

Ecuador  
 Titularización de Flujos Futuros

Central Marcel Laniado de  
 Wind

Calificación

Tipo de Instrumento	Calificación Anterior	Calificación Actual
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, y 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@ujo.satnet.net](mailto:pbaus@ujo.satnet.net)  
 Sonia Rodas: [sonia.rodas@ujo.satnet.net](mailto:sonia.rodas@ujo.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.

#### RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

El Comité de BankWatch Ratings S.A. en base a información financiera presentada del Fideicomiso de Titularización a Dic-07 y Abril-08, información sobre la generación de flujos de facturación de la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind, y demás información 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 ingresos proyectado, en el cumplimiento en tiempo y forma de los pagos previstos y de las principales condiciones analizadas en la calificación original, el último pago se verificó el 4 de abril del 2008 de acuerdo con lo previsto.

Adicionalmente, se consideró la gran importancia que la CMLW tiene para el sector eléctrico ecuatoriano, y el establecimiento de las garantías para los tenedores de las obligaciones. Lo anterior se refuerza por las perspectivas de que se mantengan estables las condiciones de generación de los ingresos que son la fuente de pago de la titularización.

La Central Hidroeléctrica Marcel Laniado –CMLW– se mantiene como una de las principales generadoras dentro del sector eléctrico ecuatoriano. Debido a la estructura del mercado y al déficit de energía, las nuevas generadoras que han ingresado al mercado y las que se proyectan a mediano plazo no alcanzarán a cubrir el déficit actual ni el déficit futuro derivado del crecimiento de la demanda, por lo que se prevé mantener la importación de energía. Con estas perspectivas la CMLW mantendrá su posición de mercado y las ventajas competitivas de las generadoras hidroeléctricas. Las proyecciones

FECHA COMITE: Junio/05/ 2008

ESTADOS FINANCIEROS A: Abril 2008

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. 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 impositores tributarias que afecten al instrumento calificado.

hidrológicas previstas para la Presa Daule Peripa fortalecen esta posición ya que el CENACE prevé para una generación promedio mayor que la proyectada.

Debido al cambio en la composición de la facturación y a la gestión de recaudaciones se mantiene un nivel de recaudo mayor que el proyectado que compensó la menor facturación en relación con lo proyectado, lo que se evidencia en las cifras que presenta el Fideicomiso de Titularización, por lo que este aspecto no afectó la capacidad de pago a los inversionistas.

Entre los principales aspectos analizados en el período está la tendencia histórica de los flujos de caja disponibles (FCD) para cubrir el servicio de la deuda, el cual es el flujo de caja generado por la CMLW, neto de los costos y gastos de operación y mantenimiento de la CMLW, así como de los costos y gastos del Fideicomiso Baba –Originador - y del Fideicomiso de Titularización. La capacidad del flujo disponible depende primordialmente de los niveles de recaudación.

Se advierte que los gastos previstos no contemplaron el costo de la contratación de Seguros que debe mantener la CMLW y que están siendo asumidos por el Fideicomiso, por disposición de la Junta Administrativa del Originador de la Titularización, hasta que se disponga del estudio de optimización de gastos de HIDRONACION.

Se debe resaltar que estos flujos no consideran el agua que será trasvasada desde el Embalse Baba, es decir los flujos para el pago de la titularización no dependen de la construcción del Proyecto Baba.

Los niveles de flujos generados por la recaudación son suficientes para pagar el servicio de la deuda y mantienen un excedente del 4% respecto de lo proyectado para el período Sep-06 a Feb-08.

**Garantías:** La titularización cuenta con tres garantías para el servicio de la deuda, de las cuales la primera se mantiene en el Fideicomiso de Titularización con el monto de USD 6.159.453 (Dic-07) y USD 6.098.775 (Mar-08) que cumple con lo establecido en las características del contrato de fideicomiso.

La segunda cubre tres meses de riesgo hidrológico, debía alcanzar un monto de USD 6.182M al inicio de la operación del PMB, y a Abril-08 se encuentra constituida con un saldo de USD 3.684M, recursos que están invertidos en Certificados de Depósito en instituciones financieras de muy bajo riesgo en el mercado local y en Bonos del Estado Ecuatoriano.

Adicionalmente, existe una tercera garantía incorporada en el fideicomiso y que es un compromiso a futuro por parte de CEDEGE que se haría efectivo en caso de ser necesario.

La calificación incorpora también 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 y que el Embalse Daule-Peripa cuenta con una capacidad de almacenamiento que le faculta a la CMLW operar por 90 días, lo cual le permite continuar operando cuando otras centrales hidroeléctricas atraviesan niveles bajos de generación. Esta característica se mantiene a la fecha.

Se mantiene la preocupación sobre una compensación de deudas realizada por el Ministerio de Finanzas, por medio del cual no ingresaron al Fideicomiso, cuyo valor ascendería a USD 800M aproximadamente. La Fiduciaria notifica que en reuniones mantenidas del el Ministerio de Economía y Finanzas hay el compromiso de no volver a realizar las compensaciones. No obstante hasta el momento no se han compensado estos valores.

#### **Hechos relevantes:**

El 11 de Abril del 2008 se cumplió el plazo para que el socio privado reciba el pago correspondiente según el acta de liquidación de cuentas, que perfecciona la sustitución del Socio Estratégico Privado, por la del Socio Estratégico Público. El Fideicomiso PMB, originador del Fideicomiso de Titularización de Flujos de la CMLW, suscribió el contrato que tiene como objeto la incorporación del Socio Estratégico Público al Proyecto y la provisión de Fondos para la construir, operar, administrar y mantener el Proyecto.

El Ministerio de Economía y Finanzas realizó una compensación de valores adeudados a HIDRONACION por compensación del déficit tarifario con valores subrogados a CEDEGE, situación que lleva a un incumplimiento de la normativa que rige el Fideicomiso de Titularización de Flujos Futuros de la Central Hidroeléctrica de la Central Marcel Laniado de Wind. El Ministerio ha ofrecido restituirlos, sin embargo, a la fecha de este informe, no lo ha realizado.

