

Fitch Centroamérica, S.A.  
T (503) 2516 6600 F (503) 2516 66 50  
Edificio Plaza Cristal 3er Nivel, 79Av. Sur y Calle Cuscatlán  
San Salvador, El Salvador

Fitch Costa Rica Calificadora de Riesgo S.A.  
T (506) 2296 9182 / 2296-9454 F (506) 2296 98 95  
Apartado 10828-1000  
San José, Costa Rica

25 de octubre de 2018  
FITCHCA SV-173-18

Licenciada  
Ana Virginia de Guadalupe Samayoa Barón  
**Superintendente Adjunto de Valores**  
**Superintendencia del Sistema Financiero**  
Presente

Estimada Licenciada Samayoa:

Con la presente estamos remitiendo informe de Clasificación de Riesgo de **Distribuidora de Electricidad DELSUR, S.A. de C.V.** al 30 de junio de 2018. Esta Clasificación ha sido asignada en estricto cumplimiento al Artículo 95B 95C, del Capítulo II, Título VI de la Ley de Mercado de Valores de El Salvador y a las “Normas Técnicas sobre Obligaciones de las Sociedades Clasificadoras de Riesgo” emitida por el Banco Central de Reserva de El Salvador.

Asimismo, para dar cumplimiento a lo establecido en el Artículo 32 de la Norma NRP-07 emitida por el Banco Central de Reserva de El Salvador, en mi calidad de Representante Legal de **FITCH CENTROAMÉRICA, S.A.**, bajo juramento declaro que ningún miembro del Comité de Clasificación u otro empleado de mi representada, es persona interesada en la Clasificación de la Entidad a la que se hace referencia la clasificación que adjunto, en los términos establecidos en el artículo 95 de la Ley del Mercado de Valores.

Atentamente,

**FITCH CENTROAMÉRICA S.A.**



Eric Campos B.  
Director Ejecutivo

Carlos Alvarado  
Valentín Arrieta  
Erick Pastrana

Distribuidora de Electricidad Del Sur, S.A. de C.V.  
Bolsa de Valores de El Salvador  
Fitch Centroamérica S.A.

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

Tipo de Clasificación	Clasificación	Perspectiva	Última Acción de Clasificación
Emisor de Largo Plazo	EAA–(slv)	Estable	Afirmación el 22 de Octubre 2018
CIDELSUR1 de Largo Plazo	AA–(slv)		Afirmación el 22 de Octubre 2018

[Pulse aquí para ver la lista completa de clasificaciones](#)

### Resumen de Información Financiera

	2016	2017	2018P	2019P
Ingresos Netos (USD miles)	234,826	274,269	285,240	290,945
EBITDA Operativo (USD miles)	26,948	25,328	29,380	27,640
Margen de EBITDA Operativo (%)	11.5	9.2	10.3	9.5
EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo (veces)	9.6	7.4	12.5	11.2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo (veces)	2.2	2.2	1.7	1.9

P – Proyección.  
Fuente: Fitch Ratings y Fitch Solutions.

Fitch Ratings afirmó en 'AA–(slv)' en escala Fitch y en 'EAA–(slv)' en la escala de El Salvador las clasificaciones de Distribuidora de Electricidad DELSUR, S.A. de C.V. (Delsur). La Perspectiva es Estable.

Las clasificaciones incorporan el riesgo bajo de las empresas de distribución de electricidad (DisCo) y generación de flujo de caja estable, así como un apalancamiento menor en comparación con pares de clasificación como la Empresa Eléctrica de Oriente (EEO, EA+(slv), otorgada por Fitch) y Compañía de Alumbrado Eléctrico de San Salvador (CAESS, EA+(slv), otorgada por la agencia), en conjunto con una menor exposición a los subsidios de la electricidad.

### Factores Clave de las Clasificaciones

**Riesgo Bajo de Negocio:** Las clasificaciones reflejan el riesgo bajo de negocio de Delsur. La compañía ofrece servicios en un área delimitada, sirviendo a un total de 389,628 clientes a junio de 2018 (2017: 380,528), lo que le permite generar ingresos predecibles. Las áreas servidas por las distribuidoras de energía no son exclusivas y son de libre elección para los consumidores. Sin embargo, el riesgo de competencia es reducido dadas las economías de escala presentes en las entidades.

