



Ecuador
Titularización de Flujos Futuros

Central Marcel Laniado de
Wind

Calificación

Tipo de Instrumento	Calificación Anterior	Calificación Actual
Titularización	AAA	AAA

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN:

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

Responsables:

Patricio Baus: pbaus@uio.satnet.net

Sonia Rodas: 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.

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

El Comité de BankWatch Ratings S.A. en base a información financiera presentada del Fideicomiso de Titularización a Jun-09, información sobre la generación de flujos de facturación de la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind, y demás información decidió ubicar como “Calificación de riesgo en Observación” a la Titularización de Flujos Futuros de la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind, de acuerdo con el art. 14 de la Sección IV.i del Capítulo III, Subtítulo IV del Título II de la Codificación de Resoluciones expedidas por el C.N.V

La decisión del Comité se fundamenta en las nuevas condiciones que rigen el mercado eléctrico mayorista y en general el sector eléctrico, que provienen de la aplicación del Mandato 15 de la Asamblea Constituyente emitido en Julio 2008, por las cuales han cambiado las condiciones iniciales con las que se realizaron las estimaciones de los Flujos de Fondos Futuros que son objeto de la Titularización y que sustentan la capacidad de pago de los títulos en circulación.

En el Comité anterior realizado en el mes de Enero del 2009, se decidió mantener la calificación de “AAA”, esperando tener la información definitiva sobre la afectación que tendría la aplicación del Mandato 15, en los flujos titularizados, no obstante, esta información ni la información histórica completa ha sido entregada oportunamente para el seguimiento.

Debemos mencionar sin embargo que la información remitida por la Fiduciaria sobre los flujos totales históricos hasta may-09, cubren con un amplio excedente los requerimientos necesarios para el cumplimiento de los pagos a los inversionistas, en el corto plazo.

Sin embargo, se advierte una disminución importante de los ingresos recaudados por el Fideicomiso desde el mes de Nov-08 que se ubica por debajo de los flujos proyectados, y un fuerte incremento del

FECHA COMITE: Julio/ 2009

ESTADOS FINANCIEROS A: Junio 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 imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.

porcentaje de morosidad que se refleja en las facturas no pagadas hasta may-09.

Razón por la cual resulta evidente que los cambios sectoriales ocurridos están afectando los flujos de ingresos tanto en calidad como en el monto de ingresos.

Por información de especialistas del sector se advierte varios temas de repercusión como el cambio del tipo de contratos en el mercado PPA, el cambio del modelo de fijación del precio del KWh, los plazos requeridos para la recaudación de los ingresos, y el cruce de cuentas del sector. Los importantes factores mencionados no son los únicos que podrían incidir en los ingresos del Fideicomiso, sin embargo, no hemos recibido la opinión de la Fiduciaria ni de HIDRONACION sobre la afectación definitiva sobre el fideicomiso, así como las nuevas proyecciones de las flujos esperados, por lo que no es posible evaluar una afectación negativa o positiva sobre la capacidad futura de pago de los títulos.

Debemos mencionar, que en el seguimiento anterior la fiduciaria nos informó que Hidronación consideraba que los flujos de ingresos no sufrirían desvíos debido a que las cuentas vencidas que a Dic-08 constituyen alrededor de USD 3MM no serán extinguidas, y además que el valor del cruce de cuentas ya realizado por el Ministerio de Finanzas, por aproximadamente USD 800M, será devuelto. Pero estas opiniones no han sido verificadas hasta el momento.

El último pago se verificó el 4 de Julio del 2009 de acuerdo con lo previsto, quedando un saldo por redimir de USD 62.267,5M. A la fecha se tiene ya provisionado el pago que deberá realizarse en Oct-09, por lo que desde Agosto se deberán reembolsar al Originador los ingresos excedentarios como lo prevé el contrato del fideicomiso de titularización. Se considera probable que en el corto plazo se mantengan adecuados los flujos de ingresos que son la fuente de pago de la titularización, a pesar del entorno de incertidumbre en que se desenvuelve el sector eléctrico.

