

Ecuador  
Marzo 2007

## Titularización de Flujos Futuros Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind

### RATINGS

Tipo de Instrumento	Calificación Inicial
Titularización	AAA

### DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN:

<b>Monto Calificado:</b>	Serie 1: US\$ 40.000.000 Serie 2: US\$ 40.000.000. (Total hasta US\$ 80'000.000)
<b>Moneda:</b>	Dólar de los Estados Unidos de América
<b>Intereses:</b>	Serie 1: Libor + 4.0% (Min 8.5%-Max 10.0%) Serie 2: Libor + 3.5% (Min 8.0%-Max 10.0%)
<b>Plazo;</b>	Serie 1: 10 años y medio Serie 2: 8 años
<b>Forma de Pago</b>	Intereses: Trimestrales Capital: Ver cuadro de amortización
<b>Garantía:</b>	Fondo de reserva, Fondo para riesgo hidrológico, garantía de los constituyentes del fideicomiso
<b>Destino Emisión:</b>	Construcción de proyecto Baba
<b>Calificadora</b>	BankWatch Ratings S.A.

### Responsables:

Patricio Baus: [pbaus@uio.satnet.net](mailto:pbaus@uio.satnet.net)  
Sonia Rodas: [sonia.rodas@uio.satnet.net](mailto:sonia.rodas@uio.satnet.net)

### Perfil de la Empresa:

La Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind (CMLW) es la segunda Central Hidroeléctrica más importante del Ecuador con una 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.

La presa Daule – Peripa, donde se encuentra ubicada la CMLW, cumple múltiples propósitos. El embalse es usado principalmente para suplir los requerimientos de agua potable para la ciudad de Guayaquil y otras poblaciones aguas abajo de la presa, y a la Península de Santa Elena, riego para 100.000 hectáreas, control de inundaciones, control de la salinidad y generación de energía eléctrica.

### Fundamentos de la Calificación

El Comité de BankWatch Ratings S.A. en base a información histórica y proyecciones de los flujos de la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind, decidió Mantener la calificación de “AAA” a la **Titularización de Flujos Futuros de la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind**, que de acuerdo con la Ley del Mercado de Valores tiene la siguiente descripción:

**AAA “Corresponde a una excelente capacidad del patrimonio autónomo para generar los flujos de fondos esperados o proyectados y responder por las obligaciones establecidas en los contratos de fideicomiso mercantil y de emisión”.**

El mantenimiento de la calificación de los bonos emitidos por el Fideicomiso de Titularización, que son originados por el Fideicomiso Mercantil Proyecto Multipropósito BABA (FPMB), se fundamenta en el cumplimiento del flujo de caja previsto, en el cumplimiento en tiempo y forma del pago previsto y de las principales condiciones analizadas en la calificación original. A lo que se suma las perspectivas positivas para el próximo período derivadas de las estrategias de comercialización que buscan elevar la participación de la facturación proveniente de contratos y por tanto una participación menor de la facturación en el mercado spot.

Adicionalmente, se consideró a gran importancia que la CMLW tiene para el sector eléctrico ecuatoriano, y en el establecimiento de las garantías para los tenedores de las obligaciones. La calificación también incorpora las características e influencia del sector eléctrico ecuatoriano y el bajo nivel de recaudo de ventas de energía en el mercado ocasional.

La calificación refleja la confirmación, con datos reales del período analizado, de la tendencia histórica de los flujos de caja disponibles (FCD) para cubrir el servicio de la deuda, los cuales son los flujos de caja de operación netos generados por la CMLW sin contar con el agua que será trasvasada desde el Embalse Baba.

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.

Hasta la fecha se ha realizado el pago de los intereses y la amortización de capital correspondiente al primer trimestre. El pago se efectuó el 4 de enero del 2007, cumpliéndose oportunamente el pago previsto.

El flujo de caja, mantiene los niveles de flujos suficientes para pagar el servicio de la deuda con un excedente del 7.16% respecto de lo proyectado para el año 2006 (USD 22.286M). A dic-06 el monto de facturación anual fue de USD 23.885M. La facturación del período Agosto-Diciembre del 2006 fue de USD 12.516M de los cuales se recaudaron el 86.88% (USD11.873M) y el pago del primer trimestre efectuado el 4 de enero de 2007 fue de USD 2.733M.

