

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

Comité No. 131 /2019

Informe con Estados Financieros No Auditados al 30 junio de 2019

Fecha de comité: 29 de octubre de 2019

Periodicidad de actualización: Semestral

Sector Eléctrico El Salvador

Equipo de Análisis

Alexis Figueroa
afigueroa@ratingspcr.com

Isaura Merino
imerino@ratingspcr.com

(503) 2266-9471

HISTORIAL DE CLASIFICACIONES

Fecha de información	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18	Dic-18	Jun-19
Fecha de comité	11/03/2015	26/04/2017	16/04/2018	18/10/2018	12/04/2019	29/10/2019
Fortaleza Financiera	EAA	EAA	EAA	EAA	EAA+	EAA+
Emisión de Certificador de Inversión (CIDELSUR 1)	AA	AA	AA	AA	AA+	AA+
Perspectivas	Estable	Estable	Estable	Positiva	Estable	Estable

Significado de la Clasificación

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 riesgo¹ dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo menos "-" 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 esta, 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 ratificó la clasificación de "EAA+" con perspectiva "Estable" a la Fortaleza Financiera de Distribuidora de Electricidad DELSUR, S.A de C.V y de "AA+" con perspectiva "Estable" a la Emisión de Certificados de Inversión (CIDELSUR 1).

La calificación se fundamenta en la alta capacidad de pago de sus obligaciones, como resultado de la generación de ingresos derivado del monopolio natural en el que opera, permitiendo la continuidad de sus operaciones en el largo plazo y el sostenimiento de sus niveles de rentabilidad. Asimismo se considera los niveles adecuados de liquidez y solvencia que posee la compañía. Además se toma en consideración el respaldo financiero y la experiencia del grupo "Empresas Públicas de Medellín" que permiten mitigar los riesgos.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- **Incremento en ingresos y clientes.** A junio de 2019 los ingresos operacionales registraron un crecimiento de 12.19% respecto de junio 2018, derivado del incremento en los ingresos percibidos por servicios de distribución de energía (+12.57%), el cual estaría relacionado a un mayor precio de venta. Adicionalmente la Distribuidora refleja un crecimiento interanual en su cartera de clientes de 2.59%.
- **Capacidad de suministro de energía.** A la fecha de análisis DELSUR cuenta con una potencia contratada de 203.24MW distribuida en 29 contratos vigentes de suministro de energía, firmados con catorce empresas generadoras de diferentes fuentes, como: la térmica, geotérmica y fotovoltaica que permite garantizar la satisfacción de la demanda de sus más de 399 mil clientes.

¹Normalizado 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.

- **Niveles de liquidez estables.** Al periodo de estudio el indicador de liquidez general se mantuvo relativamente estable, con un valor de 1.02 (junio 2018: 1.03), derivado del incremento en el efectivo y las cuentas por cobrar que contrarrestaron el aumento de las cuentas pagar e impuestos sobre la renta por pagar.
- **Favorables niveles de solvencia.** A junio de 2019 la relación patrimonio a activos totales se ubicó en 26.5%, levemente inferior a lo reportado en junio de 2018 (27.3%), como resultado del mayor crecimiento en los activos, principalmente en las cuentas por cobrar. Por su parte el índice de endeudamiento fue de 2.77 veces, ligeramente superior al de junio 2018 (2.66) a consecuencia del incremento en las cuentas por pagar de la compañía. Cabe destacar que al periodo de análisis, los préstamos bancarios reflejaron una favorable reducción.
- **Niveles adecuados de cobertura.** A junio de 2019 la relación EBITDA a servicio de la deuda resultó en 9.4 veces, superior a lo reportado en junio de 2018 (8.63 veces), como resultado del aumento en la EBITDA (+6.86%) y la leve reducción en los gastos financieros (-1.84%).
- **Respaldo del grupo económico.** DELSUR forma parte de Empresas Públicas de Medellín (EPM), empresa multinacional conformada por 46 Compañías. EPM brinda el respaldo financiero y la experiencia en los servicios de energía eléctrica, gas por red, acueducto y alcantarillado. Por su parte DELSUR presenta riesgos regulatorios en relación con el pliego tarifario y el subsidio recibido por el gobierno sobre los consumos de clientes menores o iguales a 105 kWh.

Metodología utilizada

La opinión contenida en este 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 (PCR-SV-MET-O-012, El Salvador), vigente del Manual de Calificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 10 de noviembre de 2017.