Garantías: La titularización cuenta con tres garantías para el servicio de la deuda, de las cuales la primera denominada Fondo de Reserva se mantiene en el Fideicomiso de Titularización con el monto de USD 6.079M (Dic-08 y Jun-09) que cumple con lo establecido en las características del contrato de fideicomiso.

La segunda cubre tres meses de riesgo hidrológico, se encuentra constituida en Fideicomiso Multipropósito Baba con un saldo de USD 6.990M, recursos que

están invertidos en Certificados de Depósito en instituciones financieras de bajo riesgo en el mercado local y en menor proporción 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.

Se mantiene la preocupación sobre una compensación de deudas realizada por el Ministerio de Finanzas, por medio del cual no ingresaron al Fideicomiso aproximadamente USD 800M, incumpliendo así el mecanismo de transferencia de los derechos de cobro hacia el fideicomiso de titularización, establecido en el contrato del Fideicomiso. Si bien la Fiduciaria y la empresa HIDRONACION notifican que según reuniones mantenidas con el Ministerio de Economía y Finanzas existe el compromiso de no volver a realizar las compensaciones y la devolución de dichos fondos, no obstante hasta el momento no se ha realizado la devolución.

La aplicación de este mandato podría implicar un Riesgo Legal, al transgredir los acuerdos establecidos a través de la figura legal del fideicomiso, y desviar los derechos de cobro ya cedidos al fideicomiso, como es el caso de la compensación de deudas mencionada anteriormente.

Hechos relevantes:

En Jul-08 se emitió el Mandato 15 que constituye un cambio total en el modelo de gestión del sector, con la fijación de nuevas reglas para el manejo de la contratación de compra venta de energía y la fijación de los niveles de precios etc. La afectación de este mandato en el Fideicomiso es incierta aún debido a que en este momento no están definidas las nuevas reglas con las que se realizarán este manejo.

ANALISIS FODA

FORTALEZAS:

- Estable flujo de caja histórico
- Adecuado nivel de endeudamiento y cobertura de la deuda
- 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.
- Incertidumbre sobre las nuevas condiciones que tendrá el manejo estatal del sector debido a la reestructuración del modelo de gestión del Sector Eléctrico.

▪ 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, si el Fideicomiso de Titularización no logra integrar lo requerido para el pago del servicio oportuno de la deuda con los inversionistas, CEDEGE se obliga a aportar, a través del Fideicomiso PMB, las cantidades requeridas y financiar el pago del servicio de la deuda (USD 12.5MM anuales).

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 Jun-09 es de USD 6.079M, 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 del Fondo de Garantía de Riesgo Hidrológico a Jun-09 es de USD 6.990M, que se encuentran invertidos principalmente en Certificados de depósitos en Instituciones Financieras nacionales, que tienen calificaciones de bajo riesgo, y en una menor proporción en Bonos del Estado ecuatoriano.

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 Traspase ya sea en especie o en Dólares de los Estados Unidos de América, a su opción;
2. Al Fideicomiso de Titularización, 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;
- Al Fideicomiso Proyecto Mutipropósito Baba, el déficit correspondiente a la generación básica de la Central Baba, ya sea en especie o en Dólares de los Estados Unidos de América, a opción de Hidrolitoral. Con una evaluación anual cada 30 de Junio.

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 May-09 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, se mantiene la alta concentración por tipo de emisor, observada anteriormente, 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 del Ecuador se mantiene 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.

En el actual Gobierno se 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.

Sin embargo, este es un proceso de largo plazo y se mantiene tanto el déficit entre oferta y demanda, como la ineficiencia en las diferentes áreas del sector, especialmente en las distribuidoras por las pérdidas de energía y en general la diferencia entre energía producida, facturada y la recaudación.

Principales Partícipes del Sector:

EMPRESAS DE GENERACIÓN aprobadas por el CONELEC:

- HIDROPAUTE S.A.
- HIDROAGOYÁN S.A.
- HIDRONACIÓN S.A.
- MACHALA POWER Cia. Ltda.
- TERMOESMERALDAS S.A.
- TERMOPICHINCHA S.A.
- ELECTROGUAYAS S.A.
- CATEG – Generación
- ELECTROQUIL
- ELECAUSTRO
- EMAAP-Q
- INTERVISATRADE
- ECOLUZ (HCJB) Loreto
- ULYSSEAS, INC
- HIDALGO & HIDALGO
- TERMO GUAYAS GENER.
- HIDROPASTAZA

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 estos últimos años en el sector eléctrico, la participación de la generación hidroeléctrica ha variado recuperando su participación en la generación total, 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. Pero en los últimos dos años su participación mejora y a may-09 el aporte de la generación Hidráulica llegó a 65.94%.

