

Ecuador
Titularización de Flujos
Futuros

Central Marcel Laniado de
Wind

Calificación

Tipo de Instrumento	Calificación Anterior	Calificación Actual
Titularización	AAA	B

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

El Comité de BankWatch Ratings S.A. con base en la información financiera presentada del Fideicomiso de Titularización a Dic-09, información sobre la generación de flujos de facturación, y particularmente sustentado en la nueva situación de los flujos de la titularización, que se deriva de los cambios ocurridos en el marco legal que rige al Sector Eléctrico y demás información, decidió mantener la calificación de la Titularización de Flujos Futuros de la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind en “**B**” en la escala de categorías de calificación para los valores provenientes de procesos de titularización, y mantenerla como “Calificación en Observación”, 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., hasta disponer de la información definitiva sobre la actualización de la estructuración legal y financiera que están en proceso, y las definiciones gubernamentales que están aún pendientes.

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 CELEC EP
Destino Emisión:	Construcción de proyecto Baba
Calificadora	BankWatch Ratings S.A.

Contactos

Patricio Baus
 (593 2) 222 23 23
pbaus@bankwatchratings.com

Sonia Rodas
 (593 2) 254 83 93
sonia.rodas@bankwatchratings.com

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.

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

Las calificaciones otorgadas son calificaciones locales que indican el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano, por lo tanto no incorpora el riesgo país, ni los efectos que se generarían por cambios en la política monetaria y/o cambiaria.

Los cambios ocurridos en el marco legal vigente que rige el sector eléctrico han originado un deterioro de las condiciones iniciales del fideicomiso de titularización y han significado una reducción importante de los ingresos de la titularización, por varios factores entre los que están el recorte del precio de venta de la energía, compensaciones y reliquidaciones aplicadas inadecuadamente por el Ministerio de Finanzas, y especialmente el retraso en la recuperación de la facturación.

FECHA COMITE: 2 Marzo 2010

ESTADOS FINANCIEROS A: Diciembre 2009

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.



Por la aplicación del Mandato 15 se cambió la forma de fijación del precio del KW-h que ahora contempla únicamente los componentes de costo fijo y variable, no considera un margen de ganancia y tampoco contiene ya el componente para financiar las inversiones.

Adicionalmente, las nuevas regulaciones del Sector Eléctrico y cambios en las prelación del fideicomiso de las empresas distribuidoras llevaron a que la facturación de HIDRONACIÓN, considerada como una empresa pública de generación hidroeléctrica, tenga uno de los últimos grados de prelación para los pagos que debe realizar este fideicomiso de las empresas distribuidoras a las que ahora debe obligadamente vender la energía.

Dado el bajo nivel de eficiencia actual, a pesar de la mejora que ha empezado a evidenciarse, en las distribuidoras, y dado el grado de prelación asignado a los pagos de la generación hidroeléctrica de las empresas del Estado, estatus actual de HIDRONACION, la capacidad de pago de la titularización de flujos de la Central Marcel Laniado no depende únicamente de la capacidad de generación de la empresa, sino también de la capacidad del Estado para cubrir pagos a distribuidoras, y para financiar los pagos a los inversionistas con desembolsos desde el presupuesto, si es que se cumple la disposición del mismo mandato eléctrico referente al financiamiento de las inversiones, pero que hasta la fecha no hay una definición del modus operandi de este proceso.

Como resultado de la falta de pago oportuno de la facturación a las distribuidoras, la cartera por cobrar del fideicomiso se duplica en relación con el año anterior, lo que tiene una afectación negativa directa en el flujo de caja del fideicomiso y en la capacidad de pago a los inversionistas, poniendo en riesgo los pagos futuros del fideicomiso.

A lo anterior se junta el incremento importante de los egresos del fideicomiso destinados a cubrir los costos de operación y mantenimiento de la CMLW, que ahora se paga de acuerdo con la consultoría de costos aprobada a finales del 2008. Este egreso en el año 2009 es el doble del gasto proyectado para este rubro, a pesar de que a Dic-09 no se canceló totalmente las cuentas a HIDRONACION quedando pendiente un saldo de USD 3.5MM que permitió realizar la reserva para el pago a los inversionistas en el mes de ene-2010.

Paralelamente, el Ministerio de Finanzas realizó compensaciones de deudas de HIDRONACIÓN con el flujo que le correspondía al fideicomiso, además realizó reliquidaciones de las transacciones de CMLW que significaron un perjuicio de alrededor de USD 13.5MM, que constituye un desvío de los fondos del

fideicomiso, cuya restitución está siendo gestionada por HIDRONACION que es el agente de recaudo del Fideicomiso, ante el Ministerio de Finanzas.

La devolución inmediata de este flujo permitiría una importante recuperación de la liquidez y la capacidad de pago en el corto plazo hasta que se defina las condiciones definitivas del flujo y se realice la reestructuración de la estructura financiera y legal que son imprescindibles para la seguridad legal de la titularización.

Según la normativa vigente en el Sector Eléctrico, y el decreto de creación de CELEC EP el originador de los ingresos del proceso de titularización (HIDRONACION) se extinguió como sociedad anónima y se ordenó la cancelación de su inscripción en el Registro Mercantil, y sus activos y pasivos fueron asumidos por la empresa Pública estratégica CELEC EP, misma que está en proceso de desarrollo de sus estatutos y reglamentos internos, por lo que se han definido ya el destino jurídico final de HIDRONACION, que pasa a constituir una Unidad de Negocios de CELEC EP, según la Resolución del 11 de febrero del 2010 de la Gerencia General de CELEC EP que a su vez fue creada mediante el decreto ejecutivo N° 220 del 14 de enero del 2010.

Si bien las disposiciones legales señalan que los derechos y obligaciones derivados de los contratos celebrados por las sociedades anónimas en las que el Estado es accionista, antes de la vigencia de la Ley de Empresas Públicas, serán asumidas por las empresas públicas que en su lugar se creen, no se podría señalar con certeza que serán respetadas en la forma que fueron suscritas inicialmente, dado que se trata de derechos de cobro que están sujetos a la contingencia de que no existan, total o parcialmente, por cualquier circunstancia, si bien se ha avanzado ya con la creación de la empresa pública CELEC que finalmente asume los activos y pasivos de HIDRONACION, el proceso de definición de las condiciones en las que se mantendría el fideicomiso aún es incierto.

Los flujos de fondos que han ingresado al Fideicomiso en el 2009 muestran una disminución del 46% respecto de los resultados que se obtuvieron en el año anterior. Pero el flujo de caja disponible para el pago a los inversionistas se redujo en 75.8%, sin realizar un pago que quedó pendiente a HIDRONACION, si consideramos este pago para la operación y mantenimiento de la CMLW, el flujo disponible para los inversionistas no hubiese sido suficiente para el pago a los inversionistas y se habría recurrido ya a la utilización del Fondo de Reserva que es una de las Garantías del Fideicomiso, que hasta la fecha no ha sido utilizado. A Dic-09 este fondo se mantiene íntegro y asciende a USD 6.078M.