## ANALISIS 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
- Tiene excedente en capacidad instalada y la oferta de energía eléctrica deficitaria en el País
- Sector de bajo riesgo
- Bajos costos marginales de producción.

### OPORTUNIDADES:

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

### DEBILIDADES:

- Bajo nivel histórico de recaudación en relación con la facturación.
- Moderado riesgo hidrológico.
- Proceso de información lento y disperso.

### AMENAZAS:

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

## MECANISMOS DE GARANTIA DE LA TITULARIZACION

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

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

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 a Mar-08 es de USD 6.099M, monto que cumple lo establecido en las características de la Titularización. Esta garantía se

denomina Fondo de Reserva de Servicio de Titularización (FRST).

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.

El monto al que debería ascender el Fondo de Garantía de Riesgo Hidrológico es de USD 6.182M (según FPMB-Hidronación), a Mar-08 es de USD 3.684M, que se encuentran invertidos principalmente en Certificados de depósitos en Instituciones Financieras nacionales, que tienen calificaciones de bajo riesgo, y en bonos del Estado ecuatoriano. Sin embargo, no se ha explicado la razón por la cual aún no se ha cumplido con este compromiso.

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.

De acuerdo con el orden de prelación de pagos, una vez utilizado el FRST-el primer mecanismo de garantía-, 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 Garantía de Riesgo Hidrológico –la segunda 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 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.

BankWatch Ratings considera que esta última garantía tiene un aporte marginal sobre el perfil crediticio de la titularización, a pesar de que la contraparte de esta garantía es el Estado ecuatoriano ya que CEDEGE es de su propiedad. 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.

Se debe señalar que a Abril-08 los recursos correspondientes al Fondo de Resera y las provisiones para el servicio de la Titularización se encuentran invertidos tanto en pólizas de acumulación en Banco de Guayaquil, como también en Obligaciones Convertibles en Acciones de Banco de Guayaquil que son papeles de largo plazo, y muestran una alta concentración por tipo de emisor, lo cual implica un riesgo de concentración en los recursos líquidos del Fideicomiso. Se debe mencionar que Banco de Guayaquil tiene una calificación local de Riesgo Global de AAA- otorgada por la Calificadora de Riesgos HUMPHREYS S.A.

#### ANÁLISIS DE RIESGO SECTORIAL

El Sector Eléctrico permanece en una situación crítica debido a la oferta insuficiente para satisfacer la demanda creciente de los consumidores.

A la escasez de la generación se suman los problemas de ineficiencia en el manejo técnico y financiero de las distribuidoras y engendran la crisis del sector eléctrico que se realimenta tanto a la generación como a la distribución, agudizada por el manejo político del precio de la energía al consumidor.

La ineficiencia y manejo político en la distribución y un precio de venta menor al de compra genera como resultado, en la mayor parte de las distribuidoras, la incapacidad de pagar la energía a las generadoras, y esto a su vez desincentiva la inversión lo que no permite incrementar la oferta para solucionar el déficit del mercado.

En el año 2006 se promulgó la Disposición Transitoria Tercera de la Ley Reformatoria de La Ley de Régimen del Sector Eléctrico, publicada en el Registro Oficial No. 364 de 26 de septiembre de 2006, que establece un período de cinco (5) años dentro del cual el CONELEC definirá y controlará la ejecución del programa de estabilización y desarrollo del sector eléctrico ecuatoriano.

Dentro de este proceso en este nuevo Gobierno ha definido un programa de mediano y largo plazo que busca la estabilización y desarrollo del sector eléctrico, a través de un cambio de modelo de gestión que promueva la oferta de energía barata y suficiente, que pueda ser vendida a bajos precios por las distribuidoras, y que éstas se manejen de forma eficiente para superar su crisis financiera actual y rindan una rentabilidad adecuada para el negocio.

#### Principales Partícipes del Sector:

**EMPRESAS DE GENERACIÓN** aprobadas por el CONELEC:

- |                             |                           |
|-----------------------------|---------------------------|
| 1. HIDROPAUTE S.A.          | 10. ELECAUSTRO            |
| 2. HIDROAGOYÁN S.A.         | 11. EMAAP-Q               |
| 3. HIDRONACIÓN S.A.         | 12. INTERVISATRADE        |
| 4. MACHALA POWER Cia. Ltda. | 13. ECOLUZ (HCJB) Loreto) |
| 5. TERMOESMERALDAS S.A.     | 14. ULYSSEAS, INC         |
| 6. TERMOPICHINCHA S.A.      | 15. HIDALGO & HIDALGO     |
| 7. ELECTROGUAYAS S.A.       | 16. TERMO GUAYAS GENER.   |
| 8. CATEG – Generación       | 17. HIDROPASTAZA          |
| 9. ELECTROQUIL              |                           |

Las principales son de capital público aunque si existen algunas privadas Se dividen en hidráulicas y térmicas. 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.

Debido a las políticas aplicadas en el sector eléctrico, la participación de la generación hidroeléctrica ha variado, según la información oficial, desde un 55% de la potencia efectiva del SNI (1997) hasta un 47% (2006), resultado desfavorable desde el punto de vista económico, energético y ambiental.

Para el abastecimiento se recurrió a la generación térmica con lo que ha incrementado la dependencia del uso de combustibles. Paralelamente, las reservas de energía han sido cada vez menores y se ha recurrido constantemente al racionamiento de energía y a la importación de energía a través de la interconexión especialmente con Colombia.

Según la información del CONELEC las centrales de generación e interconexiones internacionales que se han instalado a partir de 1997, suman un total de 1.183 MW de oferta adicional en el SIN.