Porcentaje de Generación			
Mes	Hidroeléctrica (%)	Termoeléctrica (%)	Importaciones (%)
May 09	65.94	25.54	8.52

Información del CENACE.

Históricamente 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 fueron cada vez menores y se recurrió constantemente al racionamiento de energía y a la importación de energía a través de la interconexión especialmente con Colombia. Pero el

incremento de la generación hidráulica ha posibilitado la reducción del aporte de la generación térmica y de las importaciones.

Frente a la situación de crisis y desorden institucional del sector, en Jul-08 el Gobierno decidió emprender una reforma estructural del sector que incluye el cambio del modelo operacional del mercado eléctrico y la recuperación para el Estado de la capacidad regulatoria y de gestión del mercado.

Sin embargo, mientras estas nuevas inversiones no se materializan los productores o las empresas de producción hidroeléctrica, resultan en principio beneficiados, por el precio marginal vigente.

Según la legislación vigente se cambió el modelo de gestión del mercado mayorista y los ingresos de la generación de las empresas de propiedad del Estado se fijan de acuerdo con la recuperación de sus costos de operación ya sea costos fijos y costos variables por KW producido, ya que la inversión es considerada responsabilidad del Estado y no debe financiada por el consumidor.

Entre las decisiones adoptadas que influyen directamente en la gestión de la CMLW se describen a continuación las siguientes: se incluye un cambio en el mecanismo de fijación del precio de la energía con el abandono del modelo marginalista que regía en el mercado, por lo que se eliminó el concepto de costo marginal para la generación.

El Ministerio de Finanzas cubrirá mensualmente las diferencias entre los costos de generación, distribución, transmisión y la tarifa única será fijada para el consumidor final determinada por el CONELEC.

Adicionalmente, determinó que las empresas de generación, distribución y transmisión en las que el Estado ecuatoriano a través de sus distintas instituciones, tenga participación mayoritaria, extinguirán, eliminarán y/o darán de baja, todas las cuentas por cobrar y pagar de algunos rubros entre los que está la compra venta de energía, así como los valores pendientes de pago por parte del Ministerio de Finanzas por concepto de déficit tarifario reconocido en virtud de la aplicación de disposición legal de Sep-06. No así las subsecuentes deudas provenientes de déficit tarifario posterior a esa fecha o los demás subsidios que se pagarán mensualmente por el Ministerio de Finanzas.

Análisis de la situación del sector eléctrico durante el 2008 y perspectivas para el 2009:

Esta información es tomada de los informes del comportamiento del Sistema Nacional Interconectado – SNI en el ámbito del Mercado Eléctrico Mayorista

MEM, durante el año 2008, realizado por el CONELEC con los datos disponibles al 31 de diciembre de 2008 y con información provisional a May-09.

Los principales resultados se indican a continuación:

- La demanda anual de energía eléctrica de este año ha sido un 5,5 % superior a la del año 2007, con un total de 16.315 GWh de energía producida e importada, al nivel de bornes de generación, sin incluir la exportación a Colombia.
- La exportación de energía eléctrica a Colombia ha sido de 30,36 GWh, frente a los 46,52 GWh del año 2007 ha presentado un decremento de 34,7%.
- La potencia instalada en generación incorporada al SNI, no se ha incrementado durante el año 2008, manteniéndose en 3.958 MW de capacidad efectiva, en cuyo valor se incluye los 340 MW de las interconexiones Internacionales con Colombia y Perú.
- La energía hidráulica producida en este año se ha situado en 11.121 GWh, representando un 68,1% de la generación total. La importación de energía desde Colombia, unos 509 GWh, ha correspondido al 3,1% de la oferta de energía y el resto, 4.699 GWh, generación termoeléctrica, ha representado el 28,8% de la producción.