La actualización de las proyecciones por parte de PICAVAL analiza algunas alternativas y escenarios que dependen de la variación de los principales parámetros que influyen en la generación de los flujos del fideicomiso y del flujo de caja disponible para el pago a los inversionistas, sin embargo, está aún en proceso de análisis por parte de HIDRONACIÓN, misma que aún no ha emitido comentarios y por tanto estas corridas financieras no han recibido la aprobación de las autoridades del Sector ni de la actual propietaria de la CMLW la empresa pública CELEC EP que deberá definir la situación futura de las condiciones del Fideicomiso de Titularización.

La calificación se mantiene en “B” dado que el Fondo de Reserva del Fideicomiso para el pago a los inversionistas no ha sido utilizado aún.

Sin embargo, tenemos presente que el flujo de caja disponible a Dic-09 contiene ya un incumplimiento para la prelación anterior que es el pago de los gastos de operación y mantenimiento de a CMLW.

A pesar de ello, consideramos que en ausencia de ingresos al fideicomiso, el fondo de reserva permitiría cubrir al menos el pago de los próximos tres pagos a los inversionistas, aún sin tomar en cuenta la obligación que tiene el Originador de reponerlo si se lo llegase a utilizar, 15 días previo al pago siguiente a los inversionistas.

Además, se considera que la reposición de los USD 13MM solicitados por CELEC EP, serían un alivio importante para el flujo del Fideicomiso, pero tiene un plazo incierto para que se efectivicen.

Antecedentes:

El Comité de calificación del 29 de Octubre del 2009 decidió bajar la calificación de la Titularización de Flujos Futuros de la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind de la “AAA” a “B” en la escala de categorías de calificación para los valores provenientes de procesos de titularización, y además mantenerla como “Calificación en Observación”, 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., hasta disponer de la información definitiva sobre la actualización de la estructuración legal y financiera que están en proceso, y las definiciones gubernamentales que están aún pendientes.

En tal condición es necesario mantener un análisis cercano de las acciones y de los resultados que influyen en las condiciones reales de la capacidad de pago de la titularización.

Análisis del Sectorial:

Las condiciones en las que desarrolla el sector eléctrico del país, según el diagnóstico del Consejo Nacional de Electricidad -CONELEC-, muestran altos niveles de precios de la energía como producto de la insuficiencia de inversiones en generación, altos índices de pérdidas, alrededor del 20% en el 2008 (que llegaron hasta el 32% en años anteriores), bajos niveles de recaudación en el caso de algunas distribuidoras, bajo cumplimiento de los índices de calidad, factores que obedecen a la falta de señales adecuadas para la inversión en generación y a graves deficiencias en la gestión en la distribución.

El modelo marginalista implementado desde el año 1999, con el que se manejaba el mercado eléctrico mayorista -MEM-, constituido con unidades independientes de negocio, de generación, transmisión y distribución de energía, dispuestas a la privatización, dejó de lado el papel del Estado en busca de la “libre competencia” en generación, y no fue exitoso por varios factores especialmente por el mantenimiento de la brecha financiera originada en el déficit tarifario que se fue incrementando cada vez más y además por la ineficiencia en la gestión de las distribuidoras.

Esto determinó que los capitales privados no tuvieron una mayor participación en la generación que es hoy totalmente deficitaria frente a la demanda creciente del país. A lo que se sumó la inestabilidad política con decisiones no técnicas que profundizaron la crisis y no abordaron las soluciones de largo plazo requeridas.

Este diagnóstico de la crisis del Sector llevó a que la Asamblea Nacional Constituyente, emita el Mandato 15, cuya aplicación implica un nuevo modelo del Sector Eléctrico que se ha implementado a partir del Mandato 15 expedido en Julio del 2008 y que posteriormente se ha complementado la legislación en varias regulaciones emitidas por el Consejo Nacional de Electricidad -CONELEC- que es el organismo competente para realizarlas.

Con el nuevo modelo aplicado se establecen lineamientos para una serie de cambios profundos que pretenden mejorar el manejo del Sector Eléctrico, corregir aspectos del tema tarifario, en busca de soluciones de corto y largo plazo a la crisis del sector y elevar la generación eléctrica con una planificación definida de inversiones en los próximos 10 años.

Sin embargo, los cambios en el marco legal han alterado las condiciones en las que se basó el Fideicomiso de Titularización y con las que se realizaron las estimaciones de los flujos futuros que son objeto de esta titularización. Las nuevas regulaciones cambian el modelo de gestión del mercado eléctrico mayorista previsto, y varía tanto el

proceso de comercialización como también las principales variables en la estimación cuantitativa y cualitativa de los flujos, entre los que están el nivel de precios, cambios en los componentes de los ingresos que se originan por la venta de energía ya que se dispone la separación uno de los componentes que ya no provendrá de la facturación sino del flujo de inversiones que deberá ser incorporado en el presupuesto general del Estado y transferido a la generadora, cambian también los clientes de la empresa y las condiciones contractuales establecidas. A lo que se suma un elemento muy importante para la recuperación de la facturación, como es el cambio en la naturaleza jurídica de HIDRONACION.

Cambios en las condiciones del proceso de comercialización:

En el esquema anterior, previsto en el contrato de fideicomiso, la generadora realizaba contratos no regulados, que en su mayor parte (67%) eran con los grandes consumidores, el precio se negociaba libremente (4 ctvs. promedio en la proyección) y se establecían garantías bancarias para la recaudación oportuna de la facturación, mecanismo que le permitió mantener un alto porcentaje de recuperación (100% histórico pero 95% en las proyecciones) en la energía así comercializada.

La facturación a empresas distribuidoras constituía alrededor del 16%, y se firmaban contratos con condiciones similares a las establecidas para los grandes consumidores, por lo que el porcentaje de recaudación también fue similar.

En tanto que la facturación correspondiente al mercado ocasional (spot) el precio era mayor (hay años de hasta 12.3 ctvs. pero en la proyección se consideró 7,5 ctvs.), sin embargo la cobrabilidad históricamente fue muy baja por lo que se consideró un porcentaje medio de 30% para las proyecciones. Este tipo de contratos representó alrededor del 16.5% de los ingresos en las proyecciones estimadas.

Por tanto, el 83.5% de los Ingresos pertenecían a contratos de compra-venta (PPA) que tenían garantías bancarias y que fueron una de las condiciones en las que se sustentó la calidad de la recuperación de las ventas de HIDRONACION, y por tanto la calidad del flujo titularizado, condición que se ha eliminado en los contratos regulados que se han firmado en el esquema actual, en el cual no se fija un mecanismo directo de garantía ejecutable sino un mecanismo de pago a través de los Fideicomisos mercantiles de las Distribuidoras, en los que se mantiene actualmente un grado muy bajo de prelación, que no garantiza el pago en tiempo y forma de las obligaciones, como se evidencia en este año y más bien ha generado un bajo

nivel de recuperación de la facturación en este período.