**Generación Estable de Ingresos:** A los último 12 meses (UDM) a junio de 2018, los ingresos de Delsur fueron de USD281.0 millones, 10.5% más que en los UDM a junio de 2017 (USD254.2 millones). El EBITDA a UDM de junio de 2018 fue de US29.0 millones con un margen de 10.3%, comparado con USD23.4 millones y 9.2% en 2017, respectivamente. El incremento refleja ajustes de tarifas favorables, pago cumplido de los subsidios por parte del gobierno y mejor administración de costos, a pesar del incremento en el costo de la energía en el mercado ocasional. Hacia adelante, la agencia espera que en los próximos años el EBITDA se mantenga en torno a los USD28 millones en promedio, con un margen de EBITDA alrededor de 9.5%.

**Flujo de Fondos Libre Negativo Proyectado:** La agencia cree que la generación de flujo de fondos libre (FFL) será negativa en los siguientes años. Delsur se encuentra en procesos de licitación de distribución por 640 megavatios (MW), correspondientes a proyectos nuevos de generación eólica y solar. Las inversiones de capital (capex) contemplan montos cercanos a USD47 millones entre 2018 y 2021, como parte del mejoramiento y adquisición de líneas de transmisión. Hacia adelante, Fitch considera que, si bien las necesidades de capex serían fondeadas principalmente con deuda, no se espera que deriven en un debilitamiento del perfil de crédito de la compañía.

**Exposición al Riesgo Regulatorio y Político:** Fitch considera que la compañía tiene una exposición alta a riesgos regulatorios y al pago oportuno de los subsidios gubernamentales; esta exposición podría incidir negativamente en su generación de flujos operativos. Durante 2017, las distribuidoras de energía no recibieron el pago de subsidios, el cual fue suspendido en casi su totalidad durante gran parte del período. No obstante, la aprobación legislativa para la emisión de deuda externa por un monto de USD170 millones permitió la cancelación del monto por concepto del subsidio. Para Delsur los subsidios representaron cerca de 4% de sus ingresos totales en 2017. A junio de 2018, el monto recibido representó 2.9% de los ingresos del año en curso; siendo que el Gobierno ha cumplido con el pago oportuno.

## Derivación de las Clasificaciones respecto a Pares

Derivación de las Clasificaciones frente a los Pares	
Comparación con Pares	Delsur se beneficia de su generación estable de flujo de caja y de su apalancamiento menor de 1.9 veces (x) a junio de 2018, en comparación con niveles de otras DisCo, como EEO [EA+(slv)] de 2.3x y CAESS [EA+(slv)] de 5.3x; en conjunto con una exposición menor a la volatilidad en el pago de los subsidios por parte del gobierno, en términos de ingresos totales (Delsur: 2.9%; CAESS: 3.0% y EEO: 5.7%). Las clasificaciones consideran la exposición alta de las DisCo al riesgo regulatorio.
Vínculo Matriz/Subsidiaria	Existe un vínculo entre matriz y subsidiaria que sea aplicable.
Techo País	No hay una limitación en las clasificaciones a causa del techo país.
Entorno Operativo	La influencia del entorno operativo no tiene efectos en las clasificaciones.
Otros Factores	No aplican.
Fuente: Fitch Ratings.	

## Sensibilidad de las Clasificaciones

### Factores futuros que pueden llevar, de forma individual o en conjunto, a una acción positiva de clasificación:

- señales claras y sostenibles de independencia del financiamiento del gobierno;
- definición de mecanismos confiables de financiamiento de los subsidios en el mediano plazo.

### Factores futuros que pueden llevar, de forma individual o en conjunto, a una acción negativa de clasificación:

- apalancamientos superiores a 4.0x de forma sostenida;
- racionamientos o cortes de energía significativos que generen menores consumos y afecten la generación de flujo de caja;
- una intervención política o regulatoria mayor que influya negativamente en el desempeño de la compañía.

## Liquidez y Estructura de la Deuda

**Liquidez Adecuada y Endeudamiento Moderado:** Fitch estima que el nivel de endeudamiento brinda a Delsur un margen de maniobra para enfrentar el riesgo regulatorio y político. A junio de 2018, la relación de deuda sobre EBITDA fue de 1.9x. A la misma fecha, la deuda financiera de Delsur estaba compuesta por préstamos bancarios con un saldo de USD32.4 millones y bonos por USD21.0 millones. Por otra parte, la empresa posee líneas de crédito disponibles por USD4 millones para capital de trabajo.