De acuerdo con las tendencias de todo el año 2008, se estima que la demanda de energía creció con una tasa anual real del 5,8%, frente a la del 6% establecida en las proyecciones. Para este año 2009 aún no se han publicado las proyecciones para fin de año pero se estima que podría mantenerse la tasa de 5% del año anterior.

Los costos marginales ponderados en el período jun-08 a may-09 están alrededor de 7 ctvs. KWh que incluye costos fijos y variables.

Costo marginal Ponderado	
Mes	USD/KWh
jun-08	0,0505
jul-08	0,0487
ago-08	0,0662
sep-08	0,0634
oct-08	0,0555
nov-08	0,0448
dic-08	0,0687
Ene 09	0,0667
Feb 09	0,0610
mar-09	0,0762
Abr 09	0,0759
May 09	0,0761

Los costos varían mensualmente de acuerdo con los indicadores hidrológicos por la disponibilidad de mayores niveles de lluvias y capacidad hídrica de las centrales hidroeléctricas.

La producción de energía eléctrica en este año ha crecido en relación con el año anterior, en especial la proveniente de la energía hidráulica con la consecuencia de una disminución en las otras fuentes de generación.

En cuanto al comportamiento de la importación se observa un decrecimiento con respecto a los niveles presentados en el mes de enero, sin embargo a partir del mes de agosto se ha presentado un incremento en la importación de energía, esto debido a la salida de operación de la central San Francisco el 3 de junio, por varios desperfectos técnicos y estructurales. Esta generadora hidroeléctrica representa un 12% de la generación disponible en el país.

A la fecha no existe un nuevo plan operativo aprobado para este año, sin embargo, se continúa con las acciones estratégicas del Plan de mediano y largo plazo.

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), Aگویán (156 MW) y Pisayambo - Pucará (74 MW).

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

GENERACION	PROMEDIO	
	GWh	%
1. Hidroeléctricas	9.618,2	60,0%
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%
2. Termoeléctricas	4.283,7	26,7%
ELECTRO GUAYAS	1.012,9	6,3%
TERMOGUAYAS	839,4	5,2%
TERMO ESMERALDAS	825,3	5,1%
3. Interconexión	2.133,1	13,3%
4. Total	16.035,0	100,0%

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 sus costos son menores que las centrales térmicas. Sin embargo, el nuevo sistema de fijación de precios podría afectar la generación de ingresos en el mediano plazo, si los precios que se fijen estén por debajo de los precios proyectados para el flujo futuro con el que se paga los títulos vigentes, es decir 4 centavos para el mercado de contratos.

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 2009 son menores a los históricos del año 2008.

Indicadores Hidrológicos de CHML (caudales de ingresos m3/seg)

	Caudales de ingreso (m3/seg) 2008	Caudales de ingreso (m3/seg) 2009
ENERO	393,05	186,33
FEBRERO	729,19	494,79
MARZO	616,34	404,87
ABRIL	350,86	149,47
MAYO	183,49	161,82
JUNIO	53,67	46,35
JULIO	987,27	1,07
AGOSTO	397,52	0,74
SEPTIEMBRE	2,54	0,53
OCTUBRE	2,98	0,48
NOVIEMBRE	12,37	0,35
DICIEMBRE	4,29	0,52
	3.733,58	1.447,33

El período crítico de Marcel Laniado se inicia en junio y termina en diciembre. 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 eliminación de los Contratos PPA elimina una de las fortalezas de la estrategia de ventas ya que por la calidad de sus clientes su cartera de buena calidad por el plazo de su recuperación y las garantías establecidas. La empresa suministraba 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.

Sin embargo esta condición cambió definitivamente luego de la terminación de los contratos vigentes, en opinión de los administradores de la CMLW ya que como se mencionó anteriormente de acuerdo con la nueva regulación que se deriva de la aplicación del Mandato Constituyente No.15 la nueva regulación en la metodología de determinación del precio del mercado de contratos considera necesariamente y únicamente los costos de operación y mantenimiento y no existen contratos como tal sino que se despacha la energía de acuerdo con la necesidad de la demanda de cada distribuidora.