Durante el año 2007 el Comité Técnico del Fondo Ecuatoriano de Inversión en los Sectores Energético e Hidrocarburífero (COTEFEISEH) aprobó, los proyectos hidroeléctricos Coca Codo Sinclair, Ocaña, Mazar, y Sopladora con cuya construcción se espera aumentar la oferta de energía eléctrica del país a más bajo costo.

El proyecto Coca Codo Sinclair entrará en operación en el año 2012 y generará al país una potencia aproximada de 1.500 megavatios instalados.

Los proyectos que ya están en construcción son Mazar (190 MW), entrará en operación en Jul-09, Angamarca (75 MW) Abr-11, Hidrotambo (7.6MW) entrará en operación en Oct-08, Chorrillos (3.86 MW) en operación a partir de Dic-08, además de otros proyectos termoeléctricos, eólicos y de Biomasa, que en total suman 371.56 MW.

Además se han firmado contratos para la construcción de otros proyectos que aún no inicial la construcción entre los que están:

Hidroeléctricos: Sopladora (312.6 MW) cuya primera fase entrará en operación a partir de Oct-2011, Toachi Pilatón (228 MW) la primera fase entrará en operación en Oct-2012 y la segunda en ene-2013, Apaquí (36 MW) mar-2010, Ocaña (26 MW) Dic-2009, Topo (22.8 MW) Abr-2010, Sigchos (17.4 MW) Dic-2009, Hidrovictoria (10 MW) Dic-2009. Los proyectos contratados pero que aún no inician su construcción producirán 854.1 MW.

Con el impulso de estos proyectos se podrá superar en el corto y mediano plazo los riesgos de desabastecimiento de la energía eléctrica, a más de

reducir los precios de la energía en el mercado eléctrico mayorista y, por lo tanto, las tarifas al consumidor final.

No obstante, a pesar de este gran interés por desarrollar proyectos de generación eléctrica, únicamente se han concretado los mencionados. Para cubrir la demanda futura de energía del país, hasta el año 2015, se necesitará aproximadamente unos 2.000 MW más de potencia firme instalada y en el orden de 11.000 GWh de energía.

Mientras estas nuevas inversiones no se materializan los productores o las empresas de producción hidroeléctrica, resultan en principio altamente beneficiados, por el precio marginal vigente. Aunque en la práctica, debido a la falta de pago de las empresas distribuidoras, esta realidad se refleja solo en sus cuentas por cobrar, más no en su flujo de caja. Esta falta de pago constituye la principal barrera para nueva inversión privada en generación.

Ante esta realidad, el Fondo de Solidaridad ha intervenido en sus empresas con el fin de regular los ingresos de los generadores hidroeléctricos para modular a través de contratos, y evitar una acumulación excesiva de recursos en los generadores, en desmedro de los distribuidores.

No obstante las señales que está emitiendo el mercado, la realidad y causa importante de la crisis del sector, es que a pesar de las iniciativas para el desarrollo de nuevos proyectos de generación. Una serie de solicitudes de certificados de permisos y de concesiones no se han llegado a concretar en contratos.

#### Condiciones esperadas para el año 2008:

Las condiciones en que se desarrollará el sector eléctrico en el año 2008 se toman del Plan de Operación de corto plazo realizado por el CENACE se advierte que existen varias empresas de generación que presentan indisponibilidad de funcionamiento debido fundamentalmente a la falta de recursos para la adquisición de repuestos y otros insumos necesarios para la operación. Razón por la cual, no son aporte efectivo a la generación.

Adicionalmente, se mantiene la declaración de riesgo de indisponibilidad por fuerza mayor de la central hidroeléctrica Agoyán, originada por el proceso eruptivo del volcán Tungurahua. A lo que se sumaría que la indisponibilidad de la central Agoyán conlleva la paralización de la central San Francisco, puesto que esta última genera con el caudal turbinado de Agoyán. La indisponibilidad de las dos centrales suman 380 MW.

Para el período de análisis el Plan de operación del mercado mayorista definido por el CENACE considera los recursos de producción existentes y el

plan de mantenimientos. Adicionalmente, se incluyen las nuevas instalaciones de generación y transmisión que se incorporarán en el presente período:

Operación comercial de la Interconexión con Colombia a 230 kV, Etapa II, de 250 MW de capacidad, desde marzo de 2008. De esta forma, la capacidad de importación de Ecuador, considerando las medidas de seguridad que se vienen adoptando en Colombia (asociadas a las Condiciones Anormales de Orden Público –CAOP), son las siguientes (MW):

Condición	Demanda Mínima	Demanda Media	Demanda Máxima
Actual (con CAOP)	200	160	50
Con refuerzo (con CAOP)	290	295	170
May–Dic-08 (sin CAOP) (1)	400	450	400
May–Dic-08 (sin CAOP) (2)	300	450	400

(1) Con la operación de San Francisco y Agoyán a media carga

(2) Con la operación de San Francisco y Agoyán a plena carga

- El transformador de Milagro 230/138 kV fuera de operación durante todo el período.
- Barcaza Victoria II: mantenimiento anual, desde el 1 hasta el 15 de abril de 2008.
- El aporte de Power Barge I y Power Barge II de ULYSSEAS INC., considera 11 MW y 44 MW, respectivamente, desde enero 2008.
- El estudio no considera la interconexión internacional con Perú a 230 kV, debido a que, hasta la fecha, no se han consolidado las reglas comerciales aplicables.