Hechos de Importancia

- A junio de 2019, DELSUR adoptó la nueva norma de arrendamiento (NIIF 16), propuesta por la Junta de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB, por sus siglas en inglés).
- En agosto de 2019, DELSUR inauguró la primera estación de carga para vehículos eléctricos en El Salvador denominada "Electro Estación", esta iniciativa se deriva del compromiso de la Distribuidora por la innovación y brindar servicios con alto desarrollo tecnológico.
- En septiembre de 2018, se realizó el lanzamiento de la aplicación móvil DELSUR, una nueva herramienta digital disponible para sus clientes.
- DELSUR en alianza con las Municipalidades de San Juan Opico, Sacacoyo, Chiltiupan, San Pablo Tacachico, San Sebastián y Apastepeque, realizó la construcción de siete proyectos de electrificación rural, con una inversión aproximada de US\$35,000.
- 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 SCAE se usan para resolver problemas de confiabilidad, espacio, estética o costos en comparación a 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 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 la presencia en los mercados de El Salvador, Guatemala y Panamá.

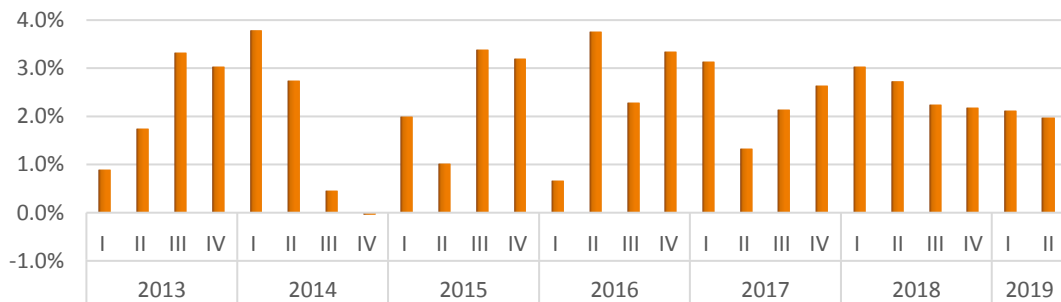
Entorno Económico

Al segundo trimestre de 2019, las cifras publicadas por el Banco Central de Reserva (BCR) muestran que la economía salvadoreña registró una tasa de crecimiento de 1.98%, menor al crecimiento de 2.72% registrado en el mismo periodo del año anterior. En este sentido, desde el enfoque de la demanda, el consumo privado reportó una contribución al crecimiento de 1.42%, menor al 3.15% reflejado en junio 2018, asimismo, la inversión tuvo un aporte del 0.08% (junio 2018: 1.65%). Cabe destacar que, durante los primeros meses del año 2019, El Salvador estuvo bajo un contexto de elecciones presidenciales, dejando como resultado un cambio en la estructuración política que había estado funcionando por diez años de gobierno del partido FMLN, por lo que la incertidumbre ante una nueva administración pudo haber influido en las decisiones de inversión del sector privado. Por otra parte, la contribución al crecimiento de las exportaciones fue de 2.02% (junio 2018: 0.85%). Asimismo, las importaciones contrarrestaron el crecimiento con 1.42% (junio 2018: 3.37%).

Por el lado de la oferta, los sectores que observaron un mayor aporte al crecimiento fueron: la Construcción (0.4%), Servicios financieros (0.33%), alojamiento y comidas (0.15%), agua y evacuación de aguas residuales (0.03%), electricidad (0.13%) y servicios de administración y apoyo (0.13%). En cuanto al sector construcción, el comportamiento positivo estaría relacionado a la ejecución de proyectos de infraestructura (residencial, comercial y corporativo), así como obras de ingeniería civil. Por su parte, el sector de servicios financiero se ha visto estimulado por el crecimiento en la cartera crediticia y depósitos, así como, el incremento de las primas de seguros. No obstante lo anterior, la Industria Manufacturera reflejó un aporte al crecimiento de 0.31%, levemente menor al 0.33% de junio 2018.

De acuerdo con las proyecciones del BCR, el crecimiento de la economía salvadoreña se ubicará en 2.3% al cierre del año 2019, mientras que para el año 2020 la entidad estima que la economía crezca un 2.6%, fundamentada en mayores expectativas de inversión pública y privada

VARIACIONES ANUALES DEL PIB AL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2019 (SERIE ENCADENADA Y DESESTACIONALIZADA)