La calificación también incorpora el hecho que la CMLW es considerada una generadora estratégica para el sector eléctrico del Ecuador ya que suministra energía al país durante todo el año. El Embalse Daule-Peripa cuenta con una capacidad de almacenamiento que le faculta a CMLW operar por 90 días, lo cual le permite continuar operando cuando otras centrales hidroeléctricas atraviesan niveles bajos de generación.

**Garantías:** La titularización cuenta con tres garantías para el servicio de la deuda, de las cuales la primera se constituyó y el monto es de USD 6.175M que cumple con lo establecido en las características del contrato de fideicomiso.

La segunda cubre tres meses de riesgo hidrológico, debe alcanzar un monto de USD 6.182M al inicio de la operación del PMB, y al momento se encuentra constituida con un saldo de USD 3.262M, y están invertidos en Bonos del Estado y en Depósitos en instituciones financieras de muy bajo riesgo en el mercado local.

La tercera garantía se mantiene y está incorporada en el fideicomiso y es un compromiso a futuro que se haría efectivo en caso de ser necesario.

## ■ ANÁLISIS FODA

### Fortalezas:

- Estable flujo de caja histórico
- Adecuado nivel de endeudamiento y cobertura de la deuda
- Independencia de despacho en el S.N.I
- Diversificación de clientes y ventas al amparo de contratos a negocios estables
- Excedente en capacidad instalada y oferta de energía eléctrica deficitaria en el País
- Sector de bajo riesgo
- Bajos costos marginales de producción.

### Debilidades:

- Bajo nivel histórico de recaudación
- Moderado riesgo hidrológico

### Oportunidades:

- Insuficiente capacidad de generación eléctrica en el país y niveles bajos de eficiencia.
- Sector eléctrico deficitario.

### Amenazas:

- Inestabilidad Económica, Política y Jurídica del país
- Altos niveles de pérdidas de energía por las distribuidoras.

## ■ POSICIÓN DE LA EMPRESA EN EL SECTOR

El 90% de la capacidad existente en centrales hidroeléctricas está constituida principalmente por las cuatro grandes centrales del Sistema Nacional Interconectado: Paute (1075 MW) que es la mayor de todas, seguida por Marcel Laniado (213 MW), Agoyán (156 MW) y Pisayambo - Pucará (74 MW).

Las tres mayores plantas hidráulicas mayores se encuentran ubicadas en la vertiente amazónica, donde la época lluviosa ocurre generalmente de abril a septiembre y el período seco de octubre a marzo. Sin embargo, como se ha dicho la CMLW se ubica en la costa y su disponibilidad de caudales está asegurado en todo el año por la gran capacidad de las reservas de la presa Daule Peripa que le abastece.

Las demás tienen limitaciones derivadas del abastecimiento, lo cual les provoca dificultades en el abastecimiento eléctrico en época de estiaje ya que su producción se reduce notablemente. Con la central Marcel Laniado se puede operar mejor los embalses, ya que afirma energía secundaria de las centrales con embalse y, por estar ubicada en el occidente del país, tiene un régimen hidrológico complementario al de las otras tres centrales principales, situadas en la vertiente oriental o amazónica.

La Central Marcel Laniado de Wind (CMLW) cuenta con una buena posición competitiva en el mercado soportada por su menor costo marginal de generación, por ser hidroeléctrica, en relación con las termoeléctricas, ya que el sistema de fijación de precios de generación en el mercado ecuatoriano se rige por el mayor costo marginal, ya que cubre el costo mayor de las generadoras termoeléctricas.

El precio de venta de la generación se guía por el precio marginal de la última generadora que entró a vender en el mercado. Los precios más bajos ofertan al inicio y luego

## BankWatchRatings

## Titularización Flujo de Fondos Futuros

las térmicas que tienen precios mayores, pero el precio de generación para todos es el precio de la última generadora que entre al mercado, por lo que las generadoras Hidroeléctricas tienen un margen alto.