La principal generadora del país es la Central Hidroeléctrica Paute por lo que sus condiciones son fundamentales para la proyección del sector. Según el CENACE, el análisis del comportamiento de los caudales afluentes a la central hidroeléctrica Paute, durante los últimos seis períodos anuales diciembre – noviembre, denota la presencia de afluencias por debajo del promedio histórico. Los registros estadísticos indican los siguientes caudales promedios:

Período hidrológico	caudal promedio M3/s	Porc. respecto al promedio histórico (*)
Dic 01 – Nov 02	98,1	83,2%
Dic 02 – Nov 03	102,8	87,2%
Dic 03 – Nov 04	109,9	93,2%
Dic 04 – Nov 05	105,6	89,6%
Dic 05 – Nov 06	95,9	81,4%
Dic 06 – Nov 07	124,9	106,0%

(\*) Prom. Hist. afluente de 43 años, 117,9 m3/s (período dic – nov)  
Fuente: CENACE Plan de Operación 2008

Para el plan de operación se consideran los siguientes niveles iniciales de los embalses, correspondientes al 1 de diciembre de 2007:

Embalse	Nivel inicial m.s.n.m.	Nivel máximo m.s.n.m.
Amaluzza (Paute)	1 989,6	1 991,0
Pisayambo	3 560,5	3 565,0
Daule – Peripa (Hidronación)	75,0	85,4

**PREVISIÓN DE LA DEMANDA**

Los índices de crecimiento anual real de la demanda de potencia y energía del sector eléctrico para el período diciembre 2006 – noviembre 2007, en bornes de generador, presentan un promedio de crecimiento de 4,7% para potencia y 5,8% para energía.

Para el período ene–dic 2008, la proyección de las demandas, en bornes de generador, indican los siguientes índices de crecimiento promedio mensual: 6,1% en potencia (tasa de crecimiento para la demanda máxima anual, 6,2%) y 6,3% en energía:

	VALORES ANUALES		% DE CRECIMIENTO
	S/E ENTREGA	BORNES GENERADOR	BORNES GENERADOR
DEMANDA MÁXIMA (MW)	2890	2928	6,24
ENERGIA REQUERIDA PERÍODO (GWh)	15703	16521	6,26

El resumen de la proyección mensual para la potencia y energía para el período Enero–Diciembre 2008, se indica en el siguiente cuadro:

MES	ene	mar	jun	sep	dic
MW *	2740	2740	2708	2748	2928
GWH**	1394	1418	1347	1346	1444

Notas: \* Demanda coincidente en bornes de generador  
\*\* Energía en bornes de generador.

Los precios marginales mensuales promedio de la energía generada, para el CASO BASE, en barra de mercado, se indican a continuación:

**Precios en US\$/MWh**

	ene-08	feb-08	mar-08	abr-08	may-08	jun-08
Precio punta	81,2	82,7	82,0	74,5	67,1	68,7
Precio media	66,9	65,6	61,8	52,0	50,0	48,4
Precio base	60,9	57,9	56,7	44,9	42,9	45,1
Precio Promedio	66,8	65,2	63,3	52,9	49,8	50,8

### Precios en US\$/MWh

	jul-08	ago-08	sep-08	oct-08	nov-08	dic-08
Precio punta	65,2	66,8	72,4	74,6	77,8	75,4
Precio media	49,0	49,7	54,4	58,2	62,1	63,2
Precio base	41,1	46,0	49,7	54,4	57,5	60,6
Precio Prom.	48,2	51,3	55,7	59,6	63,0	64,4

Los precios marginales anuales promedio de la energía generada, en la barra de mercado, para el período analizado, son los siguientes:

### US\$/MWh

Bloque horario	valor promedio
Precio punta	74,0
Precio media	56,8
Precio base	51,5
Precio Medio	59,3

Los resultados obtenidos en las simulaciones de operación para el CASO BASE, para una probabilidad de excedencia del 95%, indican la presencia de reservas de energía menores al 10% en los meses de enero y marzo de 2008. Para los otros meses el abastecimiento de energía del Mercado Eléctrico Mayorista se realizaría en condiciones normales y sin presencia de déficit. Para valor promedio y para probabilidad de excedencia del 5%, el balance de energía muestra márgenes favorables para el abastecimiento. El balance de potencia mensual, presenta márgenes superiores al 10% en todo el período de análisis.

El Plan del CONELEC para el 2008 concluye que el abastecimiento de la demanda de electricidad en Ecuador es dependiente de la interconexión con Colombia. Una interrupción del flujo de energía a través de esta interconexión originaría un riesgo de desabastecimiento, particularmente, si es coincidente con indisponibilidad térmica significativa durante el período de estiaje.

Para indisponibilidades mayores a 250 MW, para un escenario de probabilidad de excedencia del 95%, se observan bajos niveles de reserva y señales de racionamiento. Adicionalmente, prevé que el escenario con mayor riesgo de desabastecimiento corresponde a la salida forzada de la central Agoyán, que implica la salida consecutiva de la central San Francisco, combinada con la indisponibilidad de la unidad de mayor capacidad del sistema (o su equivalente). Esta situación está supeditada a la evolución del fenómeno eruptivo del volcán Tungurahua.

Considera de igual forma que es necesario efectuar un seguimiento muy cercano del cumplimiento de los planes de mantenimiento de las instalaciones del sistema eléctrico y prever los recursos suficientes para su ejecución, así como para el normal suministro de los combustibles requeridos en las centrales termoeléctricas, de modo que se encuentren en condiciones plenamente operativas. Paralelamente recomienda recuperar la operación confiable de las unidades de generación térmica que vienen registrando indisponibilidades, fundamentalmente por falta de recursos económicos: Termoguayas, TERMOPICHINCHA (2 unidades de Guangopolo y 1 unidad de Santa Rosa), Empresa Eléctrica Quito (2 unidades de Gualberto Hernández), ELECAUSTRO (1 unidad de El Descanso) y EMELMANABÍ (Miraflores).

### POSICIÓN DE LA EMPRESA EN EL SECTOR

El 89% 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).