Fuente: BCR / Elaboración: PCR

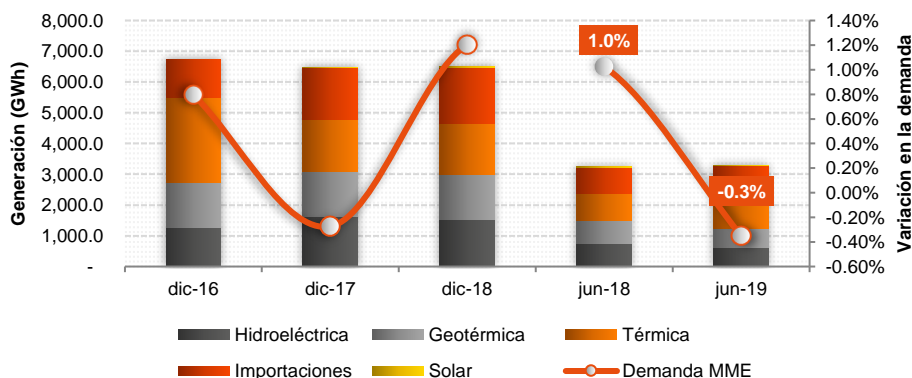
Composición del Sector Eléctrico de El Salvador

Matriz Energética

En El Salvador la matriz energética está distribuida en: hidroeléctrica, geotermia, térmica, importaciones y una pequeña porción de fuente fotovoltaicas. La hidroeléctrica y geotermia, ambas consideradas fuentes renovables, obtienen en conjunto a junio de 2019 una representación del 39.96% de la energía inyectada a la demanda del Mercado Mayorista de Energía (MME), la térmica 36.79%, las importaciones el 23.29%, y las fotovoltaicas con el 2.96%.

No obstante a nivel individual, la generación de energía térmica se ubicó con la mayor participación dentro de la matriz energética, pasando de 26.81% en junio 2018 a 36.79% en junio 2019, seguido de las importaciones, geotérmica e hidroeléctrica, las cuales cedieron participación. Cabe destacar que en cuanto a la generación de energía hidroeléctrica, su disminución estaría relacionada a la falta de lluvias registradas en el segundo trimestre del año.

INYECCIÓN MERCADO MAYORISTA DE ENERGÍA



Fuente: UT, S.A. / Elaboración: PCR

Por su parte la demanda acumulada en el MME de 3,198.3 GWh, representó una disminución para el periodo de estudio de 11.21 GWh (0.3%).

Demanda acumulada en el Mercado Mayorista Energético (GWh)

	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Hidroeléctrica	1,257.5	1,615.0	1,543.7	758.5	622.5
Geotérmica	1,467.2	1,459.9	1,437.2	738.4	624.6
Térmica	2,756.8	1,709.0	1,668.4	863.2	1,241.6
Solar	-	11.5	11.3	9.5	17.3
Importaciones	1,250.7	1,682.5	1,830.0	870.2	786.0
Total Inyecciones MME	6,732.2	6,561.3	6,609.6	3,296.6	3,374.5
Exportaciones	256.8	98.3	71.4	30.4	120.5
Pérdida de transmisión	114.5	119.5	118.4	56.7	55.7
Demanda MME	6,360.9	6,343.5	6,419.7	3,209.5	3,198.3

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

El sector eléctrico de El Salvador se caracteriza por contar con un Mercado Mayorista Energético (MME) y es la Unidad de Transacciones, la encargada de administrar y asegurar la calidad del suministro. El sector generador se encuentra compuesto por 14 empresas, principalmente por la CEL, institución estatal quien administra la planta hidroeléctrica compuesta por cuatro centrales existentes en El Salvador que son: Guajoyo, 5 de noviembre, 15 de septiembre y Cerrón Grande. A partir del 12 de diciembre de 2014, luego del acuerdo entre la empresa Enel Green Power S.p.A y la Estatal salvadoreña, las acciones de la LaGeo se encuentran a manos de Inversiones Energéticas (INE) empresa subsidiaria de la CEL; de esta forma es el sector estatal quien inyecta el 60.2% al Mercado Mayorista a junio 2019.

En relación con el parque generador doméstico, la Geo se ubica como la principal institución que inyecta energía al MME con una participación de 25.1% seguido por la CEL con el 25.0%. Por otra parte las variaciones interanuales de inyección de energía eléctrica reportadas a junio de 2019 coinciden con el comportamiento de la generación, ya que la CEL, reportó un decrecimiento de 17.94%, mientras que LaGeo se contrajo 15.41%, no obstante, una de las principales plantas generadoras de energía térmica como Nejapa Power, registró un incremento interanual de 695.9%.