En el sector se han establecido nuevos precios que cubren únicamente los costos variables y los costos fijos de las generadoras, los nuevos precios rigen los contratos regulados. Para la venta de energía a los grandes consumidores privados las condiciones siguen siendo de libre contratación.

OPINIÓN LEGAL DE LA TRANSFERENCIA DE DOMINIO

Conforme a la opinión legal la transferencia de dominio realizada 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.

Fecha	FACTURACION PROYECTADA			FACTURACION REAL FIDEICOMISO
	Facturación PPA	Facturación Spot	Facturación Proyectada Total	
ago-06				2.437
sep-06	1.311	819	2.131	2.269
oct-06	1.341	838	2.179	2.550
nov-06	1.972	1.232	3.204	2.502
dic-06	2.202	1.376	3.578	2.633
ene-07	2.508	1.568	4.076	2.503
feb-07	2.145	1.341	3.485	1.992
mar-07	1.655	1.034	2.689	2.039
abr-07	1.228	767	1.995	1.540
may-07	1.234	771	2.005	1.824
jun-07	1.327	829	2.156	1.843
jul-07	1.337	835	2.172	2.044
ago-07	1.334	834	2.167	2.032
sep-07	1.311	819	2.131	1.835
oct-07	1.341	838	2.179	2.125
nov-07	1.972	1.232	3.204	1.908
dic-07	2.202	1.376	3.578	2.425
ene-08	2.508	1.568	4.076	2.261
feb-08	2.145	1.341	3.485	2.809
mar-08	1.655	1.034	2.689	5.152
abr-08	1.228	767	1.995	4.069
may-08	1.234	771	2.005	3.472
jun-08	1.327	829	2.156	2.308
jul-08	1.337	835	2.172	2.450
ago-08	1.334	834	2.167	2.711
sep-08	1.311	819	2.131	2.385
oct-08	1.341	838	2.179	2.409
nov-08	1.972	1.232	3.204	2.912
dic-08	2.202	1.376	3.578	5.756
ene-09	2.508	1.568	4.076	3.303
feb-09	2.145	1.341	3.485	2.869
mar-09	1.655	1.034	2.689	4.230
abr-09	1.228	767	1.995	1.913
may-09	1.234	771	2.005	1.855
jun-09				
Nov-May 2009	12.943	8.089	21.032	22.838
Periodo Total	54.778	34.236	89.015	86.927
% sobre Total	61,5%	38,5%	100,0%	
Desviación Estándar	449	281	730	940
Promedio	1660	1037	2697	2628
Dev. Stand./Prom.	27%	27%	27%	36%

No se han recibido las cifras exactas de facturación y recaudación desagregadas por tipo de mercado por lo que el análisis se realiza únicamente con la información del flujo total.

Según las proyecciones financieras que se analizaron para la calificación inicial, el Proyecto presenta un indicador de cobertura del servicio de la deuda de 1.32 veces (x). 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.

Posteriormente, por las estrategias de comercialización se logró elevar la participación de las ventas de contratos esto significó también un mayor grado de recaudación total. Sin embargo, debido a las nuevas regulaciones se cambian estas condiciones de la generación de flujos y no se conoce como será el comportamiento del flujo futuro.

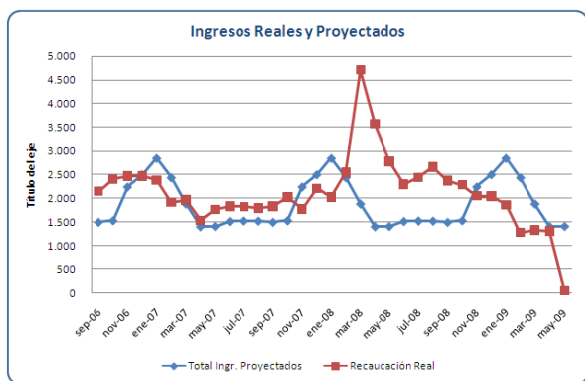
Las proyecciones del flujo de caja del período analizado consideran que el 61.5% de la energía se vende en el mercado de contratos o PPA, cuya recaudación sería de 95%, mientras que el 38% vendido al mercado ocasional tendría una recaudación de 30%.

