

Distribuidora de Electricidad DELSUR, S.A. de C.V.

Comité No 73/2019

Informe con Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2018

Fecha de comité: 12 de abril de 2019

Periodicidad de actualización: Semestral

Sector Eléctrico El Salvador

Equipo de Análisis

Albert Espinal
jespinal@ratingspcr.com

Isaura Merino
imerino@ratingspcr.com

(503) 2266-9471

HISTORIAL DE CALIFICACIONES

Fecha de información	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18	dic-18
Fecha de comité	24/04/2015	11/03/2016	26/04/2017	16/04/2018	18/10/2018	12/04/2019
Fortaleza Financiera	EAA	EAA	EAA	EAA	EAA	EAA+
Emisión de Certificados de Inversión (CIDELSUR 1)	AA	AA	AA	AA	AA	AA+
Perspectivas	Estable	Estable	Estable	Estable	Positiva	Estable

Significado de la clasificación¹

Categoría EAA: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con una muy alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece y en la economía. Los factores de protección son fuertes, el riesgo es modesto.

Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Esta categorización puede ser complementada mediante los signos (+/-) para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo "-" indica un nivel mayor de riesgo.

"La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales, sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos".

"La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá una sugerencia o recomendación para invertir, ¿ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del Consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención, y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes".

Racionalidad

En Comité Ordinario de Clasificación de Riesgo, PCR aumentó la clasificación de "EAA" con perspectiva 'Positiva' a "EAA+" con perspectiva 'Estable' a la Fortaleza Financiera de Distribuidora de Electricidad DELSUR, S.A. de C.V. y de "AA" con perspectiva 'Positiva' a "AA+" con perspectiva 'Estable' a la Emisión de Certificados de Inversión (CIDELSUR 1).

La clasificación de DELSUR se fundamenta en la alta capacidad de pago como resultado de la suficiente generación de flujos consecuente del monopolio natural en el que opera, permitiéndole mantener sus niveles de rentabilidad y las inversiones para mejorar la calidad del servicio, aumentar la capacidad de distribución y adoptar nuevas tecnologías de información que aseguran la continuidad de las operaciones en el largo plazo. Asimismo, considera el respaldo financiero y el aporte de conocimiento del grupo "Empresas Públicas de Medellín".

Perspectiva

Estable.

Resumen ejecutivo

- Generación de flujos de efectivo y programa de inversión en activos fijos.** La generación de efectivo es soportada por las actividades de operación y por el monopolio natural en el que opera, siendo suficientes para cubrir con el programa de inversión que mantiene la Distribuidora, anualmente se destina un alto porcentaje de su presupuesto aumento en la capacidad de distribución y en el mejoramiento de la calidad del servicio.

¹ Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TÉCNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

- **Mayores ingresos operativos y rentabilidad estable.** A diciembre de 2018, la variación positiva en el precio promedio de venta generó un aumento en los ingresos de energía servida del 9.5%, pero parcialmente contrarrestado por la variación de los costos totales de 10.9% derivado del aumento en el precio de compra. Asimismo, los gastos financieros disminuyeron en 11%, lo que favoreció a mantener los niveles de rentabilidad estables.
- **Niveles adecuados de cobertura.** A diciembre de 2018, la EBITDA presentó una mejora de 15.2% respecto a diciembre de 2017, como resultado del aumento en el ingreso y la disminución en los costos de operación. Por su parte, la relación entre deuda y EBITDA pasó de 2.05 en el 2017 a 1.65 en el 2018 derivado de la amortización de la deuda, asimismo la relación entre EBITDA y los gastos financieros pasó de 7.81 veces en el 2017 a 10.11 veces en el 2018.
- **Condiciones de mercado y respaldo del grupo económico.** Dado a la naturaleza del negocio, DELSUR está expuesto a ciertas condiciones del mercado, específicamente al establecimiento de los precios y el subsidio dado por el gobierno a los consumos de clientes menores o iguales a 99 kWh. No obstante, la distribuidora forma parte de Empresas Públicas de Medellín (EPM), una multinacional conformada por 46 Compañías que brinda el respaldo financiero y la experiencia en los servicios de energía eléctrica, gas por red, acueducto y alcantarillado.

Metodologías utilizadas

La opinión contenida en el informe se basó en la aplicación de la metodología para calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores (El Salvador), vigente del Manual de Calificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 10 de noviembre de 2017.

Hechos de Importancia

- En el 2018, DELSUR invierte en seguridad e innovación al instalar en las redes un cable protegido, que permite no sólo conducir altos niveles de tensión y corriente, sino que además cuenta con una cubierta que lo protege de contactos externos, como suele ocurrir con ramas de árboles, aves o animales que trepan por los postes. Este sistema consiste en cables protegidos, sostenidos por una combinación conductor neutro muy resistente y con una separación mínima entre ellos. La combinación de estos elementos permite que los cables puedan colocarse muy cerca uno del otro sin generar ninguna falla. De igual manera, los Cables Aéreos con Espaciadores (SCAE) se usan para resolver problemas de confiabilidad, espacio, estética o costos en comparación con otras construcciones de líneas.
- A mayo de 2018, el Gobierno de El Salvador en conjunto con la Distribuidora de Electricidad DELSUR, dieron a conocer el proceso de licitación para la generación de 28 megavatios de energía renovable no convencional para la generación de energía solar fotovoltaica y biogás. Los objetivos de esta licitación es fomentar el uso de las energías renovables mediante el incentivo de nuevas inversiones en plantas de generación de pequeña escala que no tienen participación en el mercado mayorista.
- El 1 de abril de 2017 la planta fotovoltaica "Antares" de 60 MW propiedad de la empresa Providencia Solar inició operación comercial, cumpliendo con la fecha previamente establecida. Dicha planta respalda el suministro de uno de los contratos adjudicados en el proceso de licitación DELSUR-CLP-RNV-001-2013.
- A octubre de 2016, DELSUR recibió 29 ofertas correspondientes al proceso de licitación DELSUR-CLP-RNV-001-2016 por un total de 170 MW y su energía asociada destinada a proyectos nuevos eólicos y fotovoltaicos para un periodo de 20 años. A la distribuidora, le corresponde un porcentaje de participación de 26.96% de la potencia licitada. Posterior a la evaluación de los documentos técnicos y financieros, en el mes de diciembre la Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones (SIGET) aprobó la calificación de 28 ofertas para avanzar a la siguiente etapa de Apertura de Ofertas Económicas que se desarrolló en el mes de enero de 2017, el proceso finalizará en 2017.
- En el mes de junio de 2016, se realizó la convocatoria para la adjudicación del bloque reservado de 1MW de la licitación CAESS-CLP-RNV-001-2015 para Usuarios Auto Productores Renovables. El porcentaje de potencia asignada a DELSUR es de 256.9 kW cuyo suministro será por un plazo de 15 años.
- El 27 de abril del 2015 se hizo el llamado a licitación pública internacional No. CAESS-CLP-001-2015 para el suministro de 270 MW de potencia y su energía asociada para un plazo de 24 meses en el bloque 1 y 15 meses en el bloque 2.
- El 3 de junio de 2015, Empresas Públicas de Medellín (EPM), incrementó su portafolio de inversión superando los US\$1,500 millones, a través de la compra de la chilena Aguas de Antofagasta (Adasa) por US\$ 965 millones y que entra a fortalecer la operación que tiene el conglomerado en el negocio de agua en Colombia y México. Además de contar con presencia en los mercados de El Salvador, Guatemala y Panamá.