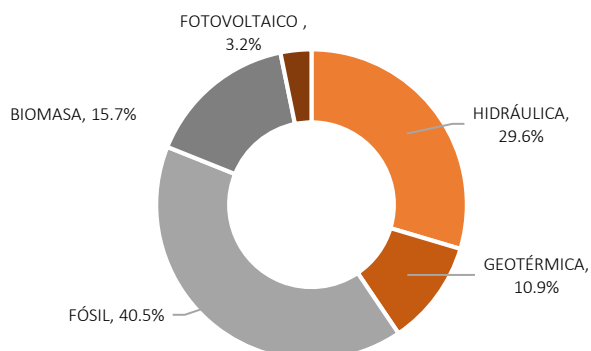
INYECCIONES DE ENERGÍA ELÉCTRICA POR PRINCIPALES PARTICIPANTES(GWH)

Generadoras	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Generadoras Estatales	2,724.8	3,074.9	2,980.9	1,496.9	1,247.0
Hidroeléctrica	1,257.60	1,614.90	1,543.70	758.5	622.5
CEL	1,257.60	1,614.90	1,543.70	758.5	622.5
Geotérmica	1,467.20	1,460.00	1,437.20	738.40	624.6
LAGEO	1,467.20	1,460.00	1,437.20	738.4	624.6
Generadoras Privadas	2,756.74	1,698.26	1,794.23	915.53	1,238.50
Combustible Fósil	2,361.94	1,265.26	1,359.03	599.73	891.00
NEJAPA POWER	387.3	22.8	69	7.3	58.1
BOREALIS	4.1	-	46.5	20.2	4.1
GECSA	6.3	0.9	2.8	0.6	-
HICALSA	0.34	0.16	0.53	0.03	-
DUKE ENERGY	1,002.50	692	629.2	308.9	378.3
INE	439.9	237	213.2	68.5	209
TERMOPUERTO	463	293.4	233.1	114.8	165.4
TEXTUFIL	58.5	19	164.7	79.4	76.1
Energía Biomasa	394.8	433	435.2	315.8	347.5
CASSA	100	77.8	85.7	61	53.9
ING. EL ANGEL	130.8	134.3	133.2	87.8	104.6
ING. LA CABAÑA	41.2	53.3	60.4	43.5	40
CHAPARRASTIQUE	122.8	167.6	155.9	123.5	149
Total	5,481.54	4,773.16	4,775.13	2,412.43	2,485.50

Fuente: Consejo Nacional de Energía / Elaboración: PCR

A junio de 2019 la capacidad instalada reportada por los operadores ascendió a 1,867.81 MW, superando en 1.31% a la potencia instalada el año previo. Actualmente la capacidad instalada por recurso se encuentra distribuida de la siguiente manera:

CAPACIDAD INSTALADA POR TIPO DE RECURSO (%)

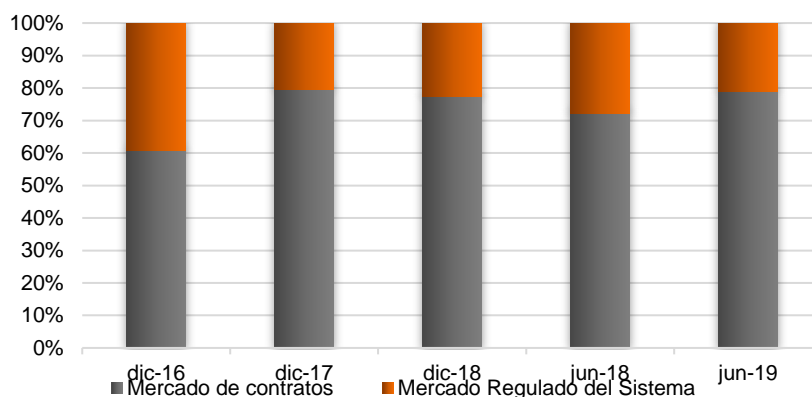


Fuente: SIGET / Elaboración: PCR

El mercado de energía eléctrica en El Salvador está basado en la remuneración a los participantes del mercado generadores en base a sus costos de producción y por contratos financieros, esto de acuerdo con el Reglamento de Operación del Sistema de Transmisión y del Mercado Mayorista Basado en Costos de Producción (ROBCP). Además opera bajo dos modalidades, por medio del mercado de contratos establecido en el artículo 86-A del Reglamento de la Ley General de Electricidad, las distribuidoras se encuentran obligadas a seguir suscribiendo contratos, al menos hasta cubrir el 80% de la demanda máxima incluyendo convenios entre operadores en forma independiente (bilateral). El remanente se comercializa en el Mercado Regulador del Sistema por medio de contratos a corto plazo, y de acuerdo con el reglamento de la Ley General de Electricidad en el artículo 69 los precios y condiciones de los contratos de suministro de energía entre operadores estarán limitados únicamente por la voluntad de las partes y por la Ley y para su perfeccionamiento no será necesaria la intervención de terceros.