Para el período analizado la generación se distribuye de la siguiente forma:

GENERACION	PROMEDIO	
	GWh	%
<b>1. Hidroeléctricas</b>	<b>9.618,2</b>	<b>60,0%</b>
HIDROPAUTE	4.599,4	28,7%
San Francisco	1.476,2	9,2%
HIDROAGOYÁN CENTRAL AGOYÁN	1.038,7	6,5%
HIDRONACIÓN	833,5	5,2%
E. Eléctricas	592,3	3,7%
<b>2. Termoeléctricas</b>	<b>4.283,7</b>	<b>26,7%</b>
ELECTRO GUAYAS	1.012,9	6,3%
TERMOGUAYAS	839,4	5,2%
TERMO ESMERALDAS	825,3	5,1%
<b>3. Interconexión</b>	<b>2.133,1</b>	<b>13,3%</b>
<b>4. Total</b>	<b>16.035,0</b>	<b>100,0%</b>

Las tres mayores plantas hidráulicas 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.

El precio de venta de la generación está determinado por el precio marginal de la última generadora que entró a vender en el mercado. Los precios más bajos ofertan al inicio y luego 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 m3/seg, lo que es equivalente a la operación continua de una unidad de la Central.

Los caudales previstos para el año 2008 son mayores a los históricos del año 2007.

<b>INDICADORES HIDROLOGICOS DE CMLW</b>		
<b>(CAUDALES DE INGRESO M3/SEG)</b>		
	2007	2008
ENERO	80,43	393,05
FEBRERO	335,71	729,19
MARZO	391,15	475,04
ABRIL	450,44	530,38
MAYO	163,98	181,44
JUNIO	80,03	72,89
JULIO	15,48	4057
AGOSTO	7,55	26,22
SEPTIEMBRE	5,52	19,62
OCTUBRE	0,98	17,24
NOVIEMBRE	0,7	14013
DICIEMBRE	3,93	21,57

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

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

	HIDROPAUTE	San Francisco	Hidroagoján C.Agoján	HIDRONACIÓN	E. Eléctricas
jul-07	57,4%	12,9%	9,2%	6,3%	4,9%
ago-07	51,5%	15,8%	11,2%	7,1%	4,6%
sep-07	46,4%	16,1%	11,3%	10,5%	4,7%
oct-07	44,3%	15,7%	10,9%	11,5%	5,4%
nov-07	41,9%	16,9%	11,8%	8,8%	8,0%
dic-07	41,0%	17,8%	12,4%	8,6%	8,0%
ene-08	40,3%	16,0%	11,2%	9,5%	7,8%
feb-08	41,5%	15,2%	10,7%	11,7%	7,6%
mar-08	43,9%	16,0%	11,2%	9,9%	6,9%
abr-08	50,4%	14,6%	10,3%	8,3%	6,5%
may-08	50,7%	14,4%	10,2%	8,3%	6,0%
jun-08	53,6%	14,6%	10,3%	5,9%	5,6%

Fuente: CENACE e HIDRONACION

Elaboración: BWR

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.

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.

**OPINIÓN 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 se recibió ya el registro de propiedad de los bienes que generan el flujo de fondos titularizado, por parte de CEDEGÉ.

▪ **ANÁLISIS DE COBERTURA**

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 al originador FPMB.

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.

Las proyecciones del flujo de caja del período analizado consideran que el 61.5% de la energía se vende en el mercado de contratos o PPA, cuya recaudación sería de 95%, mientras que el 38% vendido al mercado ocasional tendría una recaudación de 30%.

Sin embargo, la gestión de comercialización logró elevar la participación de las ventas de contratos llegando a 86.1% en el período Ago-06 a Feb-08, esto ha significado también un mayor grado de recaudación total.

La facturación real total del período Ago-06 a Abr-08 es 8.1% menor a la proyectada, y, la tendencia de la facturación real total tiene una mayor dispersión, por lo cual la desviación estándar de la serie de facturación real sobre el promedio del período es 34% mientras que el estimado fue de 27%.

Fecha	FACTURACION PROYECTADA			FACTURACION REAL FIDEICOMISO		
	Ingresos Ventas PPA	Ingresos Ventas Spot	Tot.Ingresos Proy.	Facturación PPA	Facturación Spot	Facturación Real Total
ago-06				1.500	937	2.437
sep-06	1.311	819	2.131	1.715	554	2.269
oct-06	1.341	838	2.179	2.247	303	2.550
nov-06	1.972	1.232	3.204	2.202	300	2.502
dic-06	2.202	1.376	3.578	2.296	336	2.633
ene-07	2.508	1.568	4.076	2.302	201	2.503
feb-07	2.145	1.341	3.485	1.992	0	1.992
mar-07	1.665	1.034	2.699	1.870	169	2.039
abr-07	1.228	767	1.995	1.537	3	1.540
may-07	1.234	771	2.005	1.516	308	1.824
jun-07	1.327	829	2.156	1.488	355	1.843
jul-07	1.337	835	2.172	1.534	349	1.884
ago-07	1.334	834	2.167	1.705	327	2.032
sep-07	1.311	819	2.131	1.539	296	1.835
oct-07	1.341	838	2.179	1.909	215	2.124
nov-07	1.972	1.232	3.204	1.719	185	1.904
dic-07	2.202	1.376	3.578	2.178	246	2.424
ene-08	2.508	1.568	4.076	1.995	265	2.259
feb-08	2.145	1.341	3.485	2.383	424	2.807
mar-08	1.665	1.034	2.699	4.125	1.079	5.204
abr-08	1.228	767	1.995	3.379	729	4.108
<b>Total Período</b>	<b>33.963</b>	<b>21.220</b>	<b>55.183</b>	<b>43.131</b>	<b>7.583</b>	<b>50.714</b>
<b>% sobre Total</b>	<b>61,5%</b>	<b>38,5%</b>	<b>100,0%</b>	<b>85,0%</b>	<b>15,0%</b>	<b>100%</b>
<b>Desviación Estándar</b>	<b>458</b>	<b>286</b>	<b>744</b>	<b>651</b>	<b>268</b>	<b>831</b>
<b>Promedio</b>	<b>1698</b>	<b>1061</b>	<b>2759</b>	<b>2.054</b>	<b>361</b>	<b>2.415</b>
<b>Desv.Stand./Prom.</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>	<b>32%</b>	<b>74%</b>	<b>34%</b>

En el período Ago-06 Abr-08 analizado, se mantiene un mayor porcentaje de la facturación en el mercado PPA el 85% del total de la facturación, en tanto que en la serie proyectada para mismo período es 61.5%, esta tendencia se espera mantener hasta llegar a un 93.8% de las ventas con contratos, lo cual representa una mayor estabilidad y un mayor cumplimiento oportuno de la facturación.