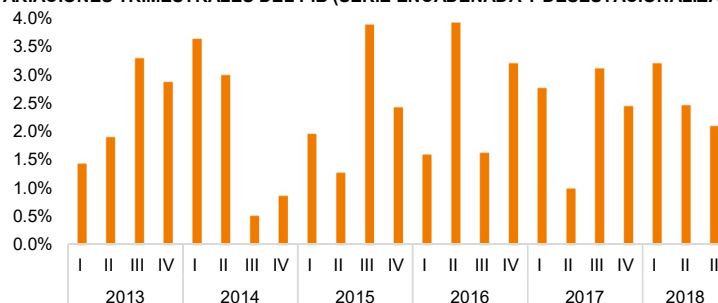
Entorno Económico

El Producto Interno del país reflejó a septiembre de 2018 (última información disponible) una variación acumulada de 2.6% levemente superior que la variación interanual reflejada a septiembre de 2017 (2.3%). Este ligero aumento, fue resultado de la evolución positiva del consumo final y de las exportaciones, aunque ligeramente contrarrestadas por

la disminución de la formación bruta de capital y del incremento de las importaciones. En ese sentido, los sectores de mayor variación fueron: construcción (6.9%), explotación de minas y canteras (6.2%), y actividades de servicios administrativos y de apoyo (5%). Por su parte, los suministros de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado variaron interanualmente a septiembre de 2017 en -4.5% y a septiembre de 2018 en -1%.

En un contexto donde los sectores más representativos de la economía fueron: industrias manufactureras con el 15.6% del PIB; comercio, reparación de vehículos automotores y motocicletas 12.7%; actividades inmobiliarias 7.3%; y administración pública y defensa, planes de seguridad social y afiliación obligatoria 6.6%. En cuanto a los suministros de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado, representaron el 2.5% de la economía salvadoreña.

VARIACIONES TRIMESTRALES DEL PIB (SERIE ENCADENADA Y DESESTACIONALIZADA)



Fuente: BCR / Elaboración: PCR

Composición del Sector Eléctrico de El Salvador

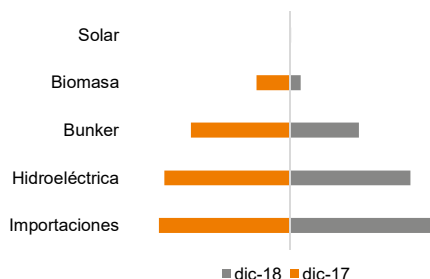
Matriz Energética

En el país, la matriz energética está distribuida en hidroeléctrica, geotérmica, térmica, importaciones y fotovoltaica. La hidroeléctrica, geotérmica y fotovoltaica consideradas fuentes renovables, obtienen en conjunto al cierre del 2018 una representación del 49.3% de la energía suministrada a la demanda del Mercado Mayorista de Energía (MME), en cambio, la térmica representó el 21.7% y las importaciones el 29%.

Excluyendo las importaciones, las fuentes hidroeléctricas mantienen la mayor participación dentro de la matriz energética con el 24.5% a diciembre de 2018, pero reflejaron una disminución interanual de 4.4%; como producto de las condiciones climáticas que tuvieron pronósticos de lluvia por debajo de lo normal y por el fenómeno del polvo del Sahara que trajeron escasez de lluvia por varias semanas.

En cambio, las fuentes derivadas del petróleo presentaron una importante disminución en la participación dentro de la matriz energética al pasar de 26% en diciembre de 2017 a 21.7% en diciembre de 2018. Asimismo, mostraron una disminución interanual de 19.7% en la demanda acumulada, derivado de los incentivos fiscales otorgados por el gobierno para la diversificación de la matriz energética, específicamente al estímulo dado a los proyectos relacionados con energías renovables.

INYECCIÓN MERCADO MAYORISTA DE ENERGÍA



INYECCIÓN DE ENERGÍA A LA DEMANDA %

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Hidroeléctrica	28.2%	21.4%	19.8%	25.5%	25.2%
Geotérmica	23.8%	22.7%	23.1%	23.0%	23.5%
Térmica	43.5%	43.4%	43.3%	26.9%	22.4%
Diésel	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%
Bunker	39.6%	38.0%	37.1%	20.1%	14.4%
Biomasa	0.0%	5.5%	6.2%	6.8%	2.2%
Importaciones	9.7%	18.9%	19.7%	26.5%	29.9%
Total inyecciones MME	105.2%	106.4%	105.8%	103.4%	103.1%
Exportaciones	3.4%	4.5%	4.0%	1.5%	1.2%
Pérdida de transmisión	1.8%	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%
Demanda MME	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Fuente: CNE y UT, S.A. / Elaboración: PCR

Precios

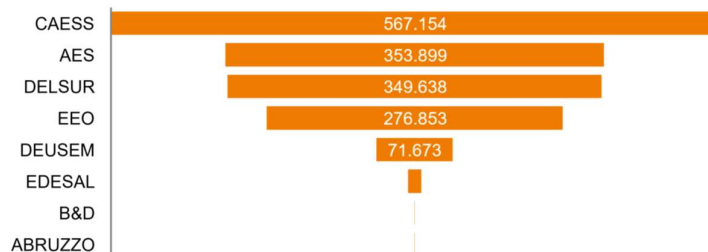
Para mantener el control sobre el precio de la energía, el Gobierno de El Salvador estableció un pliego tarifario, el cual se valida cada tres meses con relación al costo de energía y cada cinco años con relación al costo de comercialización y distribución. A partir de diciembre de 2011, el precio de la energía ha ido disminuyendo de acuerdo con la implementación del nuevo modelo basado en costos de producción y los contratos de largo plazo, lo que permitió ubicarse por debajo de los US\$ 100 MWh.

No obstante, dicha tendencia se ha visto afectada en los últimos dos años, evidenciando un aumento interanual en diciembre de 2017 y 2018. En esta línea, el precio promedio en el Mercado Regular del Sistema (MRS) se ubicó en US\$ 112.9 MWh, reflejando una variación del 23.4% respecto con diciembre de 2017 (US\$ 91.5 MWh), derivado de los períodos de sequía y las variaciones en los precios del combustible. Sin embargo, para mitigar variaciones extremas, las distribuidoras compraron la energía por medio de contratos a largo plazo, lo que garantiza una estabilización en los precios.