Si bien, se advierte que la facturación real del total del período (USD 86.920M) es menor en 2.3% a la facturación proyectada (USD 89.015). Sin embargo, hasta el año anterior esta situación se compensó con el mayor grado de recaudación alcanzado en el período total.

Por otro lado, la facturación real total del período Ago-06 a May-09 es 8.6% mayor a la proyectada.

Sin embargo, se advierte que la serie real del período total muestra una mayor dispersión, la desviación estándar de la serie de facturación real sobre el promedio del período es 36% mientras que el estimado fue de 27%.

Ingresos por Recaudación: Reales y Proyectados



Como se observa en el cuadro siguiente, los ingresos proyectados para el período total son USD 62.310M y los ingresos reales son USD 70.056M, 12.4% mayor a los esperados.

INGRESOS PROYECTADOS (RECAUDACION)				Recaudación Real
Fecha	Ingresos por Ventas PPA	Ingresos por Ventas Spot	Total Ingr. Proyectados	
ago-06				2.341
sep-06	1.246	246	1.491	2.149
oct-06	1.274	251	1.525	2.411
nov-06	1.873	370	2.243	2.475
dic-06	2.091	413	2.504	2.472
ene-07	2.383	470	2.853	2.392
feb-07	2.038	402	2.440	1.917
mar-07	1.572	310	1.882	1.970
abr-07	1.166	230	1.396	1.532
may-07	1.172	231	1.404	1.768
jun-07	1.260	249	1.509	1.836
jul-07	1.270	251	1.520	1.828
ago-07	1.267	250	1.517	1.798
sep-07	1.246	246	1.491	1.834
oct-07	1.274	251	1.525	2.029
nov-07	1.873	370	2.243	1.773
dic-07	2.091	413	2.504	2.215
ene-08	2.383	470	2.853	2.025
feb-08	2.038	402	2.440	2.554
mar-08	1.572	310	1.882	4.708
abr-08	1.166	230	1.396	3.564
may-08	1.172	231	1.404	2.786
jun-08	1.260	249	1.509	2.300
jul-08	1.270	251	1.520	2.450
ago-08	1.267	250	1.517	2.666
sep-08	1.246	246	1.491	2.377
oct-08	1.274	251	1.525	2.284
nov-08	1.873	370	2.243	2.054
dic-08	2.091	413	2.504	2.046
ene-09	2.383	470	2.853	1.866
feb-09	2.038	402	2.440	1.276
mar-09	1.572	310	1.882	1.329
abr-09	1.166	230	1.396	1.308
may-09	1.172	231	1.404	64
jun-09				
Nov-08 a May-09	12.296	2.427	14.723	9.943
Total Período	52.039	10.271	62.310	70.056
%/ Total	83,5%	16,5%	100%	
Desviación Estándar	427	84	511	733
Promedio	1.577	311	1.888	2.129
Desv. Stand./Prom.	27%	27%	27%	34%

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.

Sin embargo, con el cambio de las condiciones del modelo de gestión del mercado eléctrico mayorista, y especialmente desde Nov-08 los índices de recaudación real se reducen de forma importante, en este período los ingresos reales (USD 9.9943M) fueron un 32% menores a los proyectados (USD 14.723M). Tendencia que se puede observar en el gráfico anterior.

Debido a las características del mercado eléctrico mayorista del país, las facturas emitidas tienen un período de 60 días de plazo para su vencimiento contractual. Por tanto las facturas emitidas hasta el 30 de mayo deberán ser canceladas hasta el 30 de Julio.

A la fecha del informe tenemos información de la facturación y recaudación hasta 31 de mayo, sin embargo, la recaudación de mayo todavía no incluye la mayor de los pagos correspondientes debido al plazo de vencimiento contractual de hasta 60 días.

Adicionalmente, por las nuevas condiciones mencionadas anteriormente, se observa un incremento del plazo de recaudación situación que desmejora los flujos de ingresos previstos. Por lo que la morosidad real es mucho mayor que la esperada.

A pesar de ello y de conformidad con la calificación que mantiene la titularización, los flujos generados por la recaudación cubren con holgura los pagos que se deben realizar según las prelación establecidas.

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, en el corto plazo.