Si bien, se advierte que en el período Ago-06 a Abr-08 la facturación real (USD 50.714) no llegó a lo proyectado (USD 55.183). Sin embargo, esta situación se compensó con el mayor grado de recaudación total alcanzado en el período y al mayor peso del mercado PPA en la facturación total.

Se debe señalar que por lo general el pago de la facturación mensual se realiza en varios pagos en varios meses posteriores, por lo que generalmente existen facturas pagadas parcialmente, cuyos saldos pendientes tienen plazos de vencimiento mayores a un año, especialmente en el mercado spot, como se verá más adelante.

INGRESOS PROYECTADOS (RECAUDACION)				RECAUDACION REAL FIDEICOMISO		
Fecha	Ingresos por Ventas PPA	Ingresos por Ventas Spot	Total Ingr. Proyectados	Ingresos por Ventas PPA	Ingresos por Ventas Spot	Total Ingresos Reales
ago-06				1.500	672	2.172
sep-06	1.246	246	1.491	1.715	472	2.187
oct-06	1.274	251	1.525	2.247	230	2.477
nov-06	1.873	370	2.243	2.202	273	2.475
dic-06	2.091	413	2.504	2.212	260	2.472
ene-07	2.383	470	2.853	2.226	166	2.392
feb-07	2.038	402	2.440	1.917	0	1916,8
mar-07	1.572	310	1.882	1.826	144	1.970
abr-07	1.166	230	1.396	1.530	2	1.532
may-07	1.172	231	1.404	1.512	255	1.768
jun-07	1.260	249	1.509	1.482	320	1.801
jul-07	1.270	251	1.520	1.499	275	1.775
ago-07	1.267	250	1.517	1.499	286	1.785
sep-07	1.246	246	1.491	1.539	295	1.834
oct-07	1.274	251	1.525	1.832	197	2.029
nov-07	1.873	370	2.243	1.604	159	1.762
dic-07	2.091	413	2.504	1.881	213	2.094
ene-08	2.383	470	2.853	1.614	205	1.818
feb-08	2.038	402	2.440	524	27	551
mar-08	1.572	310	1.882	3.990	517	4.507
abr-08	1.166	230	1.396	844	65	909
<b>Total Período</b>	<b>32.255</b>	<b>6.366</b>	<b>38.621</b>	<b>37.195</b>	<b>5.032</b>	<b>42.227</b>
<b>Rec./Fact.</b>	<b>95,0%</b>	<b>30,0%</b>	<b>70%</b>	<b>86,2%</b>	<b>66,4%</b>	<b>83,3%</b>
<b>Rec./Fact. Total 60 días vencimiento</b>				<b>91%</b>	<b>77%</b>	<b>89%</b>
<b>Promedio</b>	<b>1.613</b>	<b>318</b>	<b>1.931</b>	<b>1.771</b>	<b>240</b>	<b>2.011</b>

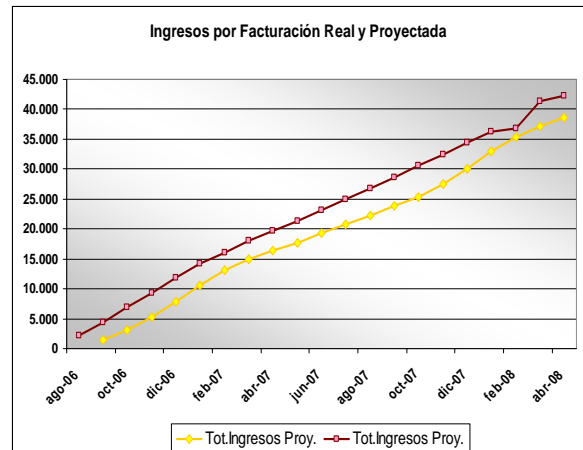
La recaudación real del período Sep-06 a Abr-08 (USD 42.227M) es mayor en 9.34% mayor a la proyectada (USD 38.621M).

La recaudación promedio de ventas al mercado de contratos (PPA) fue de 86.2% y en el mercado de ventas ocasionales (Spot) de 66.4%. La recaudación total, con cifras al 06-Jun-08, en el período Ago-06 a Abr-08 la recaudación total es 83.3%.

En tanto que la esperada para el mismo período fue 70% (95% para las ventas PPA y 30% para las ventas Spot).

Debido a la estructura organizacional del mercado del sector eléctrico la recaudación por lo general tiene un período de cobro mayor a los 30 días, por lo que la morosidad real está constituida por los atrasos mayores a 60 días, tomando en cuenta este factor la recaudación en el mercado PPA es 91%, en el mercado Spot 77%, y 94% para el total de la facturación del período. (Recaudación ago-06 a abr-08 en relación con la facturación del mismo período, con corte al 06-Jun-08).

De conformidad con la calificación que mantiene la titularización, los flujos generados por la recaudación confirman con cierta holgura las proyecciones de ingresos analizadas para la calificación. El flujo de caja de la Titularización CMLW, cuyo derecho de cobro pertenecía a Hidronación, mantiene los niveles de flujos suficientes para pagar el servicio de la deuda con un excedente adicional respecto de lo esperado.



Los ingresos reales del período analizado son 9.3% superiores a los proyectados, debido tanto al mayor grado de recaudación total, derivado del mayor peso de la facturación del mercado PPA, como también por el ingreso de la facturación del mes de agosto de 2006.