Distribuidores

A junio de 2018, última información disponible a la fecha del análisis, se encontraron operando siete principales compañías distribuidoras eléctricas de capital privado. Cada una opera en un marco geográfico no concesionado, aunque delimitado por zonas. En este sentido, la Compañía de Alumbrado Eléctrico de San Salvador S.A. de C.V. (CAESS) representa el 35.07% del total de clientes del país concentradas en las zonas de Chalatenango, Cuscatlán, Cabañas y la Zona Norte de San Salvador, seguida por AES CLESA & Cía. S. en C. de C.V. con el 21.68% y Distribuidora de Electricidad del Sur S.A. de C.V. con el 21.42%, juntas representaron el 77.83% de los clientes del país.

PARTICIPACIÓN DE DISTRIBUIDORAS POR NÚMERO DE CLIENTES



Fuente: SIGET / Elaboración: PCR

Perspectiva del sector

Derivada de la transformación estructural en el que se encuentra el sector, que incluye la incorporación de nuevos proyectos energéticos con altos niveles de inversión, se espera que el sector continúe su marcha por la senda del cuidado del medio ambiente a través de la generación de energía limpia. En este contexto, se espera que la exposición a las variaciones del precio del combustible disminuya y de esta forma se logren minimizar los costos de generación y aumenten los rendimientos financieros. Asimismo, para el 2019 se espera un comportamiento estable, aunque en el corto plazo, el sector continuará dependiendo de las condiciones del mercado internacional y climáticas.

Resumen de la emisión e instrumento clasificado

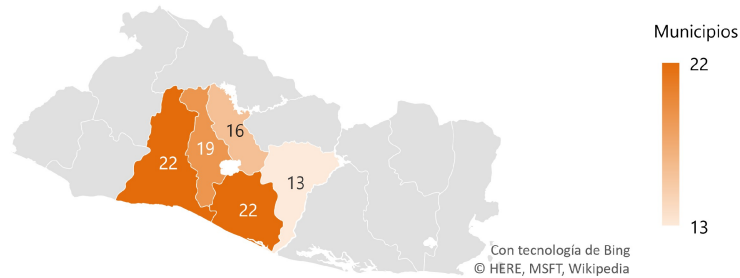
DETALLE DE LA EMISIÓN	
TRAMO 1	17/08/2010 – 17/08/2020
 CIDELSUR1 21 millones de dólares estadounidenses	 Tasa de interés vigente: 5.77625%
Capital al Vencimiento Intereses Trimestrales	Tasa de interés: LIBOR 6M Tasa Piso 5% - Tasa Techo 8%
RESUMEN DE LA EMISIÓN	
Clase de Valor: Certificados de Inversión, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, a colocar por DELSUR, S.A. DE C.V.	Monto máximo de la emisión: 30 millones de dólares estadounidenses
Los fondos que se obtuvieron por la negociación de esta emisión fueron invertidos por DISTRIBUIDORA DE ELECTRICIDAD DEL SUR, S.A. de C.V., para el financiamiento de capital de trabajo para operaciones de corto y mediano plazo y propósitos corporativos generales.	La emisión no posee garantía específica. Interés Moratorio por pago a capital 5% anual

Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

Reseña

Distribuidora de Electricidad DELSUR, S.A. de C.V., fue constituida bajo las leyes y jurisdicción de El Salvador como sociedad anónima de capital variable el 16 de noviembre de 1995; su principal actividad es la compra y distribución de energía eléctrica en los 76 municipios ubicados en la zona centro-sur de El Salvador, específicamente en los departamentos La Libertad, La Paz, San Vicente, San Salvador y Cuscatlán conservando una extensión de cobertura de 5,703 kilómetros cuadrados.

COBERTURA MUNICIPAL



Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

A partir del 2011, DELSUR formó parte del Grupo EPM, con sede en Medellín, Colombia. En ese mismo año, la empresa Innova Tecnología y Negocios, S.A. de C.V., compañía subsidiaria de DELSUR comenzó a operar en la construcción de obras de electrificación, comercialización y financiamiento de productos para el hogar, tales como: electrodomésticos, computadoras, equipos de aire acondicionado, muebles, entre otros; que son ofrecidos a los clientes que cuentan con el contrato de suministro de energía con la distribuidora.

Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social

Considerando el detalle de los aspectos registrados en la encuesta Environmental, Social & Governance Assessment (ESG) del informe elaborado al cierre del primer semestre del junio 2017, se estableció que DELSUR posee un nivel de desempeño bueno (categoría GC3 en una escala de seis niveles, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima) respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.

La estructura organizacional de la Distribuidora tiene como órgano superior a la Asamblea de Accionistas, que, al cierre del 2018, compusieron un capital social suscrito y pagado de US\$12,282,292.00, que fueron representadas en 3,070,573 acciones comunes con un valor nominal de US\$4.00 cada una.

CUADRO ACCIONARIO

Nombre Accionista	Cantidad de acciones	%
EPM Latam S.A.	2,653,207	86.41%
Accionistas minoritarios	417,366	13.59%
Total de acciones	3,070,573	100.00%

Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

En la Junta General de Accionistas efectuada el 16 de marzo de 2018, se modificó la composición de los miembros de la Junta Directiva, quienes fungirán en sus cargos hasta el 16 de marzo de 2020. Asimismo, PCR considera que DELSUR cuenta con una nómina gerencial calificada, cuyos integrantes poseen una amplia experiencia y adecuada formación.

JUNTA DIRECTIVA

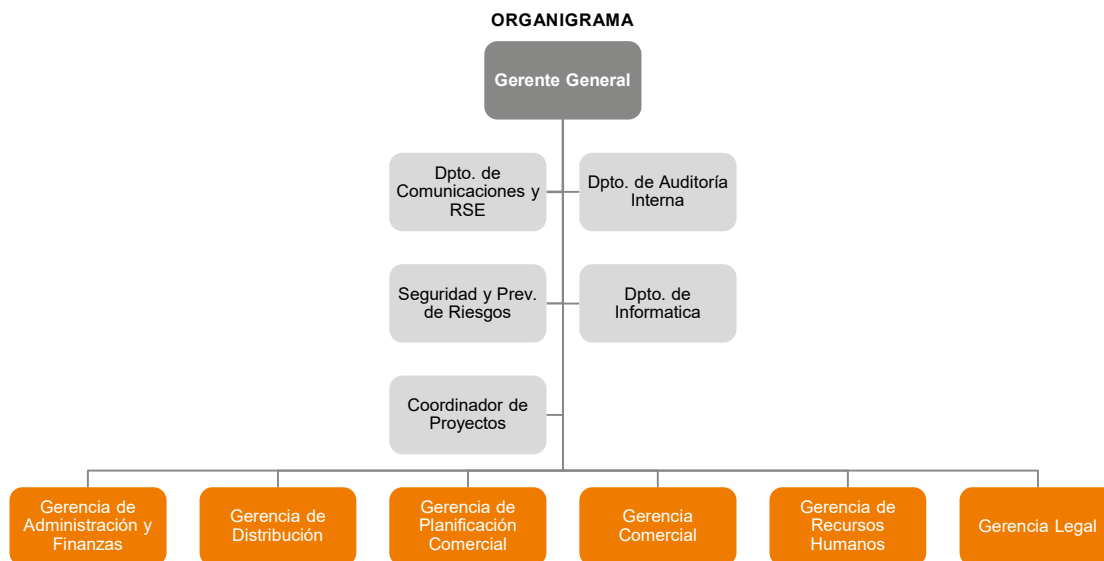
Cargo	Director
Directores Propietarios Vigentes	
Presidente	Inés Helena Vélez Pérez
Vicepresidente	Louis Eric Casamiquela Rodríguez
Secretario	Carlos Mario Tobón Osorio
Directores Suplentes	
Primer Director Suplente	Diego Humberto Montoya Mesa
Segundo Director Suplente	José Enrique Salazar Velásquez