Un factor significativo es su independencia con respecto al despacho en el sistema y su estrategia de vender a grandes clientes bajo contrato.

Dado que la prioridad de la represa es la de suplir los requerimientos de agua potable, la planta se despacha autónomamente en el Sistema Nacional Interconectado (S.N.I).

Bajo estas consideraciones, la restricción operativa de la Central es el caudal mínimo actualmente requerido durante los meses secos del régimen del litoral de 80 m<sup>3</sup>/seg, lo que es equivalente a la operación continua de una unidad de la Central.

En el siguiente cuadro, se presenta la composición mensual de la energía expresada en porcentaje del total anual de cada central, para hidrología media.

### DISTRIBUCION MENSUAL DE LA ENERGÍA DE LAS CENTRALES HIDROELÉCTRICAS MÁS GRANDES. (%)

Mes	Agoyán	M. Laniado	Paute	Pisayambo
Enero	7,0	13,3	4,8	6,5
Febrero	6,8	10,4	5,4	5,9
Marzo	8,8	11,5	7,8	4,1
Abril	9,2	13,6	10,2	3,1
Mayo	9,6	12,3	10,5	1,2
Junio	9,6	7,6	11,7	1,2
Julio	10,0	4,5	12,2	5,0
Agosto	8,8	3,7	10,8	14,3
Septiembre	8,4	3,5	8,3	10,9
Octubre	7,6	3,9	7,3	7,8
Noviembre	7,4	8,3	5,6	17,0
Diciembre	6,8	7,4	5,5	22,9
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

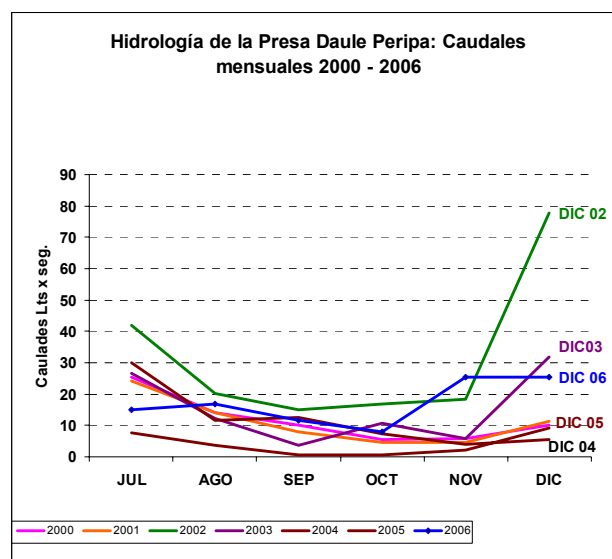
Fuente: Cenace

Elaboración: BWR

Se puede observar que el período crítico de Marcel Laniado se inicia en junio y termina en octubre, período en el cual en el sistema eléctrico ecuatoriano la demanda no es la más alta. En cambio, el período crítico de las otras 3 centrales está comprendido entre los meses de noviembre a marzo, en el cual se encuentra el período de máxima demanda del sistema eléctrico ecuatoriano.

La CMLW en el segundo semestre del 2006 registró mejores condiciones hidrológicas, los caudales fueron más altos que los esperados (Ver Grafico siguiente), lo cual permitió mejorar la generación respecto del año anterior y respecto de

lo proyectado para estos meses, con el efecto positivo correspondiente en la facturación, como se verá en el análisis financiero.



Además, la central tiene una fortaleza estructural, gracias a su estrategia de ventas. La empresa suministra electricidad a clientes importantes, a través de contratos de venta de energía, o PPA (Power Purchase Agreement por sus siglas en inglés). Estos clientes tienen la capacidad de pagar por la energía que adquieren ya que se trata de empresas de primer orden en el País. Además, en estos contratos, los compradores entregan garantías bancarias o cartas de crédito revolventes que cubren dos meses de suministro de energía.

El porcentaje de recaudo histórico de estos clientes se encuentra alrededor de 95% durante los últimos 5 años. La empresa así elimina el mayor problema que enfrenta el sistema, esto es, la falta de garantías de pago, sobre todo, en ventas realizadas en el mercado ocasional. Los contratos o PPA son por periodos de alrededor de uno y dos años y los precios que se establecen son de libre contratación.