Como parte de las nuevas disposiciones que rigen el sector, se debieron modificar los “contratos no regulados” y transformarlos en “contratos regulados” en los que se venderá la energía a las distribuidoras a la tarifa fijada por el CONCELEC.

La disminución de los ingresos se produce por el cambio en la forma de contratación y también por la reducción de los precios en el mercado, que pasaron de 3.44 centavos considerando el precio total que incluye la potencia a aproximadamente 2 centavos, para las distribuidoras que es el 72.8% de las ventas de la CMLW. Mientras que para los consumidores no regulados el precio es de 40 ctvs.

Las proyecciones iniciales de la calificación estiman un precio monómico por ventas bajo contrato de 4.0 centavos de dólar por KWh (USD cents/KWh) y un precio monómico de ventas en el mercado ocasional de 7.5 (USDcents/KWh).

Cartera en Mora:

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

Sin embargo, en los últimos meses se advierte un incremento fuerte en la morosidad, como se observa en el cuadro anterior.

La morosidad total de la cartera, se eleva desde el mes de Nov-08 y aún más en los meses del 2009. No se tiene explicación de este comportamiento, ya que

puede obedecer a los cambios ocurridos en la contratación en el mercado eléctrico mayorista.

CARTERA FALTA DE PAGO Y CARTERA EN MORA		
Fecha	Cartera en Mora TOTAL	% cartera en Mora Total
ago-06	17	0,7%
sep-06	43	1,9%
oct-06	57	2,2%
nov-06	27	1,1%
dic-06	160	6,1%
ene-07	111	4,4%
feb-07	76	3,8%
mar-07	69	3,4%
abr-07	8	0,5%
may-07	57	3,1%
jun-07	7	0,4%
jul-07	215	10,5%
ago-07	234	11,5%
sep-07	1	0,1%
oct-07	96	4,5%
nov-07	132	7,0%
dic-07	210	8,7%
ene-08	236	10,4%
feb-08	255	9,1%
mar-08	444	8,6%
abr-08	505	12,4%
may-08	686	19,8%
jun-08	9	0,4%
jul-08	1	0,0%
ago-08	45	1,7%
sep-08	8	0,4%
oct-08	124	5,2%
nov-08	858	29,5%
dic-08	3.710	64,5%
ene-09	1.437	43,5%
feb-09	1.593	55,5%
mar-09	2.901	68,6%
abr-09	605	31,6%
may-09	1.791	96,6%
jun-09		
Nov-08 a May-09	12.895	56,5%
Tot. Periodo	16.711	19,2%
mayor a 60 días	14.315	17,21%

Se debe mencionar sin embargo, que sin considerar los últimos dos meses de facturación, plazo en el cual normalmente se pagan las cuentas del sector como se detallo en puntos anteriores la morosidad se reduce a 17.21% que es menor a la morosidad esperada de 30%.

EGRESOS DE FIDEICOMISO

Los egresos asumidos por el Fideicomiso están de acuerdo con lo establecido en el contrato, desde el año anterior se cuenta ya con el estudio de costos de operación por lo que desde Nov-08 se ha venido cancelando a HIDRONACION los valores que establece el estudio de costos como se estableció en el contrato del fideicomiso.

El contrato del Fideicomiso establece que para cubrir sus costos y gastos de funcionamiento, operación, y mantenimiento se entregue a HIDRONACION la suma mensual correspondiente a lo que diga el

Presupuesto Provisional aprobado por el Originador, debidamente aceptado, o lo que indique la consultoría de costos optimizados.

Hasta el momento, luego de cancelar los pagos ordenados, la Fiduciaria informa que se continúa con la provisión de la liquidez suficiente para cancelar los pagos inmediatos.

▪ ESTRUCTURA DE TITULARIZACION

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

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

El valor total de bonos colocados es de USD 75.020M, el saldo adicional sobre lo calificado no se colocó y ya no hay posibilidad legal de hacerlo. La deuda pendiente al 31 de Junio del 2009 es de USD 63.575M, de los cuales USD 36.703,60M de la Serie 1, y USD 26.871,71M de la Serie 2.

Luego del pago realizado el 4 Julio del 2009 el saldo pendiente es de USD 62.267.5M.