Paralelamente, los precios reales se mantienen más elevados que los proyectados y esta situación se prevé que se mantenga según la estimación realizada por el CONELEC para el próximo año. Las proyecciones iniciales de la calificación 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).

### Cartera en Mora:

CARTERA FALTA DE PAGO Y CARTERA EN MORA						
Fecha	Cartera en Mora PPA	% cartera en Mora PPA	Cartera en Mora Spot	% cartera en Mora Spot	Cartera en Mora Total	% cartera en Mora Total
ago-06	0	0,0%	265	28,3%	265	10,9%
sep-06	0	0,0%	82	14,8%	82	3,6%
oct-06	0	0,0%	73	24,2%	73	2,9%
nov-06	0	0,0%	27	9,0%	27	1,1%
dic-06	84	3,7%	76	22,6%	160	6,1%
ene-07	75	3,3%	35	17,5%	111	4,4%
feb-07	76	3,8%	0	0,0%	76	3,8%
mar-07	44	2,4%	25	14,7%	69	3,4%
abr-07	8	0,5%	1	28,4%	8	0,5%
may-07	4	0,3%	53	17,1%	57	3,1%
jun-07	6	0,4%	35	9,9%	41	2,3%
jul-07	35	2,3%	74	21,1%	109	5,8%
ago-07	205	12,0%	41	12,7%	247	12,1%
sep-07	0	0,0%	1	0,5%	1	0,1%
oct-07	77	4,0%	18	8,6%	95	4,5%
nov-07	116	6,7%	26	14,2%	142	7,5%
dic-07	297	13,7%	33	13,3%	330	13,8%
ene-08	381	19,1%	60	22,6%	441	19,5%
feb-08	1.858	78,0%	397	93,7%	2.256	80,4%
mar-08	135	3,3%	563	52,1%	698	13,4%
abr-08	2.535	75,0%	664	91,1%	3.200	77,9%
<b>Tot. Período</b>	<b>5.937</b>	<b>13,8%</b>	<b>2.551</b>	<b>33,6%</b>	<b>8.488</b>	<b>16,7%</b>
<b>mayor a 60 días</b>	<b>3.267</b>	<b>7,57%</b>	<b>1.324</b>	<b>17,5%</b>	<b>4.590</b>	<b>9,05%</b>

La gestión de recuperación de la cartera está a cargo de HIDRONACIÓN, misma que se ha venido cumpliendo de forma regular con las deficiencias inherentes al sector.

La morosidad total de la cartera, en términos de cartera no pagada, es menor a la proyectada en el período total analizado. Sin embargo, se debe señalar que para las facturas no pagadas en un plazo mayor a 60 días la morosidad se reduce de 16.7% a 9.05%, y en su mayor parte corresponde a la facturación de los dos últimos meses disponibles.

Sin embargo, se existen algunas facturas vencidas con una antigüedad mayor a 360 días, respecto de las cuales se reportan acciones judiciales con ciertos niveles de recaudación.

De análisis de los Estados Financieros auditados al 31-Dic-07, se advierte que la generación de ingresos por ventas de HIDRONACION durante el año 2007 se mantiene estables con un crecimiento de 1.26% respecto de Dic-06 y son suficientes para cubrir el servicio de la deuda de la titularización, la facturación fue de USD 24.213M (USD 23.910M a Dic-06) y la recaudación, que se mantiene en niveles ligeramente superiores a los esperados de recaudación para el año 2007.

Los flujos de efectivo generados por Hidronación sin tener en cuenta los pagos a CEDEGE por el derecho del uso del agua, se mantuvieron en los USD 14 millones, valor mayor al servicio de la deuda anual.

Se debe mencionar, sin embargo, que existen diferencias entre el valor de ventas del año 2007, registrado en HIDRONACION en relación con lo registrado en el Fideicomiso de Titularización, debido a que el Fideicomiso no considera el valor de retenciones que sí lo hace HIDRONACION en sus estados financieros auditados.

Hasta la fecha se ha cumplido en tiempo y forma las obligaciones con los inversionistas, realizando el pago de los intereses y la amortización de capital correspondiente al período analizado. El último pago efectuado se realizó el 4 de abril del 2008 de forma oportuna.

Adicionalmente, la fiduciaria informa que debido a que la facturación real de los últimos dos meses está sobre lo esperado, se ha completado con anterioridad la provisión necesaria para los dos próximos pagos a los inversionistas a realizarse en julio y octubre.

Adicionalmente, al igual que el año anterior, luego de cumplir la cascada de pagos prevista en el contrato de fideicomiso, se ha empezado a realizar la transferencia del flujo excedente, en el período anual, al Originador como lo prevé el contrato del Fideicomiso.

## GASTOS DE FIDEICOMISO

Los egresos asumidos por el Fideicomiso exceden los gastos inicialmente proyectados debido a la inclusión del gasto de seguros a favor de HIDRONACIÓN que no habían sido incluidos inicialmente. Esta póliza debía ser contratada nuevamente, y se debía incluir en el flujo de gastos del fideicomiso ya que la cantidad que el fideicomiso de titularización de la CMLW no contempla este rubro. En el año 2007 este gasto alcanzó a USD 1.162M y el seguro contratado para este año tiene un costo de USD 1.658M.

El contrato del Fideicomiso establece que para cubrir sus costos y gastos de funcionamiento, operación, y mantenimiento se entregue a HIDRONACIÓN la suma mensual correspondiente a lo que diga el Presupuesto Provisional aprobado por el Originador, debidamente aprobado, o lo que indique la consultoría de costos optimizados.

En el año 2007 se aprobó la suma de USD495.658 y las instrucciones del Originador FMPB son mantener esta suma en el año 2008 hasta que se tenga el estudio optimizado de costos.

Por lo que el originador FMPB ha indicado a la Fiduciaria las instrucciones a seguir para este año y aprobó el pago para la contratación de seguros y su forma de pago, de igual forma que el pago para la compra de repuestos.