### ■ ANÁLISIS DE RIESGO SECTORIAL

El sector eléctrico ecuatoriano es débil, caracterizado por un bajo porcentaje de recaudación, bajos niveles de eficiencia y un déficit de oferta de electricidad. Esto surge principalmente del hecho de que su estructura regulatoria está diseñada para operar dentro de un sistema privado y de mercado, en tanto que actualmente los diferentes actores (generadoras, distribuidoras y la empresa de transmisión) son de propiedad del Estado.

## **BankWatchRatings**

## **Titularización Flujo de Fondos Futuros**

**Generadoras:** Productoras de electricidad. Las principales son de capital público (Hidropaute, Hidroagoyán, Hidronación, Elecaastro, Electroguayas, Termoesmeraldas, Termopichincha, entre otras) aunque existen algunas privadas (Electroquil, Termoguayas, Machala Power y otras). Se dividen en hidráulicas (1.800 MW) y térmicas (1.700 MW). Su energía puede ser vendida libremente a través de contratos a plazo, o entregada en el mercado ocasional o “spot”.

**Distribuidoras y Comercializadoras:** Compran electricidad a las generadoras y la venden a través de sus redes de distribución a los consumidores finales, a tarifas establecidas por el CONELEC.

Según analistas especializados en el tema, el problema principal reside en la dependencia que tiene el Fondo de Solidaridad (principal accionista de las empresas) con relación al gobierno de turno, que determina que en muchos casos sus empresas sean convertidas fácilmente en botín político y fuente de corrupción. Este fenómeno es más notorio en las empresas y la experiencia histórica señala que con frecuencia muestran administraciones incapaces y con acciones de corrupción.

Al ser administradas principalmente por el Estado, la mayor parte de las empresas de generación y distribución soportan una carga sindical que reduce su eficiencia y productividad, al punto que no se ha logrado disminuir las pérdidas no técnicas y técnicas de energía las cuales son elevadas a comparación de otras distribuidoras en otros países de Latino América. Durante el año 2005, las pérdidas de energía técnicas y no técnicas de las distribuidoras fue de 10.1% y 13.7%, respectivamente, para un total de pérdida de aproximadamente 23.9%.

Por otro lado, la ineficiencia del sistema ocasionada por su administración pública-política y no técnica incrementa los costos al punto de requerir que el Estado subsidie tanto a los combustibles requeridos para la generación como a los consumos de los sectores menos privilegiados.

Mantener estos subsidios tiene implicaciones de orden socio político que han impedido hasta ahora reformar el sector. Por otro lado, la Ley prohíbe la implementación de mecanismos de garantía de pagos que asegurarían a los generadores la recuperación por la venta de energía en el mercado.

La demanda nacional máxima es de 2.650 MW que es atendida con una capacidad instalada de 3.450 MW, de los cuales 1.750 MW son hidráulicos y 1.700 MW térmicos; además se dispone de 250 MW que provienen de la interconexión con Colombia, aunque no siempre están totalmente disponibles. Es decir es el 50.72% de la capacidad instalada es para generación hidráulica, 49.28%

generación térmica, y 7.25% de la interconexión con Colombia.

La escasa capacidad de los embalses de Paute y Agoyán no permite a dos de las más grandes centrales hidroeléctricas, almacenar cantidades importantes de agua. Esto determina que en la época de estiaje, la oferta real de energía hidráulica disminuya sensiblemente con gran riesgo de cortes del suministro de energía.

Solamente para cubrir el crecimiento vegetativo de la demanda, se requiere de un incremento en generación de 200 MW anuales; adicionalmente, se requieren 500 MW para sustituir la energía térmica costosa y la obsolescencia de muchas plantas térmicas. En consecuencia el incremento en generación que requiere el país es de unos 1500 MW en los próximos 5 años.

El sector eléctrico del país es deficitario en generación, por lo que se tiene una interconexión a 230 kV con Colombia, con una capacidad de 250 MW, que le permite importar alrededor del 13% de la demanda de energía del país, durante el 2006.