NÓMINA GERENCIAL

Cargo	Nombre
Gerente General	Roberto Miguel González Flores
Gerente de Administración y Finanzas	María Cecilia Meléndez de Santamaría
Gerente de Planificación Comercial	Sandra Ingrid Chávez de Mendoza
Gerente de Recursos Humanos	Herbert Augusto Torres
Gerente Comercial	Katty Odili Lemus de Vásquez
Gerente Legal	Claudia María Tomasino de Crespo
Gerente de Distribución	Víctor Manuel Zaldaña Carrillo

Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

Al 31 de diciembre de 2018, la empresa operó con 314 colaboradores, los que compusieron la estructura operativa de DELSUR sobre la base de una Gerencia General y las Gerencias de Administración y Finanzas, Planificación Comercial, Recursos Humanos, Distribución y Legal.



Asimismo, PCR determinó que DELSUR cuenta con una adecuada administración del riesgo, dado que conserva sus cimientos administrativos en los principios del Código de Gobierno Corporativo del Grupo EPM, donde se muestran todos los manuales, procedimientos y políticas de operación. Asimismo, la gestión de riesgos y toma de decisiones están a cargo de la alta Gerencia, quien se apoya en los comités de gerencia, emergencia, higiene y seguridad industrial, auditoría interna y compras.

Por otra parte, como producto del análisis efectuado a la ESG del informe elaborado al cierre del primer semestre de 2017, se estableció que DELSUR posee un nivel de desempeño óptimo (Categoría RSE2, donde RSE1 es la categoría máxima y RSE6 es la mínima), respecto a sus prácticas de Responsabilidad Social Empresarial.

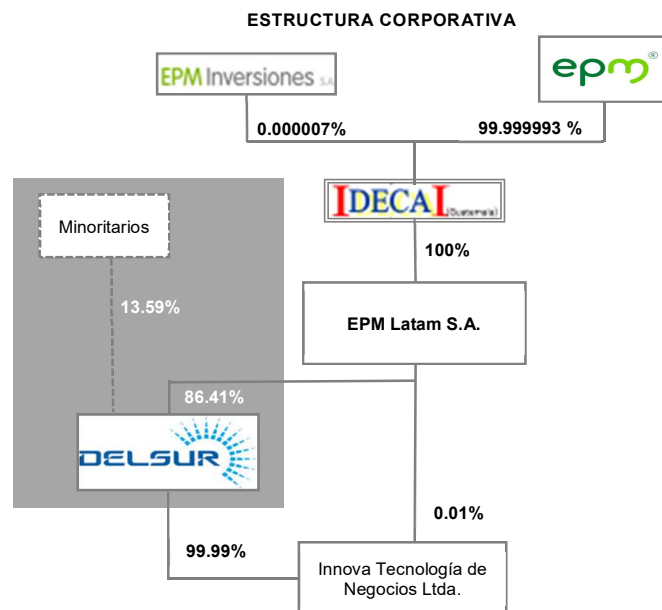
En este sentido, la empresa identificó a sus grupos de interés por medio de un proceso formal efectuado en febrero de 2011, las estrategias de identificación han sido con clientes (Incremento en la calidad y satisfacción del servicio), comunidad (Proyectos de desarrollo sostenible y empleabilidad), medio ambiente (Fomento a las energías limpias, reutilización de materiales y control de desechos), proveedores (Procesos transparentes), competidores (Competencia justa y transparente) y empleados (Beneficios superiores a los de ley, desarrollo profesional).

Adicionalmente, la distribuidora promueve parcialmente el reciclaje y realiza acciones puntuales como: reutilización de hilo de cobre de medidores, programas "Tejiendo Esperanzas" y "Olas de Esperanza", reutilización de vidrio de medidores para elaboración de terrarios, reutilización de carretes de madera para elaboración de macetas, o mesas en áreas comunitarias, reutilización de herrajes para elaboración de artículos, muebles y artesanías. Asimismo, instruye el consumo racional del agua, mediante un instructivo para evitar el desperdicio, así como fomentar el ahorro basándose en tecnología austera en los sanitarios, lavamanos y similares. Cuenta con mediciones de consumo doméstico con un indicador de Mts3 por empleado.

Con relación al clima laboral, promueve la igualdad de oportunidades para trabajadores, cuenta con el Código de Ética Empresarial que dicta las conductas esperadas por todos los colaboradores dentro y fuera de la empresa. En el apartado III numeral 1.1 del mismo código, indica que las oportunidades se fundamentan en la capacidad, integridad y experiencia; en el numeral 1.2 se menciona que el respeto por las diferencias y opiniones de los demás debe ser absoluto, con la consecuente prohibición de la discriminación. Adicionalmente, el numeral 2.1 promueve que todas las personas sean tratadas con imparcialidad y respeto. Asimismo, ha implementado programas de erradicación del trabajo infantil y el trabajo forzoso.

Grupo Económico

El 8 de febrero de 2011, a través de la sociedad EPM Latam S.A. (antes AEI El Salvador Holdings S.A.) con domicilio en Panamá, el Grupo de Empresas Públicas de Medellín, E.S.P. (EPM) adquirió la participación del 86.41% de las acciones de la Distribuidora, quedando el grupo estructurado de la siguiente manera:



Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

Operaciones y Estrategia

Operaciones

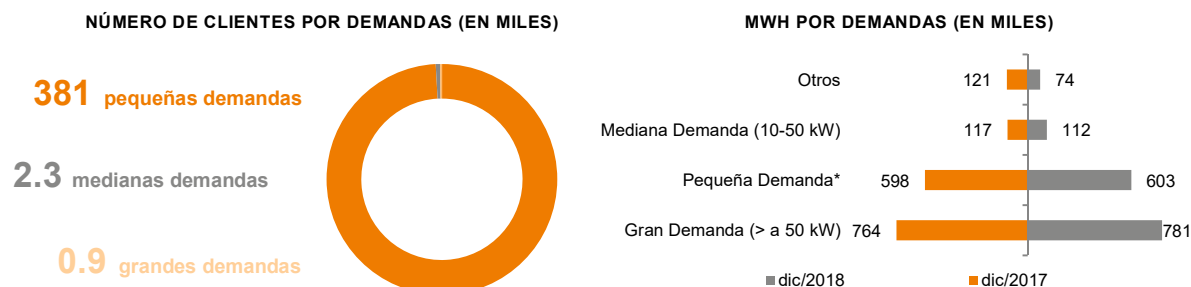
Las operaciones de DELSUR se realizan en una zona de 5,703 kilómetros cuadrados, que abarca 92 municipios ubicados en la zona centro-sur de El Salvador, en los departamentos La Libertad, La Paz, San Vicente, San Salvador y Cuscatlán. Dichas zonas concentran actividades comerciales, turísticas y de servicios, siendo además sede de un significativo número de empresas productoras del país. Cabe destacar que, el territorio de distribución no es exclusivo para una empresa, el sector eléctrico no limita la entrada de los competidores. No obstante, PCR considera que el riesgo de pérdida financiera como resultado de nuevos competidores es bajo, dado a las características de la industria.