▪ 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.

A Jun-09 el total de sus activos alcanza a USD 4.096M, con un Patrimonio Total de USD 2.600M y su capital social es de USD 1.656M. Las utilidades generadas Jun-09 USD 1.2M representan alrededor del 29% de los activos y 46.15% 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.

EMPRESA: FIDEICOMISO CHML	AUDITADO	AUDITADO	Directo	Directo	AUDITADO	Directo
(\$ MILES)	dic-06	dic-07	abr-08	nov-08	dic-08	jun-09
BALANCE GENERAL						
Total Activo Corriente	14.824	16.013	20.330	16.824	20.301	26.850
Fondos Disponibles	169	1.068	733,8	2.114	2.492	808
Inversiones temporales	10.876	10.913	11.705	10.214	11.228	8.807
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	3.700	4.016	7.868	4.374	6.398	17.047
Otras cuentas por cobrar (sin costo)	78	-	23	94	157	159
Otras	78	-	23	94	157	159
Anticipos a Proveedores	-	-	-	-	-	-
Gastos pagados por anticipado	1	16	-	28	26	28
Impuestos	-	-	-	-	-	-
Otras	1	16,3	-	28	26	28
Total Activo No Corriente	69.333	63.108	55.453	56.477	54.837	45.102
Otros activos no corrientes DERECHOS DE COBRO (afecta al flujo oper)	69.333	63.108	55.453	56.477	54.837	45.102
ACTIVOS TOTALES	84.157	79.121	75.783	73.301	75.139	71.952
					-1%	-5%
(\$ MILES)	dic-06	dic-07	abr-08	nov-08	dic-08	jun-09
Total Pasivo Corriente	7.170	6.785	3.528	164	8.052	4.866
Obligaciones Financieras corto plazo (A+B)	4.238	4.682	2.399	0	5.169	2.648
Porción corriente deuda largo plazo con instituciones financieras	-	-	-	-	-	-
Porción corriente deuda largo plazo con mercado de valores	4.238	4.682	2.399	0	5.169	2.648
Porción corriente deuda comercial financiera de largo plazo	-	-	-	-	-	-
Porción corriente deuda financiera de largo plazo con terceros, relacionados	-	-	-	-	-	-
Total porción corriente de deuda financiera a largo plazo (A)	4.238	4.682	2.399	0	5.169	2.648
Proveedores (no generan gasto financiero)	991	528	704	-	1.530	929
Comerciales	-	-	-	-	-	-
Relacionadas Comerciales (provision para el pago de Titulariz.)	991	528	704	-	1.530	929
Cuentas y Documentos por Pagar	-	-	-	164	-	-
Relacionadas (sin costo)	-	-	-	164	-	-
Accionistas (sin costo) BENEFICIARIOS	-	-	-	-	-	-
Anticipos de Clientes	232	-	-	-	-	-
Ingresos percibidos por adelantando	-	-	-	-	-	-
Gastos acumulados por Pagar	1.709	1.575	425	-	1.353	1.288
Beneficios Sociales	-	-	-	-	-	-
Intereses por Pagar	1.693	1.575	425	-	1.353	1.288
Otras	16	-	-	-	-	-
Pasivo de Largo Plazo	70.732	66.096	66.096	66.978	60.927	60.927
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	66.978	60.927	60.927
PASIVOS TOTALES	77.902	72.881	69.624	67.142	68.979	65.793
			-2%	-1%	0%	0%
Total Patrimonio Accionistas	6.255,0	6.239	6.159	6.159	6.159	6.159
Aporte Inicial	80,0	80,0	80	80	80	80
Aportes para Futuras Capitalizaciones	-	-	-	-	-	-
Reserva Legal	-	-	-	-	-	-
Fondo de Reserva para el Servicio de la deuda	6.175,0	6.159	6.079	6.079	6.079	6.079
Reserva Facultativa	-	-	-	-	-	-
Reserva por revalorización de Activos	-	-	-	-	-	-
Utilidad (pérdida) retenida	-	-	-	-	-	-
Utilidad del ejercicio	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	84.157,0	79.121	75.783	73.301	75.138	71.952