En el esquema actual, las generadoras comercializan su energía con las empresas de distribución y tienen la obligación de suscribir contratos de compra-venta con todas ellas, en forma proporcional a la demanda de dichas empresas. Los contratos son regulados de largo plazo, y no tienen garantías para la recuperación oportuna de la facturación. Para el caso de Hidronación se suscribe contratos con las 18 distribuidoras incorporadas al sistema nacional interconectado, que por efectos de la nueva ley de empresas públicas deben dejar de ser sociedades anónimas y pasar a ser empresas públicas de acuerdo con la participación accionaria que poseen. También se mantiene las transacciones de corto plazo que no son parte de contratos, en este mercado únicamente se factura los excedentes de energía producida que no estén comprometidos en los contratos de largo plazo y tienen un tratamiento diferente para la fijación del precio.

Cambio en la naturaleza jurídica de HIDRONACION:

Los cambios normativos producidos en el Ecuador en el sector Eléctrico han generado un deterioro de las condiciones iniciales del fideicomiso de titularización, a tal punto que el originador de los ingresos del proceso de titularización se extinguió como persona jurídica y pasó ser únicamente una Unidad de Negocios de CELEC EP, si bien existen ya acciones administrativas que definen su nueva condición como parte de la Corporación Eléctrica del Ecuador.

Si bien las disposiciones legales señalan que los derechos y obligaciones derivados de los contratos celebrados por las sociedades anónimas en las que el Estado es accionista, antes de la vigencia de la Ley de Empresas Públicas, serán cumplidas por las empresas públicas que en su lugar se creen, no podría se podría señalar con certeza que serán respetadas en la forma en fueron suscritas inicialmente, dado que se trata de derechos de cobro que están sujetos a la contingencia de que no existan, total o parcialmente, por cualquier circunstancia y hasta el momento no existe un pronunciamiento oficial sobre la continuación del proceso de titularización, ni de sus nuevas condiciones en caso de que se decida respetar el contrato inicialmente suscrito para lo cual se tendría que restituir los flujos que han sido afectados.

Verificación histórica:

Los cambios en la naturaleza jurídica es importante ya que en años anteriores, se evidenció que el nivel de recuperaciones en las ventas por contratos mejoró

desde el año 2005 debido a que se subió el grado de prelación dentro del fideicomiso que mantienen las distribuidoras para el pago las generadoras, debido a la naturaleza jurídica de orden privado que tenía HIDRONACIÓN como sociedad anónima.

La aplicación del Mandato 15 y de la nueva ley de empresas públicas cambió la naturaleza jurídica de HIDRONACION a ser parte de una empresa pública, en orden a su propiedad accionaria, y sus liquidaciones realizadas en el mercado eléctrico mayorista entraron al orden de prelación como generadora hidroeléctrica del Estado, categoría que tiene uno de los últimos grados de prelación en los pagos que debe realizar el fideicomiso mercantil para el pago de las deudas de las distribuidoras. Disposición que está vigente desde el 14 de mayo del 2009.

Esta situación agrava la calidad de la recuperación de las ventas de HIDRONACION ya que la totalidad de las mismas serán transadas por este mecanismo, porque se eliminan los contratos directos con los Grandes Consumidores que tenían otras condiciones.

La aplicación de este esquema de prelación de pago para las deudas de las empresas distribuidoras eléctricas contribuye a poner en riesgo la recuperación de la facturación de Hidronación y por tanto del pago oportuno a los inversionistas de la Titularización, ya que está impidiendo que lleguen oportunamente los pagos de las ventas de energía y por tanto ha elevado el grado de morosidad de la cartera de HIDRONACION.

Cambio en la fijación de Precios:

En el modelo anterior el precio al que se vendía la energía en el MEM se determinaba en un sistema de precio marginal horario de corto plazo, que dependía de la demanda de energía, en las primeras franjas de oferta estaban las generadoras hidroeléctricas que tienen menores costos, pero posteriormente entraban las generadoras con mayores costos, y el precio del mercado era fijado por éstas últimas, el mecanismo pretendía incentivar la inversión ya que “aseguraba” la recuperación de las nuevas inversiones. El precio de la energía debía generar los ingresos suficientes para incentivar las inversiones en el sector.

El ingreso de inversiones al sector no se dio de acuerdo con lo esperado, no se produjo el crecimiento de la generación y se incentivó únicamente la incorporación de generadoras térmicas cuyas inversiones son menores a las requeridas por los proyectos de generación hidroeléctrica, por lo que la oferta eléctrica en el país es deficitaria para cubrir la demanda existente y crecimiento de la misma, el déficit cada vez mayor se compensó con la

importación de energía especialmente desde Colombia, cuyo precio también es mayor al de la generación hidráulica.

Según las nuevas regulaciones, los ingresos que provienen de la compra-venta de energía solamente corresponden a la recuperación de costos fijos y variables incurridos para la producción de la energía, en tanto que los recursos que financian la inversión provendrían de asignaciones fijadas en el presupuesto del Estado. Esto implica una reducción importante en los ingresos particularmente para HIDRONACION respecto de lo que había sido transferido como Derechos de Cobro al fideicomiso de titularización.

Por disposición de las nuevas normativas al Fideicomiso de Titularización ingresarían por la venta de energía únicamente los valores calculados estrictamente para reponer los costos de producción. En tanto que la finalidad de los títulos emitidos, que son honrados con la venta de energía, corresponde al financiamiento de la inversión que servirá para ampliar la capacidad de producción de la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de propiedad de Hidronación. Sin embargo, los flujos que deberían cubrir los costos de la inversión podrían quedar fuera del Fideicomiso ya que ahora no provienen de la venta de energía, sino de la asignación directa del presupuesto.

Los nuevos componentes del costo:

- El costo fijo considera la recuperación de la inversión, costos de administración, operación y mantenimiento. El costo fijo será aprobado por el CONELEC, sobre la base de una anualidad que contempla los valores descritos anteriormente y podría ser auditado a petición del CONELEC. Para HIDRONACIÓN ha sido estimado un costo fijo de 1.86 ctvs. promedio por KWh.

- El costo variable de producción depende de la energía medida, y para el caso de las plantas de generación hidroeléctrica, el valor de costo variable de producción a utilizar, será de 2 ctvs. valor que se mantendrá vigente hasta que el CONELEC concluya con la revisión de la Regulación del CONELEC 003/03 vigente hasta el momento.

En una regulación posterior a las firmas de los contratos de HIDRONACION con las distribuidoras, se incluye un mecanismo alternativo para la fijación de los precios de generación en los contratos regulados que tiene tres componentes: Potencia Remunerable Puesta a Disposición -PRPD-, costo variable de producción -CVP-, y costo variable adicional -CVA-. Cada uno de los componentes tiene una regulación específica del CONELEC, la 003/04 para el primer componente, y la 003/03 para el



segundo, el último componen sería propuesto por los generadores y el CONELEC emitirá valores referenciales para los componentes de CVA.

La generadoras deberán optar por uno de ellos, sin embargo, como se mencionó anteriormente HIDRONACION firmó contratos con las 18 distribuidoras con la primera metodología, que estarán vigentes en plazos mínimos de un año.