De acuerdo con cifras de la UT, el mercado de contratos totalizó los 2,523.9 GWh a junio de 2019, obteniendo una representación del 78.9% del total de la energía consumida, superior a lo observado en junio 2018 cuando representaron el 72.3%; lo que garantiza a los generadores la compra de su energía por un período de tiempo en el largo plazo, además de estabilizar el precio de la energía.

INYECCIÓN POR TIPO DE MERCADO



Fuente: UT, S.A. / Elaboración: PCR

Para mantener un control sobre el precio de energía, el Gobierno de El Salvador establece un pliego tarifario del cual se revisa cada 3 meses el costo de energía y cada 5 años el costo de comercialización y distribución.

A junio de 2019 el precio promedio del MWh en el Mercado Regulador del Sistema se ubicó en \$117.86, superior en 20.4% al reportado en junio 2018. Cabe mencionar que los precios de la energía se ven afectados principalmente por períodos de sequía y variaciones en los precios del combustible. Para mitigar estas fluctuaciones las distribuidoras compran la energía por medio de contratos a largo plazo, lo que permiten una relativa estabilidad en los precios para el consumidor final.

EVOLUCIÓN DEL PRECIO PROMEDIO DE LA ENERGÍA EN US\$/MWH

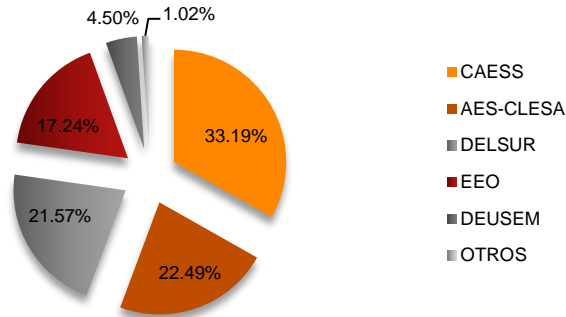
	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Precio Promedio interanual - MRS MWh	81.80	91.47	112.88	97.57	117.86

Fuente: UT, S.A. / Elaboración: PCR

Distribuidores

De acuerdo con la información publicada por la SIGET, se encuentran operando principalmente siete compañías distribuidoras eléctricas de capital privado. Cada una opera en un marco geográfico no concesionado, aunque delimitado por zonas. La Compañía de Alumbrado Eléctrico de San Salvador S.A. de C.V. (CAESS) representa el 33.2% del total de clientes del país concentradas en las zonas de Chalatenango, Cuscatlán, Cabañas y la Zona Norte de San Salvador cómo se muestran en el siguiente gráfico, seguido por AES CLESA & Cía. S. en C. de C.V. con el 22.49% y Distribuidora de Electricidad del Sur S.A. de C.V. con el 21.57%, juntas representan el 77.25% de los clientes del país.

PARTICIPACIÓN EN CLIENTES DE DISTRIBUIDORAS



Fuente: SIGET / Elaboración: PCR

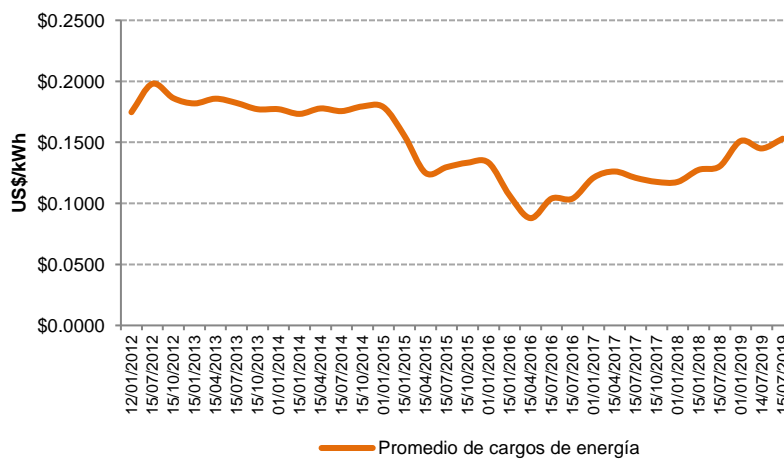
Pliego Tarifario

De acuerdo con la Ley General de Energía en el Artículo 67, los cargos por uso de la red de distribución son calculados usando una metodología establecida por SIGET que toma en cuenta los costos promedio de inversión, operación y mantenimiento de la red de distribución. El cargo promedio por uso de la red de distribución expresado en US\$/kW/mes, se calcula con base en la capacidad requerida a cada nivel de tensión, sin tomar en cuenta la energía suministrada.