## Vencimientos de Deuda y Liquidez al Cierre de 2017

<b>Resumen de Liquidez</b>	<b>Original</b>	<b>Original</b>
	31 dic 2016	31 dic 2017
(USD miles)		
Efectivo Disponible y Equivalentes	12,726	8,948
Inversiones de Corto Plazo	3,422	23
Menos: Efectivo y Equivalentes Restringidos	0	0
<b>Efectivo Disponible y Equivalentes Definidos por Fitch</b>	<b>16,148</b>	<b>8,971</b>
Líneas de Crédito Comprometidas	0	0
<b>Liquidez Total</b>	<b>16,148</b>	<b>8,971</b>
<b>EBITDA de los Últimos 12 meses</b>	<b>26,948</b>	<b>25,328</b>
<b>Flujo de Fondos Libre de los Últimos 12 meses</b>	<b>-5,824</b>	<b>-4,505</b>

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions y reportes de Delsur.

<b>Vencimientos de Deuda Programados</b>	<b>Original</b>
	31 dic 2017
(USD miles)	
Diciembre 31, 2018	4,000
Diciembre 31, 2019	4,000
Diciembre 31, 2020	25,000
Diciembre 31, 2021	4,000
Diciembre 31, 2022	4,000
Después de 2022	14,375
<b>Total de Vencimientos de Deuda</b>	<b>55,375</b>

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions y reportes de Delsur.

## Aspectos Clave de Clasificación

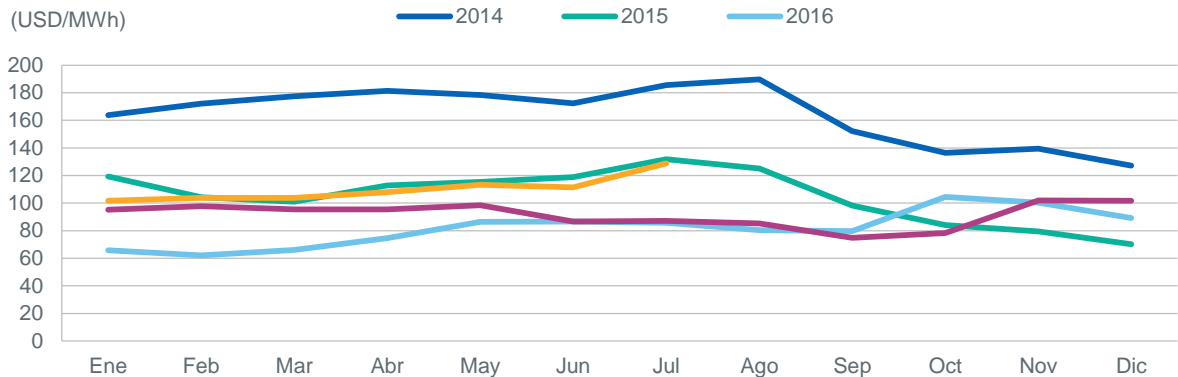
### Mercado Regulador del Sistema

El precio de la energía en el mercado mayorista se ha incrementado en 26.7% desde diciembre 2017. El aumento obedece principalmente al alza en los precios del crudo, en conjunto con una generación menor proveniente de fuentes renovables. Los ajustes tarifarios aplicados durante el primer semestre de 2018 han estado alineados con esta coyuntura.

#### El Salvador

Mercado Regulador del Sistema

(USD/MWh)