Financiamiento de las nuevas Inversiones del Sector y su eliminación del precio de la energía vendida:

El flujo necesario para financiar los procesos de Inversión provendrá, según lo que establece el Mandato 15 “Los recursos que se requieran para cubrir las inversiones en generación, transmisión y distribución, serán cubiertos por el Estado, constarán obligatoriamente en su Presupuesto General y deberán ser transferidos mensualmente al Fondo de Solidaridad y se considerarán aportes de capital de dicha Institución.”

Sin embargo, ha pasado ya más de un año luego de que se dictó el Mandato 15, y no se han definido las condiciones en las que se realizaría estos aportes hacia HIDRONACION, ya que el Proyecto Multipropósito Baba, destino final de los recursos obtenidos en la titularización, corresponde a ese flujo de inversión que debería estar siendo financiado con desembolsos desde el Presupuesto.

Además, se debe mencionar que el proceso de aplicación del nuevo modelo no contempló el desfase de ingresos que se originaba en HIDRONACION, por la eliminación de este componente en los precios de la energía, ya que al ser una empresa constituida dentro del régimen privado como sociedad anónima no podía recibir directamente recursos del presupuesto y recién podría recibir ese dinero cuando se constituya o sea parte de una empresa pública, es decir recién ahora cuando es parte de CELEC EP.

Desde el mes de octubre del 2009, se observó la decisión del Ministerio de Electricidad de gestionar ante el Ministerio de Finanzas la devolución de alrededor de 13.5MM que habían sido compensados y retenidos de los ingresos de la CMLW que son parte de los derechos de cobro transferidos a la titularización, posteriormente se han generado acciones que “ratificarían” dicha decisión, y las gestiones de HIDRONACION para lograr esta devolución como compensación con cargo a las Inversiones que según el mismo Mandato 15, debería ser asumido en el presupuesto general del Estado.

Posteriormente, en febrero del 2010 el Gerente General de CELEC EP manifiesta nuevamente el

reclamo al nuevo Ministro de Electricidad el reclamo para que se proceda a la devolución de los fondos, y se solicita que se analice la posición definitiva respecto a las condiciones futuras para el fideicomiso.

Sin embargo, hasta la fecha no se ha dado respuesta a estos requerimientos ni se ha definido el mecanismo de desembolsos ni el plazo para hacerlo.

Se debe resaltar, sin embargo, que algunos de los prerequisites que se debieron cumplir para que esta transferencia fuera posible ya se han cumplido, como son: la Emisión de la Ley de Empresas Públicas, la eliminación de CEDEGE y el transferencia de HIDRONACIÓN hacia la SENAGUA, y el 29 enero del 2010 la creación de Corporación Eléctrica del Ecuador como Empresa Pública Estratégica que absorbe a HIDRONACIÓN S.A. y se subroga los derechos y obligaciones, de las sociedades anónimas extintas por disposición legal CELEC S.A. e HIDRONACION S.A. y se transfieren totalmente los activos, pasivos y en general todos los bienes, derechos y obligaciones, a la nueva empresa pública creada CELEC EP.

Esta transferencia y fusión por absorción con la que se crea la empresa pública CELEC EP le permitiría al Estado transferir los fondos necesarios que por concepto de Inversiones le dispone el Mandato 15.

Adicionalmente, el flujo necesario para el pago de la titularización es realmente un flujo de inversión, que debería ser asumido también por el presupuesto y transferido oportunamente al flujo de ingresos del Fideicomiso de Titularización.

Ninguna de estas acciones ha tenido definiciones de parte de las autoridades del sector y por tanto tampoco existe al momento la certidumbre de su desenlace.

ANALISIS DE COBERTURA

INGRESOS DE FIDEICOMISO

El Patrimonio de Propósito Especial o Fideicomiso de Titularización (FT) recibe el flujo de efectivo resultante de la venta de energía generada por CMLW, el Fideicomiso a su vez, transfiere los fondos necesarios para cubrir las actividades de operación y mantenimiento de la CMLW, luego, con los fondos restantes paga el servicio de la deuda, y los flujos excedentes, luego del pago a los inversionistas, son transferidos al originador FPMB.

Fecha	FACT. PROY.	FACT. REAL	INGRESOS PROYECT.	RECAUD. REAL	% Cobro Proy.	% Cobro Real
2006 (4 meses)	11.091	10.054	7.764	5.847	70,0%	58,2%
2.007	31.837	24.347	22.286	23.939	70,0%	98,3%
2.008	31.837	39.075	22.286	32.889	70,0%	84,2%
2009 (11 meses)	28.259	24.987	19.781	16.927	70,0%	67,7%
Total	103.023	98.464	72.116	79.603	70,0%	80,8%

Las cifras de facturación se presentan en forma unificada ya que la compañía HIDRONACION no remitió la información desglosada por tipo de mercado, y porque luego de la expedición del Mandato 15 las condiciones de recuperación del mercado PPA cambiaron como se indicó anteriormente en este informe, y la facturación de los dos mercados depende más bien del grado de prelación que tiene HIDRONACIÓN para el pago de su facturación por parte de los fideicomisos de las Distribuidoras. Por tanto, el análisis se realiza únicamente con la información del flujo total.

A la fecha no se han presentado aún la actualización de la estructura financiera definitiva, sobre los flujos de caja disponibles para los años que aún quedan hasta la redención total de la titularización, por lo que la comparación aún se basará en las proyecciones aprobadas para la calificación inicial.

Como se observa en el cuadro anterior, la facturación total hasta el año 2007 fue menor que la proyectada, sin embargo, se compensó con el mayor porcentaje de recaudación que el proyectado, que llegó hasta el 98% por la gestión de comercialización que logró facturar en mayor medida en el mercado PPA que tenían garantías bancarias para su recuperación.

	Fact. Real / Fact. Proyectada	Ingreso Real / Ing. Proyectados
2006 (4 meses)	90,7%	75,3%
2.007	76,5%	107,4%
2.008	122,7%	147,6%
2009 (11 meses)	88,4%	85,6%
Total	95,6%	110,4%

En el año 2008, la facturación fue mayor en 22.74% que la proyectada, en base a una mayor producción lograda por el mayor recurso Hidrológico de ese año, por lo que los ingresos provenientes de la recaudación son también mayores en 47.58%, este factor permitió absorber la reducción del precio del KWh, las compensaciones de ese año y adicionalmente el mayor gasto de Operación y Mantenimiento de la CMLW como resultado del pago de acuerdo con la

consultoría de costos, que estaba prevista en el contrato del fideicomiso. Posteriormente se analizará la tendencia del flujo de costos que se ha desembolsado desde el fideicomiso.

Sin embargo, en el año 2009 el efecto total de las medidas provenientes del Mandato 15 que, como se analizó antes, cambiaron las condiciones del mercado eléctrico y por tanto afectaron el flujo de ingresos de la titularización, y se advierte que la facturación real es 11.58% menor a la proyectada, y además, se afecta también de forma importante el porcentaje de recuperación, que se reduce a 67.7%, como se observa en el cuadro anterior.