El precio de energía eléctrica se encuentra compuesto por los cargos de comercialización, cargos de energía y cargos de distribución con base a los datos del MRS proporcionados por la Unidad de Transacciones y los precios de los Contratos de Largo Plazo Trasladables a Tarifas. Se consideran demandas pequeñas los que consumen entre cero y diez kW/mes, cabe mencionar que El Gobierno de El Salvador subsidia el consumo de energía a clientes residenciales cuyo consumo se encuentre entre 1 kWh y 105 kWh. El rango entre los 10 kW hasta 50 kW corresponde a las medianas demandas y el requerimiento mayor de 50 kW pertenece a las grandes demandas.

El promedio de los cargos por energía que corresponde al mecanismo para trasladar los costos de potencia y energía a los usuarios finales experimentó un aumento a la tarifa, asociados principalmente por el aumento en los precios en el barril del petróleo:

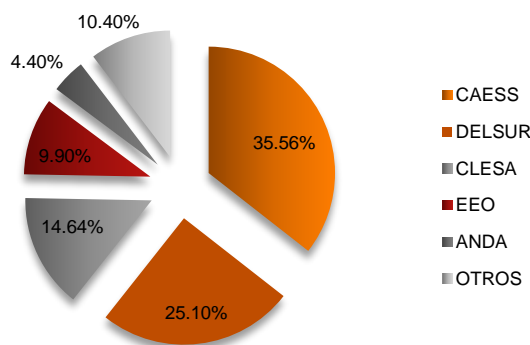
PROMEDIO DE CARGOS VARIABLE DE ENERGÍA



Fuente: SIGET / Elaboración: PCR

Los datos a junio 2019 posicionan a CAESS con el 35.56% de la demanda total de energía (incluyendo Contratos y MRS), acorde al mayor número de usuarios que posee la distribuidora en relación con el sector, seguido por DELSUR con el 25.10%, CLESA con el 14.64% y EEO con el 9.9%, juntas representaron el 85.2% de la demanda total de energía.

DISTRIBUIDORAS DE ENERGÍA



Fuente: SIGET / Elaboración: PCR

Resumen de la emisión

CONCEPTO	DETALLE
Nombre del emisor	: DELSUR, S.A. DE C.V.
Denominación	: CIDELSUR1
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	: El monto de la emisión fue de treinta millones de dólares de los Estados Unidos de América (US\$30,000,000.00).
Valor Mínimo y Múltiplo de Contratación	: Cien dólares de los Estados Unidos de América (US\$100.00) y múltiplos de cien dólares de los Estados Unidos de América (US\$100.00).
Plazo de la emisión	: La emisión de certificados de inversión representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta tendrá un plazo de uno a diez años contados a partir de la fecha de su colocación.
Forma de pago Capital e Intereses	: El capital se paga al vencimiento del plazo, y los intereses se pagan trimestralmente, a partir de la fecha de colocación a través del procedimiento establecido por la CENTRAL DE DEPOSITO DE VALORES, S.A. DE C.V. (CEDEVAL, S.A. DE C.V.).
Tasa de intereses	: DELSUR pagará intereses sobre el saldo de las anotaciones en cuenta de cada titular, durante todo el período de vigencia de la emisión, los cuales se calcularán con base en el año calendario. La tasa de Interés a pagar se determinará utilizando como tasa base, la Tasa de Interés Básica Pasiva Promedio Ponderado para los depósitos a plazo del Sistema Financiero (TIBP) a seis meses plazo que sea publicada por el Banco Central de Reserva de El Salvador, el miércoles de la semana anterior a efectuarse la negociación. A esta tasa base se le sumará una sobretasa que no será menor a CERO PUNTO DIEZ POR CIENTO (0.10%) anual que se determinará previo a la negociación. Asimismo, se podrá utilizar como tasa base la Tasa London Interbank Offered Rate, LIBOR, a seis meses plazo que sea publicada por Barclay's Bank o por British Banker's Association el miércoles de la semana anterior a la negociación, y a esta tasa se le sumará una sobretasa que no será menor de CERO PUNTO DIEZ POR CIENTO (0.10%) anual que se determinará previo a la negociación. La tasa de interés podrá ser fija o variable a opción del emisor y se determinará antes de cada negociación manteniéndose vigente durante el plazo de cada tramo y en los casos que la tasa de interés sea variable deberá publicarse el día anterior a la fecha de reajuste en un periódico de circulación mayor. Sin perjuicio de la tasa base que se utilice como referencia DELSUR, S.A. de C.V. podrá establecer previo al momento de la colocación una tasa de interés mínima a pagar y una tasa de interés máxima a pagar, aplicable durante la vigencia del tramo al cual correspondan.
Interés moratorio	: En caso de mora en el pago del capital, el emisor reconocerá a los titulares de los valores además un interés moratorio del cinco por ciento (5%) anual sobre la cuota correspondiente a capital.
Transferencia de los valores	: Los traspasos de los valores se efectuarán por medio de transferencia contable en el registro de cuenta de valores que lleva la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. en forma electrónica.
Garantía de la Emisión	: La emisión no posee garantía específica.
Destino de los recursos:	: Los fondos que se obtengan por la negociación de esta emisión serán 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.

