incertidumbre en la liquidez de la economía, la cual influye directamente en el desarrollo del Sistema Financiero. Por otra parte, el bajo incentivo a la inversión extranjera directa (IED) y la estructura concentrada de la balanza comercial, representan un problema para un país dolarizado, limitando el crecimiento de la base monetaria y por ende de la economía.

Al cierre del primer trimestre del 2014, el PIB inter-anual creció en 4.9%, que implica una desaceleración frente a periodos anteriores, sin embargo, mayor a las proyecciones de crecimiento promedio de Latinoamérica. La estimación de crecimiento para el 2014 por parte del Banco Central es del 4%. El crecimiento actual, se apoya principalmente en un importante crecimiento de las exportaciones en lo que va del año y una sostenida actividad en el consumo de hogares.

La balanza comercial a junio 2014 mantiene superávit por segundo mes consecutivo. La desaceleración del crecimiento de importaciones, influenciado por las medidas de restricción implementadas el año pasado, y el crecimiento de exportaciones, dado principalmente por el aumento internacional del precio del camarón, apoyaron la tendencia de la balanza comercial positiva.

En lo que va del año, la inflación y desempleo muestran tendencia a incrementarse. Así, la inflación anual a julio-2014 llega a 4.11%, que representa una tasa de variación mensual de 0.44 puntos porcentuales. Por su parte el desempleo a junio-2014 alcanza el 5.72% que representa una variación trimestral de 0.14 puntos porcentuales. El nivel actual de desempleo es el más alto desde el segundo trimestre del 2011.

Caída del Precio del Petróleo y Apreciación del dólar. Para el año 2015, se prevé un escenario de liquidez contraída que afectará al sistema financiero y a la mayor parte de los segmentos que mueven la economía del país. El precio del crudo sigue cayendo, ubicándose en los niveles del año 2009 y el más bajo de los últimos 5 años.

Actualmente el precio del crudo ecuatoriano oscila entre los USD57 y USD60.

La Asamblea Nacional aprobó la proforma presupuestaria con un déficit de 4.9% del PIB y un precio del barril de crudo de USD79.7, lo que supera en más de USD20 el precio estimado del dólar en el mercado de futuros. El déficit fiscal se amplía a 6.2% del PIB. Constituye un reto para el Gobierno controlar el impacto fiscal producido por el comportamiento del precio del petróleo. Las alternativas según lo expuesto por el gobierno giran alrededor de mantener gasto corriente y/o reducir las inversiones de capital. La reducción de las inversiones tendría un impacto negativo importante en todos los sectores económicos. Adicionalmente el escenario operativo del país se complica para la industria nacional, por la apreciación del dólar que implica pérdida de competitividad en las exportaciones y productos importados más baratos.

Para compensar la balanza comercial y sostener el gasto e inversión públicos, la estrategia del gobierno apunta a aumentar la recaudación tributaria e incrementar deuda de forma acelerada. La reducción de subsidios tendría un costo político alto que creeríamos que el gobierno no estaría dispuesto a asumir. El país no cuenta con reservas para enfrentar las amenazas que surgen de los factores externos expuestos.

Para mayor información sobre el entorno económico o de los diferentes sub-sistemas financieros por favor referirse a nuestra página web, www.bankwatchratings.com en la sección "Reportes Especiales".

La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros no son de responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación. Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificadora emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en el proceso, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la documentación requerida para el proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2014.