La recaudación de ingresos del período enero a noviembre del 2009 es 14.43% menor a la proyectada, lo que genera ya dificultades para el cumplimiento en tiempo y forma de las obligaciones del fideicomiso, debido a que se elevó también el nivel de desembolsos para los gastos de operación y mantenimiento de la CMLW.

En las proyección inicial se consideraron parámetros conservadores respecto de las cifras históricas, parámetros como en factor planta, el precio KWh en cada mercado, y el grado de recuperación, sin embargo, los drásticos cambios realizados en el modelo nacional del mercado eléctrico, están fuera del rango previsto y por ello se afecta no solo el nivel de facturación sino también la recuperación de los flujos titularizados.

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 bajo nivel de recaudación de ventas en el mercado ocasional, y un nivel también conservador en el mercado PPA, aunque mayor al mercado ocasional.

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, por las estrategias de comercialización se logró elevar la participación de las ventas de contratos esto significó también un mayor grado de recaudación total.

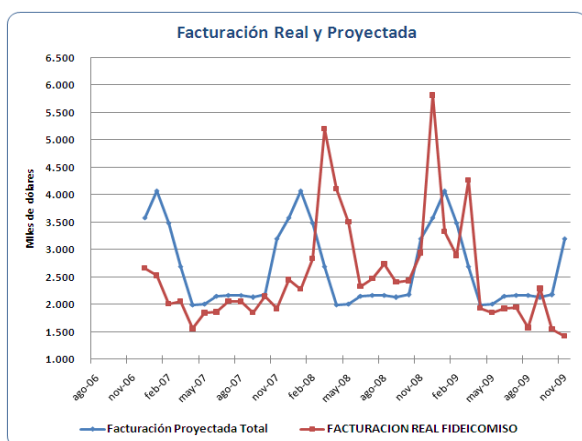
Si bien, se advierte que la facturación real del total del período (USD 98.464M) es menor en 4.43% a la facturación proyectada (USD 103.023M), y los ingresos reales superan en 10.38% a los flujos totales proyectados. Sin embargo, estos totales no son comprables con la situación futura del flujo de fondos,

que se refleja más en el comportamiento del año 2009, si no se cambian las condiciones actuales del flujo de ingresos del fideicomiso.

Como se advierte en el cuadro anterior el porcentaje de recaudación se elevó hasta el 98% en el año 2007 y se redujo a partir de la aplicación del Mandato 15 en el 2008, llegando en el año 2009 a un mínimo de 67.7% en el año 2009, que obedecen a los efectos de las compensaciones de valores, y al cambio en el orden de la prelación que sufrió HIDRONACIÓN para el pago de las distribuidoras, al ser considerada como empresa pública.

Debido a las nuevas regulaciones se cambian las condiciones de la generación de flujos futuros que ha sido fuertemente afectado y existe la posibilidad real de que ya no sea suficiente para que el flujo de caja disponible para el pago a los inversionistas cumpla sus obligaciones en tiempo y forma.

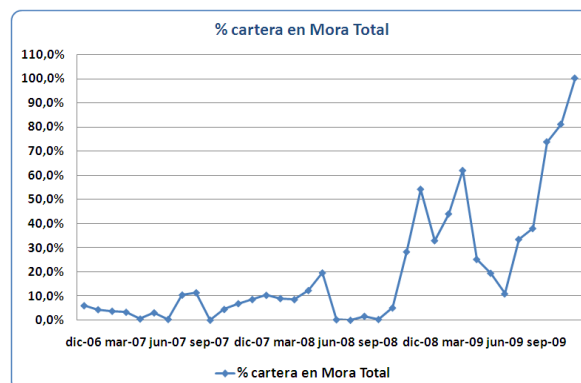
Ingresos por Recaudación: Reales y Projectados



En este gráfico se visualiza la tendencia analizada, los ingresos reales se reducen drásticamente en el año 2009 y son en la mayor parte del año menores a los proyectados.

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 significativamente, y se incrementa el plazo de recaudación situación que desmejora los flujos de ingresos previstos. Por lo que la morosidad real es mucho mayor que la esperada, y con una tendencia creciente.

Cartera en Mora:



La gestión de recuperación de la cartera está a cargo de HIDRONACION, misma que desde el finales del 2008 y especialmente en el año 2009 muestra un incremento fuerte en la morosidad, como se observa en el gráfico anterior.

Este comportamiento obedece a varios factores entre ellos al cambio contratación a contratos regulados que establecen los clientes a los que puede vender la energía como también al cambio en la forma de contratación a contratos regulados en los que ya no tienen garantías para el pago oportuno de la facturación, y además se debe al cambio de la naturaleza jurídica de HIDRONACIÓN que ahora es una empresa pública y como tal tiene una menor grado de prelación para el pago de sus ventas dentro del fideicomiso de las distribuidoras estatales que ahora son sus principales clientes.

Anteriormente, buena parte de su facturación (el mercado PPA) llegó a tener el 98% de recaudación. A Dic-09 la recaudación promedio del año es de 67.7% la morosidad de la facturación del período entre enero a Noviembre que es ya exigible a esa fecha es de 46.7% (la facturación de dic-09 se emite en ene-10).

Cartera en Mora por períodos:

Fecha	Cartera en Mora TOTAL	% cartera en Mora Total
2006 (4 meses)	287	2,9%
2.007	1.216	5,0%
2.008	6.285	16,1%
2009 (11 meses)	11.676	46,7%
Total	19.465	19,8%

Se debe mencionar sin embargo, que sin considerar el mes de Nov-09 que aún está dentro del plazo de recuperación, en el cual normalmente se pagan las cuentas del sector, la morosidad aún se mantiene en 43.5% y es mayor a la morosidad esperada de 30%.

El bajo porcentaje de recuperación ha incidido directamente en el crecimiento de la cartera por cobrar

del fideicomiso que se duplica en este año en relación con el año 2008, lo que afecta negativamente en la liquidez del fideicomiso y por tanto en la capacidad de pago a los inversionistas.

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 HIDRONACIÓN 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.

Como se observa en el cuadro del flujo de caja disponible para el pago a los inversionistas, el gasto de Operación y Mantenimiento de la CMLW se incrementó en 57.8% respecto del año 2008, quedando aún un saldo por pagar a CMLW por USD 3.555M, que no fue cancelado aún a Dic-09, gracias a lo cual se completó el flujo de reserva para el pago a los inversionistas que debía realizarse en ene-10. Si se considera este saldo el incremento respecto del 2008 sería de 102.5% debido a que en el año 2009 se cancela ya este valor de acuerdo con la consultoría de costos.

Análisis del Flujo disponible para el pago a los inversionistas:

En cuadro siguiente se presenta el resumen anual del flujo de caja del Fideicomiso, la recaudación o ingresos brutos, y los gastos o egresos según el orden de prelación, en donde en primer lugar están los gastos del originador el fideicomiso Baba, la reposición del fondo rotativo, y Gastos de Operación, mantenimiento y administrativos de la CMLW, luego de lo cual queda el Flujo Disponible para el pago a los inversionistas. Después del pago total del año a los inversionistas está establecida la restitución del flujo sobrante al originador el Fideicomiso del Proyecto Baba.