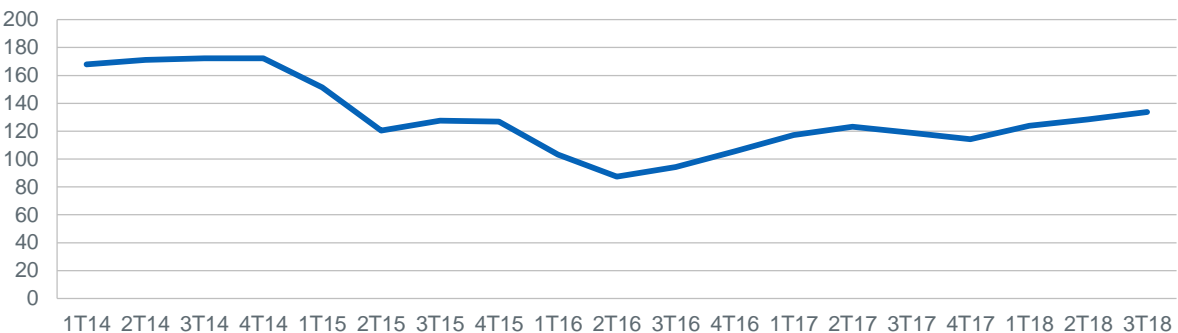


Fuente: Unidad de Transacciones, S.A.

#### Delsur

Tarifa aprobada

(USD/MWh)

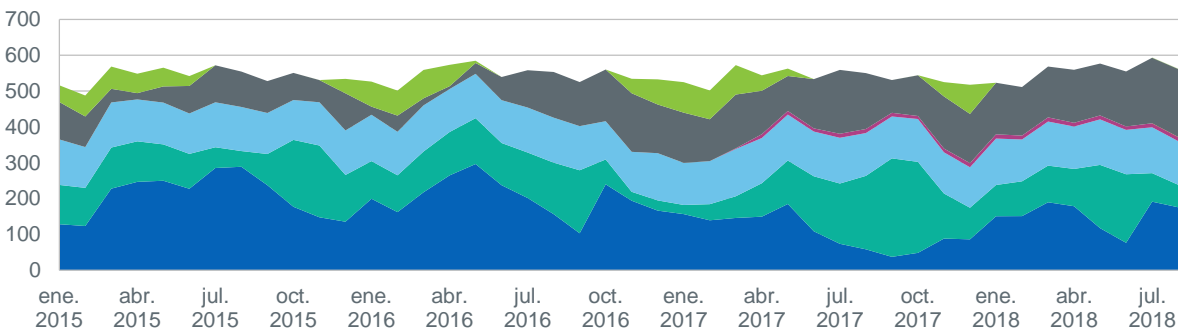


Fuente: Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones (Siget).

### Generación Mensual por Recurso

■ Termo ■ Hidro ■ Geotérmica ■ Solar ■ Red Distribución ■ Importación Neta ■ Biomasa

(GWh)



Fuente: Siget.

## Supuestos Clave

---

Los supuestos clave de Fitch considerados en el caso base de clasificación del emisor incluyen:

- el gobierno continúa la cancelación del subsidio, entre 30 y 60 días como máximo;
- ventas totales en 2018 crecen 4% producto de ajustes tarifarios favorables; 2.0% en promedio para el período 2019-2021, reflejando comportamiento de la demanda de energía;
- margen de EBITDA promedio de 9.5% para toda la proyección, alineado con el promedio histórico;
- dividendo, en los que se distribuye el 100% de la utilidad neta del año anterior;
- un capex en promedio de 3.7% para el período de 2018 a 2021;
- apalancamiento proyectado en torno a y no mayor de 3.0x.