Las proyecciones de escenarios de medio y alto crecimiento de la demanda de electricidad indican que el crecimiento de la demanda de energía eléctrica es superior al crecimiento de la oferta a pesar de los distintos proyectos que se encuentran en construcción.

### **■ OPINION LEGAL DE LA TRANSFERENCIA DE DOMINIO**

Conforme a la opinión legal la transferencia de dominio a realizarse es válida, ya que se han observado las disposiciones legales pertinentes del Código Civil y de la Ley de Mercado de Valores y sus reglamentos.

Según la información de la Fiduciaria a la presente fecha no se ha recibido el registro de propiedad de los bienes que generan el flujo de fondos titularizado, por parte de CEDEGÉ (Esto no lo establece el contrato. Fue una diligencia de la Fiduciaria).

### **■ ANÁLISIS DE LA GARANTÍA**

Los mecanismos de garantía con los cuales cuenta la titularización son:

1. un fondo de reserva para el servicio de la titularización,
2. un fondo de garantía para riesgo hidrológico y
3. una garantía incorporada en el fideicomiso en la cual sus constituyentes se obligan a aportar las cantidades requeridas para financiar el aporte estatal del Proyecto.

## **BankWatchRatings**

## **Titularización Flujo de Fondos Futuros**

La primera garantía es un fondo de reserva que cubre dos pagos del servicio de la deuda, seis meses, que es superior al mínimo de 1.5 veces el índice de desviación requerido por la normativa del mercado de valores. El monto constituido es de USD 6.175M, monto que cumple lo establecido en las características de la Titularización.

Garantía de Riesgo Hidrológico: La segunda garantía es un fondo que cubre tres meses de riesgo hidrológico. El monto al que debería ascender el Fondo de Garantía de Riesgo Hidrológico es de USD 6.182M (según FPMB-Hidronación).

-El 02-Feb-07, FPMB informó a la Administradora del Fideicomiso de Titularización que al 01 de Febrero del 2007, el Fondo de Garantía de Riesgo Hidrológico registró un saldo de USD3.262M, el mismo que se encuentra invertido en:

1. Bonos del Estado, Decreto Ejecutivo N°433 (Ministerio de Finanzas), USD 750M,
2. Bonos del Estado, Decreto Ejecutivo N°1788 (Ministerio de Finanzas) USD 240M.
3. Depósito en Cuenta Corriente (Banco Bolivariano) USD1.272
4. REPOS\* (Banco de Guayaquil) USD1.000M.

Adicionalmente, se mantiene la garantía de CEDEGE para titularización, esta garantía establece que CEDEGE proveerá inmediatamente al Fideicomiso Proyecto Multipropósito Baba, a sola petición por escrito de Morgan & Morgan, Fiduciary & Trust Corporation S.A., Fiduciaria de Ecuador y de la Fiduciaria, de recursos líquidos disponibles, de las sumas necesarias para cubrir la suma anual de USD 12.5MM, comprometiéndose el FPMB a trasladar inmediatamente e íntegramente dicha cantidad al Fideicomiso de Titularización.

Existe la garantía incorporada en el fideicomiso en la cual sus constituyentes se obligan a aportar las cantidades de dinero requeridas para financiar el aporte estatal del Proyecto, lo cual es equivalente a no más de USD12.5 millones por año.

De acuerdo con el orden de prelación de pagos, una vez utilizado el Fondo de Reserva (FRST), éste será restituido con el Flujo de Caja Disponible (FCD) neto del pago del servicio de la deuda. Adicionalmente el FRST podrá ser restituido con recursos provenientes del Originador y/o CEDEGE quienes están obligados a rembolsar los recursos más sus respectivos intereses. La restitución del FRST se realizará mensualmente y su balance deberá ser igual al monto necesario para cubrir las dos más grandes cuotas trimestrales de capital más intereses pendientes por vencer.