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

Detalle del Instrumento Clasificado

Características de los instrumentos clasificados:

DETALLE DE LA EMISIÓN	
DETALLE	EMISIÓN
Código	CIDELSUR1
Tramo	1
Monto	\$21,000,000
Fecha emisión	17/08/2010
Fecha de vencimiento	17/08/2020
Precio medio negociado	100.00%
Tasa de interés	LIBOR 6M
Tasa piso	5.00%
Tasa techo	8.00%
Spread	3.00%
Tasa de interés inicial	5.00%
Periodicidad de pago	Trimestral
Tasa de interés vigente	5.00%
Periodicidad de pago	Trimestral
Pago de capital	Al vencimiento
Garantía	Sin garantía

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.

A partir del 2011 Innova Tecnología y Negocios, S.A. de C.V., compañía subsidiaria de DELSUR comienza 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

De acuerdo con la evaluación realizada por medio de la encuesta Environmental, Social & Governance Assessment (ESG) del informe elaborado al cierre del primer semestre del año 2017, se estableció que del DELSUR posee un desempeño bueno² respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.

Con fecha 08 de febrero de 2011 a través de la sociedad EPM Latam S.A. (antes AEI El Salvador Holdings S.A.) del domicilio de Panamá, el Grupo de Empresas Públicas de Medellín, E.S.P. (EPM) adquirió la participación equivalente al 86.41% de las acciones de la Distribuidora.

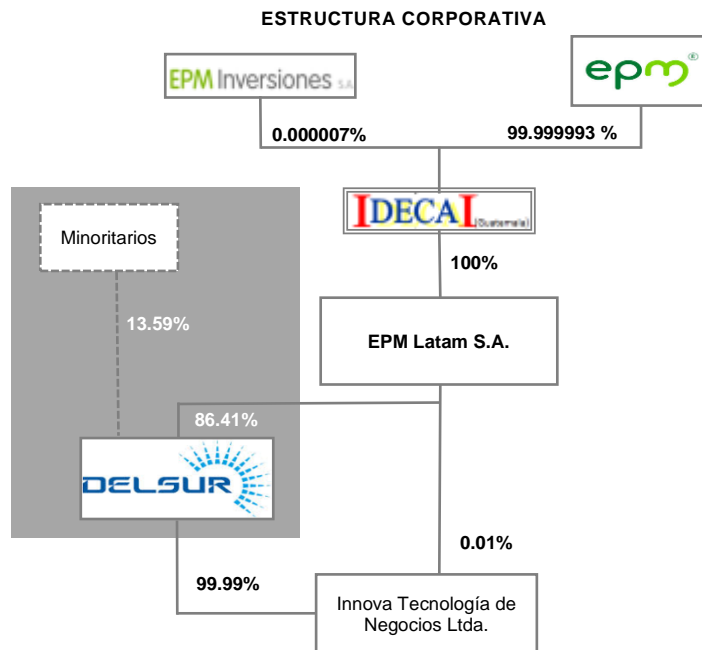
La controladora última es el Grupo de Empresas Públicas de Medellín, E.S.P. (EPM), quién por medio de una filial es propietaria del 100% de las acciones de EPM Latam S.A.

Al 30 de junio de 2019 el Capital Social de la compañía totalmente suscrito y pagado es de US\$12,282,292.00. Asimismo la composición accionaria se encuentra distribuida de la siguiente manera:

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

² Categoría GC3 en una escala de 6 niveles, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima.



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

Directores y Plana Gerencial

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.