## Información Financiera

(USD miles)	Histórico			Proyecciones		
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>RESUMEN DE ESTADO DE RESULTADOS</b>						
Ingresos Netos	297,107	234,826	274,269	285,240	290,945	296,763
Crecimiento de Ingresos (%)	-13.5	-21.0	16.8	4.0	2.0	2.0
EBITDA Operativo (antes de Ingresos de Compañías Asociadas)	28,248	26,948	25,328	29,380	27,640	28,193
Margen de EBITDA Operativo (%)	9.5	11.5	9.2	10.3	9.5	9.5
EBITDAR Operativo	28,248	26,948	25,328	29,380	27,640	28,193
Margen de EBITDAR Operativo (%)	9.5	11.5	9.2	10.3	9.5	9.5
EBIT Operativo	22,348	21,355	18,968	23,093	21,234	21,409
Margen de EBIT Operativo (%)	7.5	9.1	6.9	8.1	7.3	7.2
Intereses Financieros Brutos	-2,531	-2,812	-3,455	-2,348	-2,467	-3,095
Resultado antes de Impuestos (Incluyendo Ganancias/Pérdidas de Compañías Asociadas)	21,450	20,301	17,167	20,745	18,766	18,315
<b>RESUMEN DE BALANCE GENERAL</b>						
Efectivo Disponible y Equivalentes	22,913	16,148	8,971	2,843	1,573	4,490
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	61,079	59,122	56,427	51,286	51,286	61,972
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	61,079	59,122	56,427	51,286	51,286	61,972
Deuda Neta	38,166	42,974	47,456	48,443	49,713	57,482
<b>RESUMEN DE FLUJO DE CAJA</b>						
EBITDA Operativo	28,248	26,948	25,328	29,380	27,640	28,193
Intereses Pagados en Efectivo	-2,461	-2,797	-3,432	-2,348	-2,467	-3,095
Impuestos Pagados en Efectivo	-6,484	-11,169	-3,962	-7,053	-6,381	-6,227
Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas Menos Distribuciones a Participaciones Minoritarias	0	0	0	0	0	0
Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones	10,786	3,595	3,480	0	0	0
Flujo Generado por la Operaciones (FGO)	30,089	16,577	21,414	19,979	18,792	18,871
Variación del Capital de Trabajo	7,663	3,535	-2,878	-1,489	2,230	-554
Flujo de Caja Operativo (Definido por Fitch) (FCO)	37,752	20,112	18,536	18,489	21,022	18,317
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital (Capex)	-13,581	-11,899	-9,736	0	0	0
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)	4.6	5.1	3.6	0	0	0
Dividendos Comunes	-11,011	-14,037	-13,305	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	13,160	-5,824	-4,505	-987	-1,270	-7,769
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	-8,438	5,592	3,422	0	0	0
Variación Neta de Deuda	5,375	-2,477	-2,475	-5,141	0	10,687
Variación Neta de Capital	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja y Equivalentes	10,097	-2,709	-3,558	-6,128	-1,270	2,917
<b>OTRAS MEDIDAS DE FLUJO DE CAJA</b>						
Margen de FGO (%)	10.1	7.1	7.8	7.0	6.5	6.4
<b>Cálculos para la Publicación de Proyecciones</b>						
Capex, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes del FFL	-24,592	-25,936	-23,041	-19,476	-22,292	-26,086
FFL después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	13,160	-5,824	-4,505	-987	-1,270	-7,769
Margen del FFL (después de Adquisiciones Netas) (%)	4.4	-2.5	-1.6	-0.3	-0.4	-2.6
<b>RAZONES DE COBERTURA (VECES)</b>						
FGO/Intereses Financieros Brutos	12.6	6.3	6.8	9.5	8.6	7.1
FGO/Cargos Fijos	12.6	6.3	6.8	9.5	8.6	7.1
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados en Efectivo+ Arrendamientos	11.5	9.6	7.4	12.5	11.2	9.1
EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo	11.5	9.6	7.4	12.5	11.2	9.1
<b>RAZONES DE APALANCAMIENTO (VECES)</b>						
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo	2.2	2.2	2.2	1.7	1.9	2.2
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR Operativo	1.4	1.6	1.9	1.6	1.8	2.0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	2.2	2.2	2.2	1.7	1.9	2.2
Deuda Ajustada respecto al FGO	2.0	3.4	2.4	2.3	2.4	2.8
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO	1.2	2.4	2.0	2.2	2.3	2.6

Fuente: Fitch Ratings y Fitch Solutions.

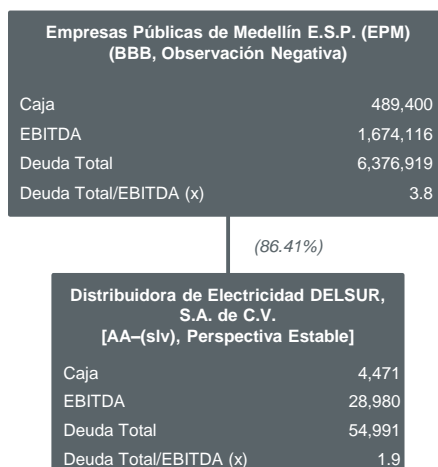
**Cómo Interpretar las Proyecciones Presentadas**