La segunda garantía, el Fondo de Garantía de Riesgo Hidrológico, es conforme a lo señalado en la cláusula Once punto Veintiuno del Fideicomiso del Originador (quinta reforma), el mencionado Fideicomiso se obliga a constituir el Fondo de Riesgo Hidrológico, el cual deberá tener suficientes recursos para cubrir al menos tres meses de producción energética del conjunto Baba – Marcel Laniado, que corresponde a 150 GWh al valor del promedio del precio referencial de energía del año precedente establecido por el CONELEC.

Esta segunda garantía provee un respaldo adicional a los tenedores de los bonos. Esta garantía, cubre el déficit hidrológico determinado por el CENACE para la diferencia entre la energía firme de la Central MLW y aquella adquirida en el mercado spot, correspondiente a la generación de la Central sin contar con los caudales trasvasados desde Baba a Daule – Peripa y puede ser utilizada de acuerdo al siguiente orden de prioridades: 1) Al Fideicomiso Hidropacífico, el déficit correspondiente a la generación adicional de la Central Marcel Laniado de Wind por efecto del Trasvase ya sea en especie o en Dólares de los Estados Unidos de América, a su opción; 2) Al Fideicomiso, el déficit determinado por el CENACE para la diferencia entre la energía firme de la Central Marcel Laniado de Wind y aquella adquirida en el mercado ocasional, correspondiente a la generación de la Central Marcel Laniado de Wind sin contar con los caudales trasvasados desde Baba a Daule – Peripa únicamente para atender sus obligaciones de aportes, y hasta dicho valor; 3) A Hidrolitoral, el déficit que corresponda a la generación de la Central Baba, ya sea en especie o en Dólares de los Estados Unidos de América, a opción de Hidrolitoral.

La tercera garantía con la que cuentan los tenedores es una obligación de los constituyentes del Fideicomiso del Originador. Hidronación y CEDEGE como constituyente y constituyente adherente respectivamente, se obligan a transferir y entregar las cantidades de dinero para cumplir con los aportes a los que se refiere la Cláusula Once punto Ocho del Fideicomiso del Originador.

Según la cláusula Once punto dieciocho del Fideicomiso del Originador estos aportes son los “recursos destinados a financiar el aporte estatal del Proyecto Multipropósito Baba a través de Hidropacífico S.A. de acuerdo al Valor Presente neto acordado con el Adjudicatario del Concurso para la Selección de un Socio Estratégico para la Capitalización y Administración Accionaria de Hidropacífico S.A., respetando un límite neto de doce millones quinientos mil dólares de los Estados Unidos de América (12,500,000.00) anuales por un período de hasta quince años”.

## BankWatchRatings

## Titularización Flujo de Fondos Futuros

BankWatch Ratings considera que esta última garantía solo tiene un aporte muy marginal sobre el perfil crediticio de la titularización. Esto es dado que esta última garantía no cuenta con un mecanismo determinado para su ejecución, ni tampoco garantiza el pago puntual del servicio de la deuda.

### ANÁLISIS FINANCIERO

El Patrimonio de Propósito Especial o Fideicomiso de Titularización (FT) recibe el flujo de efectivo resultante de la venta de energía generada por CMLW, éste a su vez, transfiere los fondos necesarios para cubrir las actividades de operación y mantenimiento, luego, con los fondos restantes paga el servicio de la deuda, y los flujos excedentes son transferidos a Hidropacífico hasta un máximo de USD 12.5 MM y el restante será entregado al originador.

	2004	2005	2006	2007*	Promedio 2004-2006	Promedio 2004-2007
<b>Facturación (US\$)</b>	33.793.340	20.643.122	23.884.679	27.583.986	26.107.047	26.476.282
Mercado ocasional	12.918.557	3.832.907	4.142.076	1.710.398	6.964.513	5.650.985
PPA	20.874.783	16.810.215	19.742.602	25.873.588	19.142.533	20.825.297
<b>Ventas %</b>	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Mercado Ocasional	38,2%	18,6%	17,3%	6,2%	26,7%	21,3%
PPA	61,8%	81,4%	82,7%	93,8%	73,3%	78,7%

ESTIMACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO DE HIDRONACIÓN					
	2002	2003	2004	2005	2006
Ingresos de efectivo por ventas	29.384.627	29.067.532	23.997.903	20.644.520	21.480.445
Mercado Ocasional	10.301.809	600.718	3.154.018	3.092.084	1.737.786
Mercado de Contratos	19.082.818	28.466.814	20.843.885	17.552.436	19.742.660
Otros ingresos	439.494	1.404.300	973.672	113.397	205.771
Costos de producción	16.348.769	12.483.713	22.250.135	3.651.849	5.286.148
Egreso de efectivo a CEDEGE	14.270.789	10.438.211	20.158.000	1.500.000	1.865.573
O&M	3.285.735	7.607.825	6.491.936	2.498.879	2.184.164
Gastos	2.716.855	2.077.001	2.328.173	2.380.633	2.499.673
<b>Flujo de caja sin pago a CEDEGE</b>	<b>21.743.751</b>	<b>18.741.503</b>	<b>14.059.331</b>	<b>13.726.555</b>	<b>13.581.804</b>

Según las proyecciones financieras que se analizaron para la calificación, el Proyecto presenta un indicador de cobertura del servicio de la deuda de 1.32 veces (x). Se considera que las proyecciones son conservadoras dado que asumen un nivel de recaudación de ventas en el mercado ocasional bajo, el cual es conservador a pesar de ser consistente con los niveles de recaudación históricos de ventas a dicho mercado.

Se consideró que el porcentaje de recaudación de ventas en el mercado ocasional aumentará en el futuro dado que la compañía ha sido movida a número uno en el orden de prelación de pagos a las generadoras, por parte de las compañías distribuidoras debido a un pronunciamiento de la Procuraduría del Estado en octubre del 2005, que ratifica que la CMLW es de naturaleza privada.

Las proyecciones de flujo de caja consideran que la recaudación por ventas a grandes clientes y distribuidoras bajo contratos de venta o PPA, se mantendrá alta, aproximadamente en 95%, y que la recaudación de ventas al mercado ocasional continuara baja, aproximadamente en 30%.

En el período Agosto-Diciembre del 2006 la recaudación y la facturación en el mercado de contratos y en el ocasional se resumen a continuación:

	Agosto	Septiem.	Octubre	Noviemb.	Diciemb.	Ago-Dic 2006
<b>Facturación Mensual</b>						
Merc. Contratos	1.515.131	1.732.076	2.269.757	2.224.403	2.319.440	9.983.394
Merc. Spot	946.309	559.625	306.268	302.819	339.881	2.433.755
<b>Fact. Total mes</b>	<b>2.461.440</b>	<b>2.291.700</b>	<b>2.376.025</b>	<b>2.327.222</b>	<b>2.659.321</b>	<b>12.417.149</b>
Merc. Contratos	61,6%	75,6%	88,1%	88,0%	87,2%	80,4%
Merc. Spot	38,4%	24,4%	11,9%	12,0%	12,8%	19,6%
<b>Recaudado por Mercado</b>						
<b>Rec. Total mes</b>	<b>1.936.273</b>	<b>1.967.296</b>	<b>2.463.401</b>	<b>2.372.629</b>	<b>2.111.696</b>	<b>8.229.826</b>
Merc. Contratos	100,0%	100,0%	100,0%	94,3%	83,4%	72,3%
Merc. Spot	44,5%	45,6%	63,9%	91,0%	51,8%	41,7%
<b>Recaudo Total</b>						
% / Rec. Tot.	78,7%	86,7%	95,7%	93,9%	79,4%	66,3%

En primer lugar se advierte el alto porcentaje de ventas a través de contratos, y la disminución correspondiente de las ventas ocasionales. Esta es una estrategia de comercialización que se ha planificado mantener en el siguiente año, donde se espera llegar a un 93.8% de ventas de contratos, lo cual representa una mayor estabilidad y un mayor cumplimiento oportuno de la facturación.

En el período analizado el promedio de ventas al mercado Spot estuvo alrededor de 80.4% y la recaudación promedio hasta la fecha es de 72.3% en el mercado de contratos y de 41.7% en el mercado de ventas ocasionales, lo que lleva a una recaudación de los cinco meses del 66.3%.