COBERTURA DE FLUJO DISPONIBLE PARA INVERSIONISTAS	2.007	2.008	2.009	% Inc. 2008	% Inc. 2009
Ingresos Brutos	25.106.161	34.047.166	18.382.855	35,6%	-46,0%
Egresos (Prelaciones):					
Fideicomiso Baba	150.000	150.000	125.000	0,0%	-16,7%
Fondo Rotativo	97.879	88.660	87.455	-9,4%	-1,4%
Otros Gastos (seguros y otros)	3.250.433	3.479.412	219.063	7,0%	-93,7%
Gastos O&M y Adm.	6.691.387	7.947.900	12.541.808	18,8%	57,8%
Total Egresos antes de Pago a Inversionistas	10.189.700	11.665.972	12.973.327	14,5%	11,2%
Gastos antes de Inversionistas / Ingr. Brutos	41%	34%	71%		
Ingreso Disponible Pago de Inversionistas	14.916.461	22.381.194	5.409.529	50,0%	-75,8%
Capital Pagado	4.241.117	4.682.080	5.168.561	10,4%	10,4%
Intereses Pagados	6.705.421	5.876.688	5.320.210	-12,4%	-9,5%
Total Pago a Inversionistas	10.946.539	10.558.768	10.488.771	-3,5%	-0,7%
Flujo disponible / Pagos Inversionistas	136,3%	212,0%	51,6%		
Flujo después de Pago Inversionistas	3.969.923	11.822.426	-5.079.243	197,8%	-143,0%
Retornos al originador	3.034.459	9.940.371	12.500	227,6%	-99,9%
Ingreso Disponible luego de restituciones	935.464	1.882.055	-5.091.743	101,2%	-370,5%
Inversiones de corto plazo	46.835.795	26.556.896	10.621.931	-43,3%	-60,0%
Vencimiento de Inversiones	46.803.274	26.095.062	15.708.417	-44,2%	-39,8%
Caja Final	1.149.442	2.569.664	2.564.408	123,6%	-0,2%

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 hasta el año 2008, el flujo disponible para el pago a los inversionistas representa el 136% en el 2007, y el 212% en el 2008. No obstante, en el año 2009 la disminución de los ingresos brutos es de -46% en relación con el año 2008 y si se compara con el 2007 la disminución es -26.8%, por lo que se advierte se realiza la reserva para el pago a los inversionistas en Ene-10, pero con un saldo pendiente de cuentas por pagar a HIDRONACIÓN por USD 3.555M.

A Dic-09 los egresos antes del flujo de caja disponible representan el 71% de los ingresos brutos, en el 2008 representaron el 34%. En las proyecciones originales la cobertura del flujo de caja disponible para el pago de los inversionistas era de 130%. (Ver cuadro de Cobertura Proyección Original en los Anexos del Informe)

En el año 2009, se advierte claramente el impacto de varios factores que inciden en la reducción de ingresos y al mismo tiempo en el incremento de los gastos que deben ser asumidos por el Fideicomiso, por lo que se advierte que para este año, el flujo de caja disponible, luego de cubrir los costos y gastos de operación mantenimiento ya administración de la CMLW, ya no es suficiente para el pago de las obligaciones a los inversionistas de acuerdo con las

prelaciones establecidas en el contrato del fideicomiso de titularización.

Estas condiciones actuales se mantendrán en los siguientes años ya que el cambio ocurrido es un cambio sectorial, no depende de la gestión de HIDRONACION.

Por esta razón el Comité de Vigilancia planteó la necesidad de actualizar las proyecciones del flujo futuro de fondos que ingresan al Fideicomiso. Este proceso está a cargo de PICAVAL que ha presentado ya su informe sobre una primera corrida financiera para el período que cubre el plazo de vigencia de la titularización, sin embargo, los resultados de esta estructuración no han tenido aún una respuesta de parte de HIDRONACION, ni de la actual accionista que es la Corporación Eléctrica del Ecuador EP.

En estas proyecciones se analizan algunas alternativas para devolver la capacidad de pago al flujo de fondos, y se han realizado algunas recomendaciones que deberían tomarse en consideración en la reforma necesaria del contrato del fideicomiso que aún está pendiente.

Se analizan en varios escenarios sensibilizando los principales parámetros que inciden en el flujo como son: la tarifa o precio de la energía, el factor de planta ya que se considera que varían las condiciones hidrológicas especialmente a partir del año 2013, los días de plazo para la recuperación de la facturación, se considera que el Gasto de O&M de CMLW se mantiene en los niveles estimados por la consultoría de PWHC hasta el año 2011, y en otro escenario los gastos proyectados por HIDRONACION, el porcentaje de recuperación de las cuentas por cobrar, además se incluye la devolución de un saldo correspondiente a las compensaciones realizadas con la aplicación del Mandato 15 por 11MM y la utilización y devolución parcial del fondo de reserva.

Además, se considera una posibilidad planteada por HIDRONACION, que sería la de incorporar al flujo de fondos los ingresos provenientes del incremento de la capacidad de producción derivada de terminación del Proyecto Baba, desde el año 2012. Este último escenario es el que mejor cobertura provee para el pago a los inversionistas.

Sin embargo, esperamos la decisión definitiva de las autoridades de la empresa para considerar el análisis de los flujos planteados.

Por lo tanto se mantiene una fuerte incertidumbre sobre la capacidad de pago a los inversionistas, ya que a pesar de los avances que se han concretado en el

proceso sectorial previo que fue necesario para poder llegar a la definición del nuevo escenario en el que se desarrollará el flujo de fondos y la misma reestructuración del contrato de titularización.

■ 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 Diciembre del 2009 es de USD 60.927M, de los cuales USD 35.940,8M de la Serie 1, y USD 24.986.4M de la Serie 2.

Luego del pago realizado el 4 enero del 2010 el saldo pendiente es de USD 59.6MM.

Garantías de la Titularización:

En cuanto a las Garantías de la Titularización, las dos que se constituyeron en efectivo, es decir la que corresponde al Fondo de Reserva de la Titularización (USD 6.078,8M) que está dentro del Fideicomiso de Titularización y la Garantía de Riesgo Hidrológico (USD 6.999M) que está en el Fideicomiso Multipropósito Baba, se mantienen en iguales condiciones que las analizadas en los períodos anteriores y podrían ser ejecutadas de ocurrir las condiciones previstas para ello.

La tercera garantía que constituía la garantía de CEDEGE, luego de la desaparición de CEDEGE por la fusión por absorción a la Secretaría Nacional del

Agua, decretada el 23 de Septiembre del 2009, las obligaciones, contratos y convenios firmados por CEDEGE fueron asumidos por la Secretaría Nacional del Agua.

Posteriormente, en enero del 2010 se crea la Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC EP, con la transferencia de activos y pasivos de CELEC S.A. y de HIDRONACION. Por lo que según la ley esta obligación es asumida por la CELEC EP, sin embargo, esta garantía permite cubrir un riesgo de pérdida pero no una garantía de cumplimiento en tiempo y forma de las obligaciones a los obligacionistas en los términos pactados inicialmente.