Posteriormente, se ha aprobó que *“la Fiduciaria proceda a dar trámite a la solicitud del Originador, esto es, a entregar a la compañía HODRONACION la suma de \$3.712.434 para la compra de repuestos de Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind y Renovación de la Póliza de Seguro, pues con el cumplimiento de esta instrucción del Originador no se perjudica los intereses de los Inversionistas y el destino de estos recursos será para la compra de repuestos de Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind y Renovación de la Póliza de Seguro”*. (según Acta del Comité de Vigilancia del Fideicomiso del 15 de Abril del 2008).

Como se mencionó anteriormente, luego de cancelar los pagos mencionados, la Fiduciaria informa que se completó la liquidez suficiente para cancelar el pago de Julio y de Octubre del 2008, y a Jun-08 se ha empezado ya a restituir los excedentes al originador.

#### ▪ ESTRUCTURA DE TITULARIZACION

El monto total de la titularización es de USD 80.000M, estructurados en dos series de USD 40.000M.

Serie	SERIE 1	SERIE 2
<b>Denominación:</b>	VTC-CMLW-SERIE1	VTC-CMLW-SERIE1
<b>Monto:</b>	USD 40 MM	USD 40MM
<b>Plazo:</b>	10.5 años	8 años
<b>Tasa de Interés Reajutable</b>	Trimestral	Trimestral
<b>Amortización y Pago de Interés:</b>	Trimestral	Trimestral
<b>Calificación de Riesgo:</b>	“AAA”	“AAA”

El valor total de bonos vendidos es de USD 75.020M, para el saldo pendiente inicialmente se solicitó a la Superintendencia de Compañías la ampliación del plazo en 180 días adicionales, de acuerdo con la ley del mercado de valores.

Sin embargo, el 28 de junio del 2007 el fideicomiso del Proyecto Baba comunicó a la Fiduciaria de la Titularización la decisión de no continuar con este proceso por lo que no se procederá a la colocación del monto pendiente. Por tanto, la deuda pendiente al 30 de junio del 2007 es de USD 72.951M, que no se incrementarán con el monto que se mantenía pendiente.

#### ▪ ANALISIS ADMINISTRACION FIDUCIARIA

La Administradora Fiduciaria es parte del Grupo Financiero del Banco de Guayaquil, que es uno de los Grupos financieros más grandes del país, que a su vez es su principal accionista con una participación del 99.999% de su capital accionario.

El total de sus activos alcanza a USD 2.515M, y su capital social es de USD 1.385M a Dic-07. En los dos últimos años analizados presentó utilidades que a Dic-07 representan alrededor del 12% de los activos y 12.7% del patrimonio de los accionistas.

La Administradora de Fondos y Fideicomisos BG, cuenta con un personal calificado y con experiencia en las áreas de su competencia.

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 de las áreas de operaciones.

La Administradora cuenta con infraestructura técnica y administrativa adecuada.

Cuentan con sistemas tecnológicos adecuados que han sido implementados desde años atrás, el software que dispone les permiten gestionar adecuadamente los requerimientos del negocio.

#### ▪ POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSATIL, 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.

<b>EMPRESA: FIDEICOMISO CHML</b>			
<b>(\$ MILES)</b>	<b>dic-06</b>	<b>dic-07</b>	<b>abr-08</b>
<b>BALANCE GENERAL</b>			
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>14.824</b>	<b>16.013</b>	<b>20.330</b>
Fondos Disponibles	169	1.068	733,8
Inversiones temporales	10.876	10.913	11.705
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	3.700	4.016	7.868
Otras cuentas por cobrar (sin costo)	78	-	23
Otras	78	-	23
Anticipos a Proveedores	-	-	-
Gastos pagados por anticipado	1	16	-
Impuestos	-	-	-
Otras	1	16,3	-
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>69.333</b>	<b>63.108</b>	<b>55.453</b>
Otros activos no corrientes DERECHOS DE COBRO (afecta al flujo c	69.333	63.108	55.453
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>84.157</b>	<b>79.121</b>	<b>75.783</b>
<b>(\$ MILES)</b>			
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>7.170</b>	<b>6.785</b>	<b>3.528</b>
Obligaciones Financieras corto plazo (A+B)	4.238	4.682	2.399
Proveedores (no generan gasto financiero)	991	528	704
Comerciales	-	-	-
Relacionadas Comerciales (provision para el pago de Titulariz.)	991	528	704
Cuentas y Documentos por Pagar	-	-	-
Relacionadas (sin costo)	-	-	-
Accionistas (sin costo) BENEFICIARIOS	-	-	-
Anticipos de Clientes	232	-	-
Ingresos percibidos por adelantando	-	-	-
Gastos acumulados por Pagar	1.709	1.575	425
Beneficios Sociales	-	-	-
Intereses por Pagar	1.693	1.575	425
Otras	16	-	-
<b>Pasivo de Largo Plazo</b>	<b>70.732</b>	<b>66.096</b>	<b>66.096</b>
Provisión para jubilación	-	-	-
Saldo inicial	-	-	-
Provisión del año (Valor Positivo)	-	-	-
(-) Pagos a ex empleados	-	-	-
Saldo Final	-	-	-
Deuda financiera de largo plazo	70.732	66.096	66.096
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>77.902</b>	<b>72.881</b>	<b>69.624</b>
			-2%
<b>Total Patrimonio Accionistas</b>	<b>6.255,0</b>	<b>6.239</b>	<b>6.159</b>
Aporte Inicial	80,0	80,0	80
Aportes para Futuras Capitalizaciones	-	-	-
Reserva Legal	-	-	-
Fondo de Reserva para el Servicio de la deuda	6.175,0	6.159	6.079
Reserva Facultativa	-	-	-
Reserva por revalorización de Activos	-	-	-
Utilidad (pérdida) retenida	-	-	-
Utilidad del ejercicio	-	-	-
<b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO</b>	<b>84.157,0</b>	<b>79.121</b>	<b>75.783</b>