Observamos que se confirma en el período nuestra opinión de que las proyecciones son consistentes con lo evidenciado por Hidronación, quien ha tenido un promedio de recaudación por ventas en el mercado ocasional de aproximadamente 36% y un promedio de recaudación por ventas bajo contrato del 100%. Las proyecciones estiman un precio monómico por ventas bajo contrato de 4.0 centavos de dólar por KWh (USDcents/KWh) y un precio monómico de ventas en el mercado ocasional de 7.5 (USDcents/KWh).

Los flujos de caja que Hidronación ha generado durante los últimos cinco años, han sido relativamente estables. Dichos flujos de caja demuestran que los ingresos generados por la CMLW son suficientes para cubrir el servicio de la deuda de la titularización, con la excepción del 2005. Durante el 2005, los flujos de efectivo generados por Hidronación sin tener en cuenta los pagos a CEDEGE

## **BankWatchRatings**

## **Titularización Flujo de Fondos Futuros**

por el derecho del uso del agua, se mantuvieron en los USD13.73 millones, valor mayor al servicio de la deuda anual. Bajo los costos estimados en las proyecciones, este flujo de efectivo se estima en aproximadamente USD15 millones, lo que sería suficiente para cubrir el servicio de la deuda.

En el período Agosto – Diciembre del 2006 se observa el cumplimiento del flujo de caja previsto, y el cumplimiento en tiempo y forma del pago de las principales condiciones analizadas en la calificación original.

Hasta la fecha se ha realizado el pago de los intereses y la amortización de capital correspondiente al primer trimestre. El pago se efectuó el 4 de enero del 2007, cumpliéndose oportunamente el pago previsto.

Hasta el momento el flujo de caja, cuyo derecho de cobro pertenecía a Hidronación, el concesionario de la CMLW, mantiene los niveles de flujos suficientes para pagar el servicio de la deuda con un excedente adicional respecto de lo esperado. A dic-06 los ingresos anuales por la venta de energía es de USD 27.584M.

En el período Ago-Dic. en el que están ya emitidos los títulos de deudas las ventas alcanzan a USD12.417M y el pago del primer trimestre efectuado el 4 de enero de 2007 fue de USD 2.733M.

Por otro lado, el 17 de octubre del 2006, la Administradora Fondos BG, recibió la comunicación respectiva informando que en el plazo previsto de siete días calendario, se daría inicio al desarrollo del PMB y se solicitó que los fondos captados a través de la Titularización sean transferidos al Fideicomiso Hidropacífico, en concordancia con el contrato establecido. Solicitud que fue ejecutada por la Fiduciaria, transfiriéndose en octubre y noviembre USD 68.611MM

El valor total de bonos vendidos es de USD 74.970M, quedando un restante USD 5.030M pendientes, para lo cual se ha solicitado a la Superintendencia de Compañías la ampliación del plazo en 180 días adicionales, de acuerdo con la ley del mercado de valores.

Indicadores Financieros	2005	2006*
Cobertura del Servicio de la Deuda	1,1	1,1
<b>Estado de Resultados</b>		
Ventas	20.643	23.881
% Cambio en Ventas	-38,9%	15,7%
EBITDA	-256	421
EBITDA Margen (%)	-1,20%	1,76%
DD & A	208	191
EBIT	-463	229
Utilidad Neta	-10	277
Flujo de Caja Disponible	13.726	13.582
Servicio de la Deuda	12.500	12.500
<b>Flujo de Efectivo</b>		
Proveniente por Actividades de Operación	12.135	11.063
Cambio en Capital de Trabajo	-10.835	
Neto por Operación	1.300	
Adquisición de Activos Fijos	-41	-41
Inversiones Temporales	-276	-276
Dividendos	-3.799	-118
Otros	-	-
Cambio Neto de Efectivo	-2.815	-141
<b>Balance General</b>		
Caja y Equivalentes	1.833	257
Activos Totales	133.511	27.119
*: Cifras a Dic-06 actualizadas por Odebrecht		
<b>Nota:</b> No se dispone aún de los Balances auditados. Las cifras analizadas en el informe son directas desde la Fiduciaria y de la empresa Hidronación a través de la Constructora Odebrecht.		