Además, se espera la decisión de varios Ministerios sobre la situación definitiva que se asumirá sobre la continuación o no del Fideicomiso de Titularización.

Evolución de los Flujos de Recursos y Capacidad de Pago:

Los ingresos provenientes de la facturación que ingresaron en el año 2009 no fueron suficientes para el pago de las preliquidaciones que obligadamente tiene que asumir el fideicomiso, por lo que se tuvo que dejar un saldo pendiente de pago a HIDRONACION para poder mantener la reserva para el pago a los inversionistas en el mes de ene-2010, que fue adecuadamente cubierto, si no se concreta la devolución de los valores compensados por la aplicación inadecuada del artículo 6 del Mandado 15 y por las reliquidaciones realizadas por el Ministerio de Finanzas, desde el 1 de julio del 2008 hasta el 31 de marzo del 2009, el fideicomiso deberá utilizar ya el fondo de reserva de la titularización para cubrir el pago a los inversionistas.

El Fondo de Reserva de la titularización cubre el pago de dos cuotas trimestrales de capital e intereses de los flujos, con lo cual en el corto plazo estaría asegurado el cumplimiento oportuno de las obligaciones con los inversionistas, pero existe el peligro de que si no se tiene el flujo de fondos para la CMLW se ponga en peligro la operación de la misma.

Además, es urgente que CELEC EP dé prioridad a la definición de las condiciones en que se cumplirán las obligaciones con los inversionistas del fideicomiso, ya que en el Decreto N° 220 del 14 de enero del 2010, de creación de CELEC EP se establece que ésta subroga los pasivos y obligaciones de HIDRONACION S.A.

Estimamos que al no estar aún aprobados el estatuto orgánico no los reglamentos internos para su operación, y haber desaparecido HIDRONACION S.A. existe una alta incertidumbre de que provean los

fondos necesarios para cumplir el pago a los inversionistas en tiempo y forma acordados en el contrato original de la titularización.

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 Dic-09 el total de sus activos alcanza a USD 3.117M, con un Patrimonio Total de USD 2.798M y su capital social es de USD 2.275M. Las utilidades generadas Dic-09 USD 197M representan alrededor del 6.32% de los activos y 7.04% 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	AUDITADO	Directo	Directo
(\$ MILES)	dic-06	dic-07	dic-08	jun-09	dic-09
BALANCE GENERAL					
Total Activo Corriente	14.824	16.013	20.301	26.850	28.214
Fondos Disponibles	169	1.068	2.492	808	2.486
Inversiones temporales	10.876	10.913	11.228	8.807	6.212
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	3.700	4.016	6.398	17.047	19.364
Otras cuentas por cobrar (sin costo)	78	-	157	159	122
Otras	78	-	157	159	122
Anticipos a Proveedores	-	-	-	-	-
Gastos pagados por anticipado	1	16	26	28	30
Total Activo No Corriente	69.333	63.108	54.837	45.102	43.777
Otros activos no corrientes DERECHOS DE COBRO (afecta al flujo oper)	69.333	63.108	54.837	45.102	43.777
ACTIVOS TOTALES	84.157	79.121	75.139	71.952	71.992
(\$ MILES)	dic-06	dic-07	dic-08	jun-09	dic-09
Total Pasivo Corriente	7.170	6.785	8.052	4.866	10.612
Obiligaciones Financieras corto plazo (A+B)	4.238	4.682	5.169	2.648	5.707
Porción corriente deuda largo plazo con instituciones financieras	-	-	-	-	-
Porción corriente deuda largo plazo con mercado de valores	4.238	4.682	5.169	2.648	5.707
Porción corriente deuda comercial financiera de largo plazo	-	-	-	-	-
Porción corriente deuda financiera de largo plazo con terceros, relacionado	-	-	-	-	-
Total porción corriente de deuda financiera a largo plazo (A)	4.238	4.682	5.169	2.648	5.707
Proveedores (no generan gasto financiero)	991	528	1.530	929	3.656
Comerciales	-	-	-	-	-
Relacionadas Comerciales (Constit.: Baba, Hidronación y Fond. Rot)	991	528	1.530	929	3.656
Anticipos de Clientes	232	-	-	-	-
Ingresos percibidos por adelantando	-	-	-	-	-
Gastos acumulados por Pagar	1.709	1.575	1.353	1.288	1.249
Beneficios Sociales	-	-	-	-	-
Intereses por Pagar	1.693	1.575	1.353	1.288	1.249
Otras	16	-	-	-	-
Pasivo de Largo Plazo	70.732	66.096	60.927	60.927	55.221
Deuda financiera de largo plazo	70.732	66.096	60.927	60.927	55.221
Deuda Instituciones financieras largo plazo	-	-	-	-	-
Deuda Mercado de Valores largo plazo	70.732	66.096	60.927	60.927	55.221
PASIVOS TOTALES	77.902	72.881	68.979	65.793	65.833
Total Patrimonio Accionistas	6.255,0	6.239	6.159	6.159	6.159
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	84.157,0	79.121	75.138	71.952	71.992