Las proyecciones presentadas se basan en el caso base proyectado y producido internamente de manera conservadora por la agencia. No representa la proyección del emisor. Las proyecciones incluidas son solamente un componente que Fitch utiliza para asignar una clasificación o determinar una Perspectiva, además de que la información en las mismas refleja elementos materiales, pero no exhaustivos de los supuestos de clasificación de Fitch sobre el desempeño financiero del emisor. Como tal, no puede utilizarse para determinar una clasificación y no debería ser el fundamento para tal propósito. Las proyecciones se construyen usando una herramienta de proyección propia de Fitch que emplea los supuestos propios de la clasificadora relacionados con el desempeño operativo y financiero, los cuales no necesariamente reflejan las proyecciones que usted haría. Las definiciones propias de Fitch de términos como EBITDA, deuda o flujo de fondos libre pueden diferir de las suyas. La agencia podría tener acceso, en determinadas ocasiones, a información confidencial sobre ciertos elementos de los planes futuros del emisor. Algunos elementos de dicha información pueden ser omitidos de esta proyección, incluso a pesar de ser incluidos en la deliberación de Fitch, si la agencia, a discreción propia, considera que los datos pueden ser potencialmente sensibles desde el punto de vista comercial, legal o regulatorio. La proyección (así como la totalidad de este reporte) se produce estando sujeta estrictamente a las limitaciones de responsabilidad. Fitch puede actualizar las proyecciones en reportes futuros, pero no asume responsabilidad para hacerlo.

## Diagrama de la Estructura Simplificada del Grupo

### Estructura Organizacional — Distribuidora de Electricidad DELSUR, S.A de C.V.

(USD miles, al 30 de junio de 2018)



Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions y reportes de Delsur.



## Resumen de Información Financiera de Pares

Compañía	Clasificación	Fecha de Estados Financieros	Ingresos Netos (USD miles)	Margen de EBITDA Operativo (%)	Flujo Generado por las Operaciones (USD miles)	Deuda Total con Patrimonio/EBITDA Operativo (veces)	EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo (veces)
Distribuidora de Electricidad DELSUR, S.A. de C.V.	AA-(slv)						
	AA-(slv)	2017	274	9.2	21	2.2	7.4
	AA-(slv)	2016	235	11.5	17	2.2	9.6
	AA-(slv)	2015	297	9.5	30	2.2	11.5
Compañía de Alumbrado Eléctrico de San Salvador, S.A. de C.V. y Subsidiarias	A+(slv)						
	A+(slv)	2017	388	8.9	31	5.5	2.2
	A+(slv)	2016	341	9.7	20	5.4	2.4
	A+(slv)	2015	413	9.3	36	4.6	2.7
Empresa Eléctrica de Oriente, S.A. de C.V. y Subsidiarias	A+(slv)						
	A+(slv)	2017	122	19.1	19	2.4	5.8
	A+(slv)	2016	110	19.9	16	2.2	6.0
	A+(slv)	2015	124	18.6	19	2.1	6.2
Compañía de Telecomunicaciones de El Salvador S.A. de C.V.	AAA(slv)						
	AAA(slv)	2017	379	34.3	130	0.0	114.5
	AAA(slv)	2016	379	36.6	145	0.0	134.5
	AAA(slv)	2015	386	38.4	148	0.0	224.1
FGO – Flujo generado por las operaciones. Fuente: Fitch Ratings y Fitch Solutions.							