A diciembre de 2018, la compañía operó con una infraestructura de 6,691 km en líneas, 24 subestaciones de MT que le permitió mantener una capacidad instalada de 384 MW (diciembre 2017: 377 MW) y alcanzar una demanda máxima de 245.5 MWh (diciembre 2017: 240.28 MWh), representando el 21.4% de la demanda de energía total².

Clientes y proveedores

Al cierre del 2018, los clientes suministrados aumentaron en 2.6%, ubicándose en 394,828, de los cuales, los de pequeña demanda representaron la mayor participación del total de usuarios de la Distribuidora con el 99.1% seguido por los de medianas demandas y grandes demandas con el 0.6% y 0.2% respectivamente, dicha representación se ha mantenido por los últimos cinco años.

En cuanto a la cantidad de MWh demandados, se observa que, aunque la categoría de grandes demandas tenga el menor número de clientes, son los que demandan la mayor cantidad de MWh, concentrando el 50% (2017: 48%) de la demanda total, seguido por las pequeñas demandas que concentran el 38% (2017: 37%), medianas demandas 7% (2017: 7%) y otros 5% (2017: 8%).



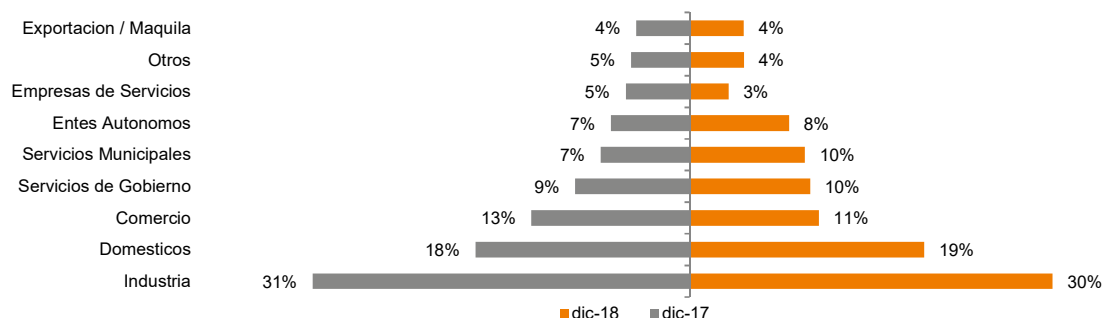
Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

Por su parte, el total de las cuentas por cobrar a clientes fue de US\$ 16.75 millones al periodo analizado, reflejando una disminución interanual de 8% como resultado de la disminución en las cuentas por cobrar de los clientes del

² Incluye contratos y MRS.

sector industrial (-11%), comercio (-25%) y empresas de servicio (-44%) mayormente recuperados en el último mes del 2018. La cartera se compone mayormente por las cuentas por cobrar a las empresas del sector industrial con una representación del 30% (2017: 31%) de la cartera total, seguido por el sector doméstico con el 19% (2017: 18%), y el sector comercio con el 11% (2017: 13%).

PARTICIPACIÓN EN LAS CUENTAS POR COBRAR A CLIENTES



Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

En cuanto a la clasificación de la cartera de consumo de energía, a la fecha de análisis la mayor parte se concentró en los créditos atrasados entre 1 a 30 días (45%), seguido por los créditos corrientes (41.5%) y de más de 90 días (6.4%), diferente a la composición del 2017 que la mayoría se concentró en los créditos corrientes (64%), entre 1 a 30 días (23%) y entre 31 a 60 días (6%). Adicionalmente, PCR considera que la generación en los flujos de cartera es predecible y estable, debido a que la empresa se respalda en la Ley General de Electricidad Salvadoreña, que le permite desconectar el servicio de energía a clientes que presentan una mora a partir de 60 días.

CLASIFICACIÓN DE LA CARTERA DE CONSUMO DE ENERGÍA

Componentes	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Corriente	16,273	21,139	11,521	7,688	11,521	6,945
A 30 días	6,333	5,538	4,783	3,115	4,232	7,540
A 60 días	1,400	1,081	794	875	1,031	841
A 90 días	389	370	346	238	490	356
A 120 días	140	229	63	56	146	90
A 150 días	92	47	28	43	86	126
A 180 días	75	83	23	14	46	107
A 360	241	228	123	107	138	347
Mas de 360	609	480	409	448	434	400
Total	25,553	29,194	18,089	12,583	18,123	16,750

Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

Por su parte, al 31 de diciembre de 2018, la Compañía contó con 26 contratos vigentes de suministro de energía³, firmados con trece empresas generadoras que respalda una potencia total contratada de 197.5 MW, constituyendo de esta forma un instrumento que garantiza la satisfacción de la demanda de energía en el largo plazo. Asimismo, se ha previsto la realización de procesos de licitación de contratos de libre concurrencia en la medida que los vigentes se aproximen a su fecha de vencimiento

CONTRATOS VIGENTES

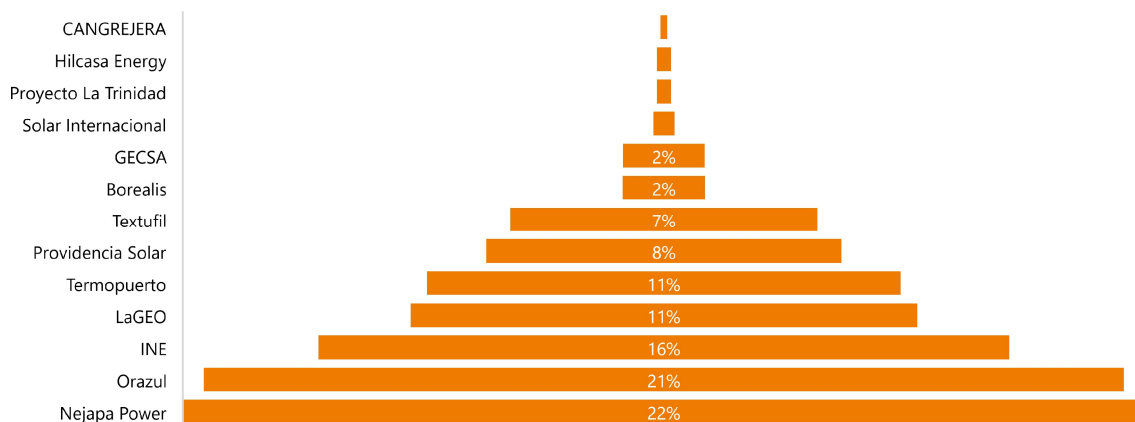
Empresa	Potencia contratada PC (MW)	Contratos	Periodo promedio de suministro (Años)
Borealis	4.645	2	2.54
Cangrejera	0.4	1	12.32
GECSA	1.99	1	1.27
Hilcasa Energy	0.8	2	11.25
INE	20.589	1	1.27
LaGEO	28.544	1	2.03
Nejapa Power	36.126	2	2.20
Orazul	51.848	4	2.16
Providencia Solar	20	1	18.51
Proyecto La Trinidad	0.8	2	12.05
Solar Internacional	1.2	3	11.91
Termopuerto	13.227	1	1.27
Textufl	17.326	5	2.16

Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

En este sentido, a diciembre de 2018, DELSUR dispuso de una potencia provista en 22% por Nejapa Power, seguido por Orazul con el 21%, INE con 16% y LaGeo con el 11%.

³ Según se establece en el artículo 86-A del Reglamento de la Ley General de Electricidad, la Compañía se encuentra obligada a seguir suscribiendo contratos, al menos hasta cubrir el 80% de la demanda máxima.

COMPOSICIÓN POTENCIA CONTRATADA A DICIEMBRE DE 2018

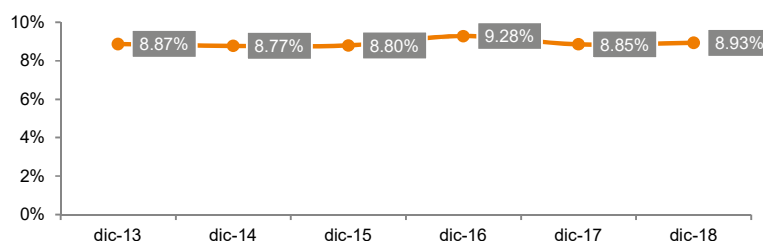


Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

Adicionalmente, la Compañía tiene como propósito mantener niveles mínimos de pérdidas de energía y de esta forma mejorar el servicio. En Este sentido, DELSUR dispuso de un programa de reducción de pérdidas de energía, en el que se programaron inspecciones preventivas, control de grandes clientes, normalización del consumo del comercio informal, así como la instalación de redes antirrobo; sin embargo, a diciembre de 2018, los resultados de las pérdidas de energía se mantuvieron en términos similares en comparación del periodo similar anterior (2018: 8.93% y 2017: 8.85%).

Asimismo, en el 2018 realizaron nuevas inversiones en Cables Aéreos con Espaciadores (SCAE) que se utilizan para resolver problemas de confiabilidad, espacio, estética o costos en comparación con otras construcciones de líneas.

PÉRDIDA DE ENERGÍA



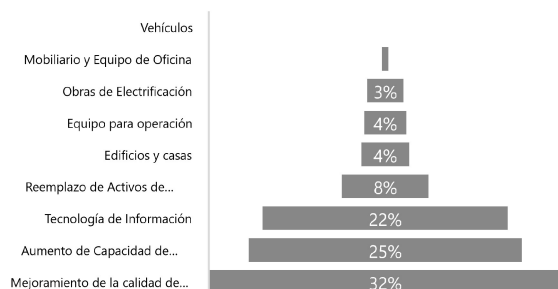
Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

CAPEX

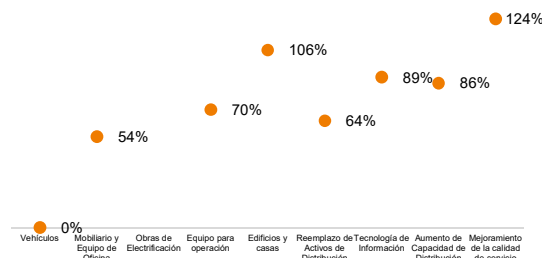
Al 31 de diciembre de 2018, la Compañía invirtió US\$8.14 millones de US\$8.63 millones establecidos en el plan de inversión propuesto para ese mismo año. La inversión real, se destinó para el mejoramiento de la calidad de servicio en un 32%, aumento de capacidad de distribución (25%) y tecnología de información (22%).

La ejecución de las inversiones responde a los objetivos estratégicos establecidos en la Distribuidora, ya que buscan elevar la productividad y eficiencia en el uso de sus activos. En este sentido, se observa que la empresa sobrepasó la proyección de inversión de dos objetivos, sin embargo, cinco se ubicaron entre el rango de ejecución de 51% - 100%, y una en el rango de 0% a 50%.

COMPOSICIÓN DE LA INVERSIÓN REAL



PORCENTAJE DE EJECUCIÓN DE INVERSIONES



Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

Análisis Financiero

Estado de resultados

El dinamismo de la empresa está estrechamente relacionado con la actividad económica del país y se refleja en la alta participación que tienen los grandes demandantes en el negocio de la Distribuidora. Asimismo, las variaciones en los ingresos son sensibles a las regulaciones que la SIGET establece, dado que autoriza los precios de la energía de acuerdo con los factores que componen la matriz energética.

A diciembre de 2018, los ingresos por servicios de distribución de energía presentaron un aumento interanual de 9.5% asociados a un mayor precio de venta de energía, que al periodo de análisis se ubicó en US\$191.5 por MWh, mayor en 8% respecto con el mismo periodo anterior (US\$176.7), como resultado de la sequía experimentada entre los meses de julio y octubre.

INGRESOS (US\$ MILES)						
Componentes	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Servicios por distribución de energía	336,807	336,591	289,718	228,284	267,723	293,151
Venta de electrodomésticos y servicios	1,585	1,208	1,179	1,137	1,215	1,418
Otros ingresos operacionales	5,417	5,717	5,832	5,405	5,331	5,701
Total ingresos operacionales	343,809	343,515	296,728	234,826	274,269	300,270

Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

Por su parte, la compra de energía mantiene la mayor proporción en la estructura de los costos, que a la fecha de análisis representaron el 82% del total y experimentaron un incremento interanual de 10.9% como producto de la variación en el precio de compra promedio que pasó de US\$127 por MWh en el 2017 a US\$139 por MWh en el 2018 (+9.5%). El segundo costo representativo fue el suministro y servicio contratado con un 5%, sin embargo, reflejó una variación interanual de -3.1%.