					%	%
Fecha	Facturación Proyectada Total	FACTURACION REAL FIDEICOMISO	INGRESOS PROYECTADO S	RECAUDACION REAL	Facturación Real / Proy.	Recaudación Real /Proy.
ago-06		2.461				
sep-06	2.131	2.292	1.491	323	107,6%	21,7%
oct-06	2.179	2.576	1.525	1.745	118,2%	114,4%
nov-06	3.204	2.527	2.243	1.958	78,9%	87,3%
dic-06	3.578	2.659	2.504	1.821	74,3%	72,7%
ene-07	4.076	2.528	2.853	2.813	62,0%	98,6%
feb-07	3.485	2.013	2.440	2.027	57,7%	83,1%
mar-07	2.689	2.060	1.882	3.103	76,6%	164,9%
abr-07	1.995	1.556	1.396	1.436	78,0%	102,8%
may-07	2.005	1.843	1.404	1.891	91,9%	134,8%
jun-07	2.156	1.862	1.509	2.019	86,3%	133,8%
jul-07	2.172	2.063	1.520	1.617	95,0%	106,3%
ago-07	2.167	2.052	1.517	2.051	94,7%	135,2%
sep-07	2.131	1.854	1.491	1.673	87,0%	112,1%
oct-07	2.179	2.146	1.525	1.744	98,5%	114,4%
nov-07	3.204	1.924	2.243	2.069	60,0%	92,3%
dic-07	3.578	2.448	2.504	1.496	68,4%	59,7%
ene-08	4.076	2.282	2.853	2.662	56,0%	93,3%
feb-08	3.485	2.835	2.440	1.321	81,3%	54,2%
mar-08	2.689	5.204	1.882	2.252	193,5%	119,7%
abr-08	1.995	4.108	1.396	2.567	205,9%	183,8%
may-08	2.005	3.505	1.404	4.371	174,8%	311,4%
jun-08	2.156	2.332	1.509	4.294	108,1%	284,5%
jul-08	2.172	2.475	1.520	2.981	114,0%	196,1%
ago-08	2.167	2.738	1.517	2.097	126,4%	138,2%
sep-08	2.131	2.410	1.491	2.874	113,1%	192,7%
oct-08	2.179	2.433	1.525	1.970	111,7%	129,2%
nov-08	3.204	2.940	2.243	2.177	91,8%	97,1%
dic-08	3.578	5.813	2.504	3.322	162,5%	132,7%
ene-09	4.076	3.332	2.853	738	81,7%	25,9%
feb-09	3.485	2.890	2.440	1.243	82,9%	51,0%
mar-09	2.689	4.269	1.882	2.372	158,8%	126,0%
abr-09	1.995	1.929	1.396	2.233	96,7%	159,9%
may-09	2.005	1.856	1.404	1.085	92,5%	77,3%
jun-09	2.156	1.923	1.509	1.587	89,2%	105,1%
jul-09	2.172	1.949	1.520	1.825	89,8%	120,1%
ago-09	2.167	1.574	1.517	1.332	72,6%	87,8%
sep-09	2.131	2.288	1.491	1.925	107,4%	129,1%
oct-09	2.179	1.554	1.525	2.364	71,3%	155,0%
nov-09	3.204	1.422	2.243	223	44,4%	9,9%
dic-09			2.504	623		24,9%
Total del periodo Sep-06 a Nov-09	103.023	98.464	72.116	79.603	95,6%	110,4%
Fecha	Facturación Proyectada	FACTURACION REAL	INGRESOS PROYECT.	RECAUDACION REAL	% Cobro Proy.	% Cobro Real
2006 (4 meses)	11.091	10.054	7.764	5.847	70,0%	58,2%
2.007	31.837	24.347	22.286	23.939	70,0%	98,3%
2.008	31.837	39.075	22.286	32.889	70,0%	84,2%
2009 (11 meses)	28.259	24.987	19.781	16.927	70,0%	67,7%
Total	103.023	98.464	72.116	79.603	70,0%	80,8%

Flujo disponible para el pago a los inversionistas en proyecciones originales:

COBERTURA PROYECTADA DE FLUJO DISPONIBLE PARA INVERSIONISTAS	2.007	2.008	2.009	% Real / Proy. 2008	% Real / Proy. 2009
Ingresos Brutos	22.285.604	22.285.604	22.285.604	152,8%	82,5%
Egresos (Prelaciones):					
Fideicomiso Baba	150.000	150.000	150.000		
Gastos del Fideicomiso de Titularización	180.000	180.000	180.000		
Otros Gastos (seguros y otros)					
Gastos O&M y Adm.	5.700.000	5.700.000	5.700.000	139,4%	220,0%
Total Egresos antes de Pago a Inversionistas	6.030.000	6.030.000	6.030.000	193,5%	215,1%
Gastos antes de Inversionistas / Ingr. Brutos	27%	27%	27%		
Ingreso Disponible Pago de Inversionistas	16.255.604	16.255.604	16.255.604	137,7%	33,3%
Capital Pagado					
Intereses Pagados					
Total Pago a Inversionistas	12.500.000	12.500.000	12.500.000		
Flujo disponible / Pagos Inversionistas	130,0%	130,0%	130,0%		
Flujo después de Pago Inversionistas	3.755.604	3.755.604	3.755.604		
Retornos al originador					
Ingreso Disponible luego de restituciones					
Inversiones de corto plazo					
Vencimiento de Inversiones					
Caja Final					

Flujo Disponible para el pago a los inversionistas: Histórico

	2.007	2.008	2.009	% Inc. 2008	% Inc. 2009
FUENTES DE FONDO					
CAJA INICIAL	246.498	1.149.442	2.569.664	366%	123,6%
VENTA DE TITULOS	48.915	-	-	-100,0%	
CAPITAL RECUPERADO	-	-	-		
INTERES COBRADO DE CARTERA	-	-	-		
UTILIDAD EN VENTA DE ACTIVOS	-	-	-		
APORTE PATRIMONIAL	-	-	-		
OTROS INTERESES COBRADOS NETOS	-	-	-		
INTERESES COBRADOS POR CTA CTE	6.212	18.241	6.995	193,7%	-61,7%
INTERESES COBRADOS POR FONDO ROTA	3.214	2.498	2.418	-22,3%	-3,2%
INTERESES COBRADOS DE INVERSIONES	468.961	772.617	553.928	64,8%	-28,3%
COBRO DE OTRAS CUENTAS DEL ACTIVO(FAC)	23.939.363	32.889.347	17.549.625	37,4%	-46,6%
INGRESO POR REPOSICION FDO. ROTATIVO	97.879	88.660	22.528	-9,4%	-74,6%
INVERSIONES COBRADAS (CAPITAL)	46.803.274	26.095.062	15.708.417	-44,2%	-39,8%
OTROS	590.533	275.803	247.361	-53,3%	-10,3%
TOTAL INGRESOS	72.204.849	61.291.670	36.660.937	-15,1%	-40,2%
USO DE LOS FONDOS					
COMPRA DE CARTERA	-	-	-		
REPOSICION (COMPRA) DE CARTERA	-	-	-		
INTERESES PAGADOS	-	-	-		
CAPITAL PAGADO DE TITULOS	4.241.117	4.682.080	5.168.561	10,4%	10,4%
INTERESES PAGADOS	6.705.421	5.876.688	5.320.210	-12,4%	-9,5%
COMISIONES PAGADAS	19.890	19.800	19.800	-0,5%	0,0%
HONORARIOS PAGADOS	30.645	-	9.451	-100,0%	
SERVICIOS VARIOS CONTRIBUCIONES	19.104	1.100	-	-94,2%	-100,0%
OTROS	3.180.794	3.458.512	189.812	8,7%	-94,5%
BENEFICIARIOS (FPMB, HIDRONACION, REPO)	9.973.725	18.126.931	12.766.764	81,7%	-29,6%
REPOSICION POR VENTA TITULARIZACION	48.915	-	-	-100,0%	
COMPRA DE INVERSION	46.835.795	26.556.896	10.621.931	-43,3%	-60,0%
VARIACION CUENTAS POR PAGAR	-	-	-		
VARIACION CUENTAS POR COBRAR	-	-	-		
TOTAL EGRESOS	71.055.407	58.722.006	34.096.529	-17,4%	-41,9%
SALDO FINAL DE CAJA (2)	1.149.442	2.569.664	2.564.408	123,6%	-0,2%
DETALLE DE BENEFICIARIOS DE PRELACIONES					
FID. MULTIPROPOSITO BABA	3.184.459	10.090.371	137.500	216,9%	-98,6%
HIDRONACION	6.691.387	7.947.900	12.541.808	18,8%	57,8%
REPOSICION DE FDO. ROTATIVO	97.879	88.660	87.455	-9,4%	-1,4%
TOTAL	9.973.725	18.126.931	12.766.764	81,7%	-29,6%