## Conciliación de Indicadores Financieros Clave

<b>Conciliación de Indicadores Financieros Clave de Distribuidora de Electricidad DELSUR, S.A. de C.V.</b>	
(USD miles)	31 dic 2017
<b>Resumen de Ajustes al Estado de Resultados</b>	
EBITDA Operativo	25,328
+ Dividendos Recurrentes Pagados a Participaciones Minoritarias	0
+ Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas	0
+ Ajuste Adicional por Dividendos Recurrentes a Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas	0
<b>= EBITDA Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (k)</b>	<b>25,328</b>
<b>+ Arrendamiento Operativo Considerado como Capitalizado (h)</b>	<b>0</b>
<b>= EBITDAR Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (j)</b>	<b>25,328</b>
<b>Resumen de Deuda y Efectivo</b>	
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio (l)</b>	<b>56,427</b>
+ Deuda por Arrendamientos Operativos	0
+ Otra Deuda fuera de Balance	0
<b>= Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio (a)</b>	<b>56,427</b>
Efectivo Disponible (Definido por Fitch)	8,948
+ Equivalentes de Efectivo Disponibles (Definidos por Fitch)	23
<b>= Efectivo Disponible y Equivalentes (o)</b>	<b>8,971</b>
<b>Deuda Neta Ajustada (b)</b>	<b>47,456</b>
<b>Resumen del Flujo de Efectivo</b>	
<b>Dividendos Preferentes (Pagados) (f)</b>	<b>0</b>
Intereses Recibidos	1,654
<b>+ Intereses (Pagados) (d)</b>	<b>-3,432</b>
<b>= Costo Financiero Neto (e)</b>	<b>-1,778</b>
<b>Flujo Generado por las Operaciones [FGO] (c)</b>	<b>21,414</b>
+ Variación del Capital de Trabajo	-2,878
<b>= Flujo de Caja Operativo [FCO] (n)</b>	<b>18,536</b>
<b>Inversiones de Capital (m)</b>	<b>-9,736</b>
<b>Múltiplo Utilizado en Arrendamientos Operativos</b>	<b>8.0</b>
<b>Apalancamiento Bruto (veces)</b>	
<b>Deuda Ajustada/EBITDAR Operativo<sup>a</sup> (a/j)</b>	<b>2.2</b>
<b>Deuda Ajustada respecto al FGO (a/(c-e+h-f))</b>	<b>2.4</b>
<i>Deuda Total Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
<b>Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo<sup>a</sup> (l/k)</b>	<b>2.2</b>
<b>Apalancamiento Neto (veces)</b>	
<b>Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo<sup>a</sup> (b/j)</b>	<b>1.9</b>
<b>Deuda Neta Ajustada respecto a FGO (b/(c-e+h-f))</b>	<b>2.0</b>
<i>Deuda Neta Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamiento Capitalizado - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
<b>Deuda Neta Total/(FCO - Capex) ((l-o)/(n+m))</b>	<b>5.4</b>
<b>Cobertura (veces)</b>	
<b>EBITDAR Operativo/(Intereses Pagados + Arrendamientos)<sup>a</sup> (j/-d+h)</b>	<b>7.4</b>
<b>EBITDA Operativo/Intereses Pagados<sup>a</sup> (k/(-d))</b>	<b>7.4</b>
<b>FGO a Cargos Fijos ((c-e+h-f)/(-d+h-f))</b>	<b>6.8</b>
<i>(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)/(Intereses Financieros Brutos Pagados + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
<b>FGO a Intereses Financieros Brutos ((c-e-f)/(-d-f))</b>	<b>6.8</b>
<i>(FGO - Costo Financiero Neto - Dividendos Preferentes Pagados)/(Intereses Financieros Brutos Pagados - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
<sup>a</sup> EBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias.	
Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions y reportes de Delsur.	

## Ajuste de Conciliación de Fitch

(USD miles)	Valores Reportados 31 dic 2017	Resumen de Ajustes por Fitch	Ajustes a Caja	Otros Ajustes	Valores Ajustados por Fitch
<b>Resumen de Ajustes a la Información Financiera</b>					
<b>Distribuidora de Electricidad DELSUR, S.A. de C.V.</b>					
<b>Resumen de Ajustes al Estado de Resultados</b>					
Ingresos Netos	274,269	0	0	0	274,269
EBITDAR Operativo	25,328	0	0	0	25,328
EBITDAR Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	25,328	0	0	0	25,328
Arrendamiento Operativo	0	0	0	0	0
EBITDA Operativo	25,328	0	0	0	25,328
EBITDA Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	25,328	0	0	0	25,328
EBIT Operativo	18,968	0	0	0	18,968
<b>Resumen de Deuda y Efectivo</b>					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	56,427	0	0	0	56,427
Deuda Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	56,427	0	0	0	56,427
Deuda por Arrendamientos Operativos	0	0	0	0	0
Otra Deuda fuera de Balance	0	0	0	0	0
Efectivo Disponible y Equivalentes	8,971	0	0	0	8,971
Efectivo y Equivalentes Restringidos/No Disponibles	0	0	0	0	0
<b>Resumen del Flujo de Efectivo</b>					
Dividendos Preferentes (Pagados)	0	0	0	0	0
Intereses Recibidos	1,654	0	0	0	1,654
Intereses Financieros Brutos (Pagados)	-3,432	0	0	0	-3,432
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	21,414	0	0	0	21,414
Variación del Capital de Trabajo (Definido por Fitch)	-2,878	0	0	0	-2,878
Flujo de Caja Operativo (FCO)	18,536	0	0	0	18,536
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital (Capex)	-9,736	0	0	0	-9,736
Dividendos Comunes (Pagados)	-13,305	0	0	0	-13,305
Flujo de Fondos Libre (FFL)	-4,505	0	0	0	-4,505
<b>Apalancamiento Bruto (veces)</b>					
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo <sup>a</sup>	2.2				2.2
Deuda Ajustada respecto al FGO	2.4				2.4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo <sup>a</sup>	2.2				2.2
<b>Apalancamiento Neto (veces)</b>					
Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo <sup>a</sup>	1.9				1.9
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO (veces)	2.0				2.0
Deuda Neta Ajustada/(FCO - Capex) (veces)	5.4				5.4
<b>Cobertura (veces)</b>					
EBITDAR Operativo/(Intereses Financieros Brutos + Arrendamientos) <sup>a</sup>	7.4				7.4
EBITDA Operativo/Intereses Financieros Brutos <sup>a</sup>	7.4				7.4
FGO/Cargos Fijos	6.8				6.8
FGO/Intereses Financieros Brutos	6.8				6.8
<sup>a</sup> EBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias.					
Fuente: Fitch Ratings y Fitch Solutions.					