COMPRA DE ENERGÍA (US\$ MILES)						
Componentes	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Compra de energía	280,823	283,223	231,083	167,369	205,980	228,457
Suministros y servicios contratados	12,109	12,000	12,735	13,739	14,286	13,841

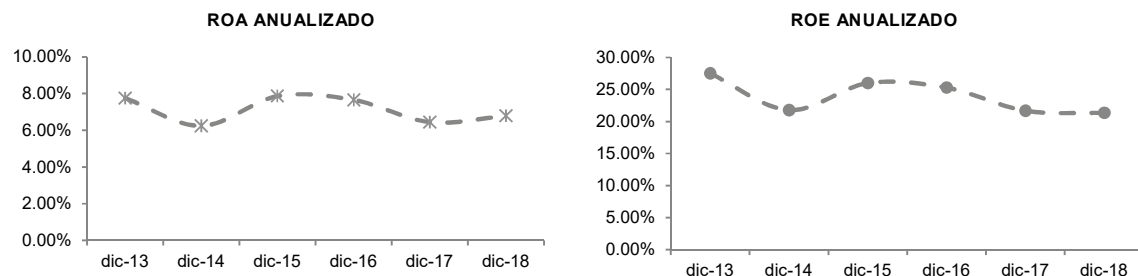
Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

En cambio, los gastos operativos fueron menores en 3.2% respecto con mismo periodo de 2017, como resultado de la disminución de otros gastos compuestos mayormente representados por gastos de compensación de energía. En términos de estructura, los gastos del personal, depreciación, materiales y repuestos utilizados en las actividades de operación continuaron representando la mayor participación del total de gastos, a diciembre de 2018 en conjunto representaron el 79.6% frente a un 74.7% presentado en el 2017.

Rendimiento Financiero

A diciembre de 2018, de la combinación de ingresos, costos y gastos, resultaron márgenes brutos y operativos de 16.2% y 7.6% respectivamente, evidenciando un comportamiento estable respecto con el año anterior que se posicionó en 16.7% y 6.9% respectivamente.

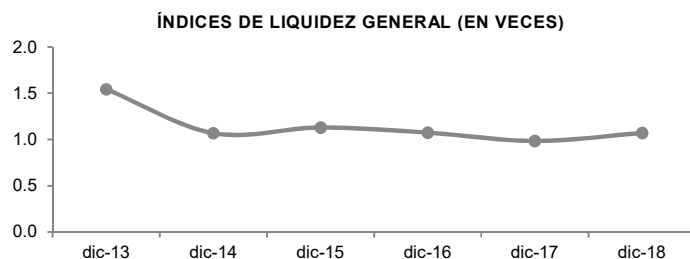
Este comportamiento, responde al aumento interanual más que proporcional de los costos totales frente a los ingresos totales, pero que fueron contrarrestados por la disminución interanual de los gastos operativos. Dichos resultados, permitieron que los indicadores de rentabilidad se mantuvieran estables, resultando en un ROE y ROA de 21.3% y 6.8% (2017: 21.7% y 6.4%).



Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

Liquidez

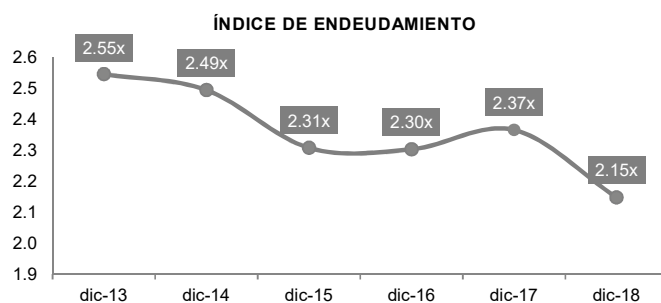
Al cierre del 2018, el indicador de liquidez general pasó de 0.98 veces en diciembre de 2017 a 1.07 veces en diciembre de 2018, derivado del aumento del efectivo y de las inversiones. Si bien experimentó una leve variación, se observa que el indicador de liquidez se ha mantenido estable durante los últimos cinco años. De esta forma, el saldo del capital de trabajo resultó favorecido.



Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

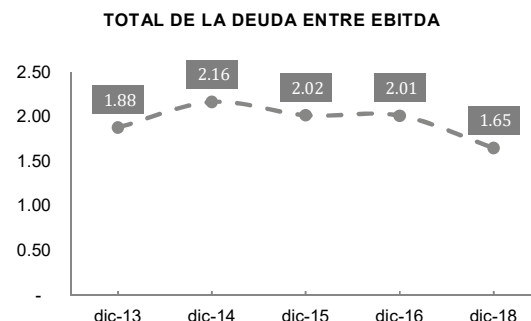
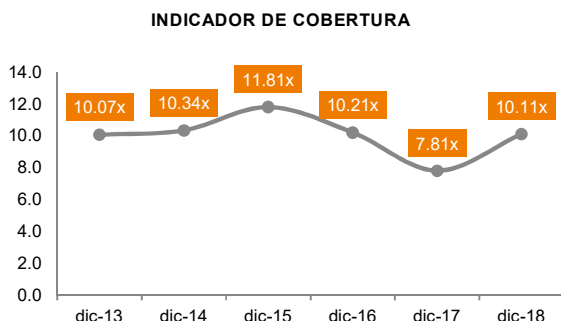
Endeudamiento y Solvencia

El endeudamiento, a diciembre de 2018 se ubicó en 2.15 veces (x) similar al comportamiento del año anterior que fue de 2.37 x, como resultado de la variación más que proporcional del patrimonio con relación a sus obligaciones. En término de estructura, los préstamos bancarios (19%), títulos de emisión propia (15%) y las cuentas por pagar por compra de energía (26%) representaron el mayor peso del total de pasivos (60%). Es importante destacar que, el tramo vigente de la emisión tiene fecha de vencimiento el 17 de agosto del 2020.



Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

La relación entre el EBITDA y la deuda total a diciembre de 2018 resultó en 0.6 veces, aumentando levemente respecto con el resultado del año anterior (0.5 veces) indicando que a medida que se amortiza la deuda, la empresa refleja mayor capacidad de pago. Por su parte, la relación entre el EBITDA y los gastos financieros resultó en 10.1 veces mejorando considerablemente respecto al mismo periodo anterior (7.8 veces).



Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

Proyecciones financieras

Al analizar las proyecciones de acuerdo con la metodología de PCR, el emisor mantiene niveles adecuados en solvencia, liquidez y rentabilidad, los cuales se consideran razonables y sin ninguna variación que afecte el desempeño financiero de la institución.

Resumen de Estados Financieros Auditados

BALANCE GENERAL (US\$ MILES)						
Componentes	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
ACTIVOS CORRIENTES:	84,007	65,656	59,799	53,912	46,907	63,752
Efectivo y equivalentes de efectivo	7,276	3,980	14,913	12,726	8,948	9,289
Inversiones a corto plazo	6,000	2,000	8,000	3,422	23	995
Documentos y cuentas por cobrar, neto	68,686	57,512	34,786	34,230	33,715	46,337
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	-	-	-	-	-	-
Inventarios	1,096	1,219	990	855	1,315	1,366
Otros activos corrientes	949	945	1,110	2,679	2,906	5,764
ACTIVOS NO CORRIENTES:	101,160	110,619	118,583	120,333	121,880	137,805
Reserva por servicio de deuda	-	-	-	-	-	-
Cuentas por cobrar a largo plazo	736	637	1,457	1,348	1,261	1,075
Préstamos por cobrar a partes relacionadas	-	-	-	-	-	-
Inversiones en acciones	152	638	2,091	1,097	1,074	549
Propiedades, planta y equipo, neto	99,831	108,892	113,850	113,293	113,009	128,225
Activos intangibles, neto	441	452	1,185	4,595	6,536	7,957
Inversiones en acciones al costo	-	-	-	-	-	-
Inversiones en acciones cías. Subsidiarias	-	-	-	-	-	-
Activos por impuestos sobre la renta diferido	-	-	-	-	-	-
TOTAL ACTIVOS	185,167	176,275	178,382	174,245	168,786	201,556
PASIVOS CORRIENTES:	55,937	61,411	52,913	50,162	47,645	59,551
Sobregiro bancario	1,571	5	841	1,361	1,141	389
Porción circulante de préstamos bancarios	-	1,240	2,500	2,875	4,000	4,000
Títulos de emisión propia corto plazo	-	8,992	-	-	-	-
Cuentas por pagar por compras de energía	43,503	37,838	23,837	28,909	28,729	35,381
Otras cuentas por pagar y gastos acumulados	8,038	8,946	12,645	9,101	10,626	16,750
Cuentas por pagar a partes relacionadas	-	-	-	-	-	-
Dividendos por pagar	-	-	-	-	-	-
Depósitos de consumidores	2,647	3,056	3,288	4,878	-	-
Dividendos por pagar accionistas minoritarios	56	52	277	280	909	674
Impuestos sobre la renta por pagar	-	1,160	8,497	1,475	1,442	1,721
Porción circulante de ingresos diferidos	122	122	1,028	1,284	798	634
PASIVOS NO CORRIENTES:	77,013	64,421	71,543	71,336	70,995	77,961
Préstamos bancarios a largo plazo	24,941	23,710	36,773	33,914	30,306	26,322
Títulos de emisión propia	29,941	20,962	20,965	20,973	20,980	20,988
Impuesto sobre la renta diferido	13,650	10,981	5,468	8,100	10,828	21,075
Ingresos diferidos a largo plazo	4,042	4,011	3,524	3,486	3,506	3,459
Obligaciones laborales	4,439	4,757	4,814	4,864	5,375	6,118
TOTAL PASIVOS	132,950	125,832	124,457	121,498	118,640	137,512
Capital social	10,613	10,613	10,613	10,613	12,281	12,281
Superávit por revaluación	10,705	10,158	9,209	8,019	8,585	19,217
Reserva legal	6,104	6,119	6,127	6,127	7,090	7,090
Utilidades retenidas	17,697	16,696	20,647	20,819	22,186	25,452
Participaciones no controladas	7,098	6,856	7,330	7,170	5	5
TOTAL PATRIMONIO	52,217	50,443	53,925	52,747	50,146	64,044
PASIVO + PATRIMONIO	185,167	176,275	178,382	174,245	168,786	201,556

Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS (US\$ MILES)						
Componentes	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Total ingresos operacionales	343,809	343,515	296,728	234,826	274,269	300,270
Costos totales	298,128	301,555	250,583	188,522	228,530	251,556
Utilidad bruta	45,681	41,960	46,145	46,304	45,739	48,715
Gastos operativos	22,190	24,280	23,797	24,948	26,771	25,901
Utilidad operativa	23,492	17,681	22,348	21,356	18,968	22,814
Ingresos financieros	1,113	1,741	1,633	1,758	1,654	1,290
Gastos financieros	(2,902)	(2,452)	(2,531)	(2,812)	(3,455)	(3,075)
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	21,703	16,969	21,450	20,302	17,167	21,028
Impuesto sobre la renta	(7,349)	(5,976)	(7,244)	(6,604)	(5,958)	(7,215)
Contribución Especial	-	-	(189)	(360)	(333)	(148)
UTILIDAD DEL PERIODO	14,354	10,992	14,017	13,337	10,877	13,665
Superávit por revaluación de activos	-	-	-	-	-	16,146
Impuesto sobre la renta relativo a avalúo	-	-	471	270	162	(4,576)
Efecto de revaluación de propiedad, planta y equipo	8,721	-	-	-	(454)	(652)
Impuesto sobre la renta diferido relativo a avalúo	246	590	-	-	136	196
TOTAL RESULTADOS INTEGRALES DEL AÑO	23,321	11,583	14,488	13,607	10,721	24,778

Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS						
Componentes	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
EBITDA (12 meses)	29,207	25,360	29,881	28,707	26,983	31,092
Utilidad Neta	14,354	10,992	14,017	13,337	10,877	13,665
COBERTURA						
EBITDA/Gastos Financieros (12 meses)	10.07	10.34	11.81	10.21	7.81	10.11
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	0.85	0.98	1.31	1.28	1.27	0.98
Deuda Financiera + Emisión Propia / EBITDA (12 meses)	1.88	2.16	2.02	2.01	2.05	1.65
RENDIMIENTO						
ROE (12 meses)	27.49%	21.79%	25.99%	25.29%	21.69%	21.34%
ROA (12 meses)	7.75%	6.24%	7.86%	7.65%	6.44%	6.78%
LIQUIDEZ						
Prueba Ácida (sin deuda CP)	28.18%	13.54%	49.62%	41.62%	30.22%	31.35%
Liquidez General	1.55	1.07	1.13	1.07	0.98	1.07
Prueba Ácida	28.18%	13.26%	47.27%	39.24%	27.69%	29.24%
SOLVENCIA						
Pasivos Totales / EBITDA 12M	4.55	4.96	4.17	4.23	4.40	4.42
Pasivos Totales / Activos Totales	71.80%	71.38%	69.77%	69.73%	70.29%	68.23%
EFICIENCIA						
Eficiencia operativa	3.30%	3.24%	3.90%	5.32%	4.63%	4.33%
CAPEX						
Coefficiente de inversión:	1.34%	1.73%	2.00%	2.39%	2.33%	2.34%

Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis

La información que emplea PCR proviene directamente del emisor o entidad calificada. Es decir, de fuentes oficiales y con firma de responsabilidad, por lo que la confiabilidad e integridad de esta le corresponden a quien firma. De igual forma en el caso de la información contenida en los informes auditados, la compañía de Auditoría o el Auditor a cargo, son los responsables por su contenido. Con este antecedente y acorde a lo dispuesto en la normativa vigente, PCR es responsable de la opinión emitida en su calificación de riesgo, considerando que en dicha opinión PCR se pronuncia sobre la información utilizada para el análisis, indicando si esta es suficiente o no para emitir una opinión de riesgo, así como también, en el caso de evidenciarse cualquier acción que contradiga las leyes y regulaciones en donde PCR cuenta con mecanismos para pronunciarse al respecto. PCR, sigue y cumple en todos los casos, con procesos internos de debida diligencia para la revisión de la información recibida.