## Clasificaciones en Escala de Fitch

	Clasificación	Perspectiva	Última Acción de Clasificación
<b>Distribuidora de Electricidad DELSUR, S.A. de C.V.</b>			
Emisor de Largo Plazo	AA-(slv)	Estable	Afirmación el 22 de Octubre 2018
CIDELSUR1 de Largo Plazo	AA-(slv)		Afirmación el 22 de Octubre 2018

## Metodologías e Informes Relacionados

[Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas \(Septiembre 14, 2017\)](#)

[Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria \(Febrero 21, 2018\)](#)

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(Agosto 2, 2018\)](#)

## Analistas

Erick Pastrana

+506 2296 91 82

[erick.pastrana@fitchratings.com](mailto:erick.pastrana@fitchratings.com)

Eduardo Trejos

+506 2296 91 82

[eduardo.trejos@fitchratings.com](mailto:eduardo.trejos@fitchratings.com)

## Información Regulatoria

Nombre del Emisor o Sociedad Administradora	Distribuidora de Electricidad del Sur, S.A. de C.V.
Fecha del Consejo de Clasificación	22/octubre/2018
Número de Sesión	099-2018
Fecha de la Información Financiera en que Se Basó la Clasificación	AUDITADA: 31/diciembre/2017 NO AUDITADA: 30/junio/2018
Clase de Reunión (Ordinaria/Extraordinaria)	Ordinaria
Clasificación Anterior (si aplica)	EAA-(slv) <a href="https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr:6a0e5ed1-7dc1-4305-9d18-1d35fcd451e9/Definiciones%20de%20Calificaci%C3%B3n%20de%20El%20Salvador.pdf">https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr:6a0e5ed1-7dc1-4305-9d18-1d35fcd451e9/Definiciones%20de%20Calificaci%C3%B3n%20de%20El%20Salvador.pdf</a>
Link del Significado de la Clasificación	<a href="https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr:6a0e5ed1-7dc1-4305-9d18-1d35fcd451e9/Definiciones%20de%20Calificaci%C3%B3n%20de%20El%20Salvador.pdf">https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr:6a0e5ed1-7dc1-4305-9d18-1d35fcd451e9/Definiciones%20de%20Calificaci%C3%B3n%20de%20El%20Salvador.pdf</a>
Se aclara que cuando en los documentos que sustentan la calificación (RAC/Reporte) se alude a calificación debe entenderse incluido el término clasificación.	
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.	

**Las clasificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de clasificación.**

TODAS LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CLASIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CLASIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CLASIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CLASIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de Autor © 2018 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus clasificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de clasificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión clasificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una clasificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus clasificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las clasificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las clasificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una clasificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una clasificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las clasificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una clasificación o un informe. La clasificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una clasificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las clasificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las clasificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las clasificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las clasificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una clasificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer clasificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de clasificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".