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

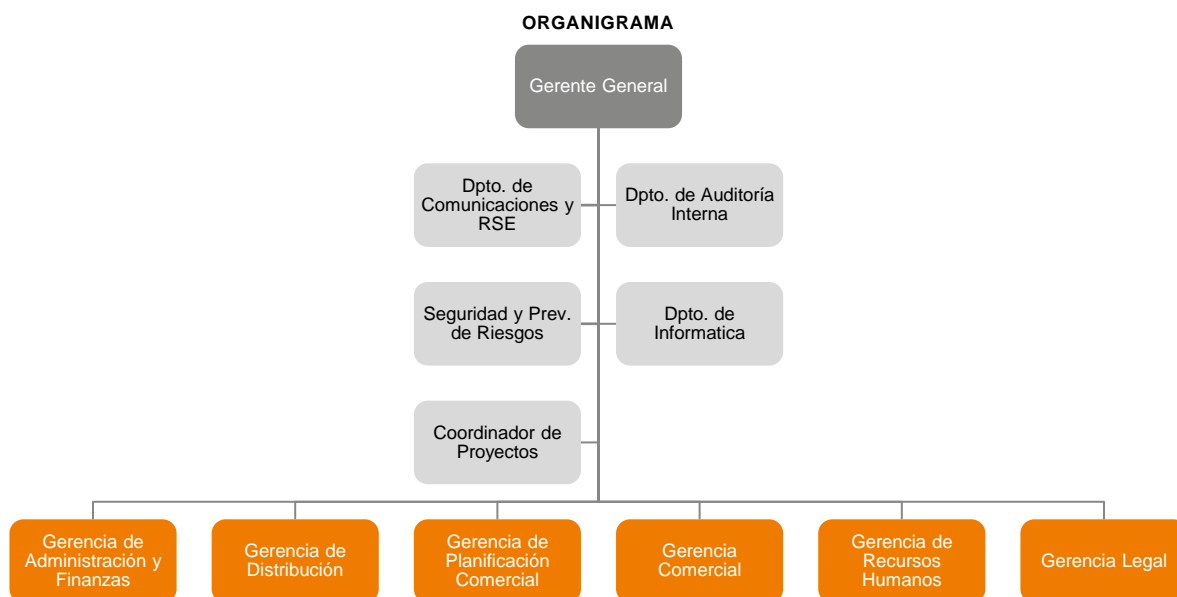
Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

En cuanto a su personal ejecutivo, en opinión de PCR, DELSUR cuenta con personal altamente calificado, los cuales son detallados en el siguiente cuadro:

NOMINA 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 de Distribución	Alfonso Peñuela Ayala
Gerente Legal	Claudia María Tomasino de Crespo

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

Al 30 de junio de 2019, la estructura operativa de DELSUR se encuentra liderada por la Gerencia General, cinco unidades asesoras y seis gerencias: Finanzas, Planificación Comercial, Comercial, Recursos Humanos, Distribución y Legal.



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

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 incorporan todos los manuales, procedimientos y políticas. 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.

Responsabilidad Social Empresarial

Producto del análisis efectuado en la ESG, consideramos que DELSUR tiene un nivel de desempeño Óptimo³, respecto a sus prácticas de Responsabilidad Social Empresarial.

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 en coordinaciones, mejorar el ahorro basado en tecnología austera en los sanitarios, lavamanos y similares. Cuenta con mediciones de consumo doméstico con un indicador de Mts 3 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 hacia adentro y fuera de la empresa. En el apartado III numeral 1.1 indica que las oportunidades se fundamentan en la capacidad, integridad y experiencia; en el numeral 1.2 se menciona: el respeto absoluto por las diferencias y opiniones de los demás, 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.

Ventajas comparativas y competitivas

Actualmente DELSUR cuenta con una serie de ventajas tanto comparativas como competitivas que permiten el sano desarrollo de sus operaciones, dentro de estas ventajas se pueden enlistar las siguientes:

³ Categoría RSE2, donde RSE1 es la categoría máxima y RSE6 es la mínima

Comparativas

- El área de distribución de DELSUR incluye las mayores zonas industriales del país.
- La venta de energía se realiza en los departamentos con mayor desarrollo económico, como: San Salvador y La Libertad.
- Oportunidad de crecimiento de la empresa ante el incremento proyectos residenciales de clase media alta.

Competitivas

- Empresa solida con más de 20 años de experiencia
- Fuerza laboral técnica y conocedora de la distribución y comercialización de la energía.
- Atención personalizada para los clientes.
- Experiencia en el mercado de la construcción de infraestructura eléctrica.

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.

PCR considera que el riesgo de pérdida financiera como resultado de nuevos competidores es bajo, dada a las características de la industria.

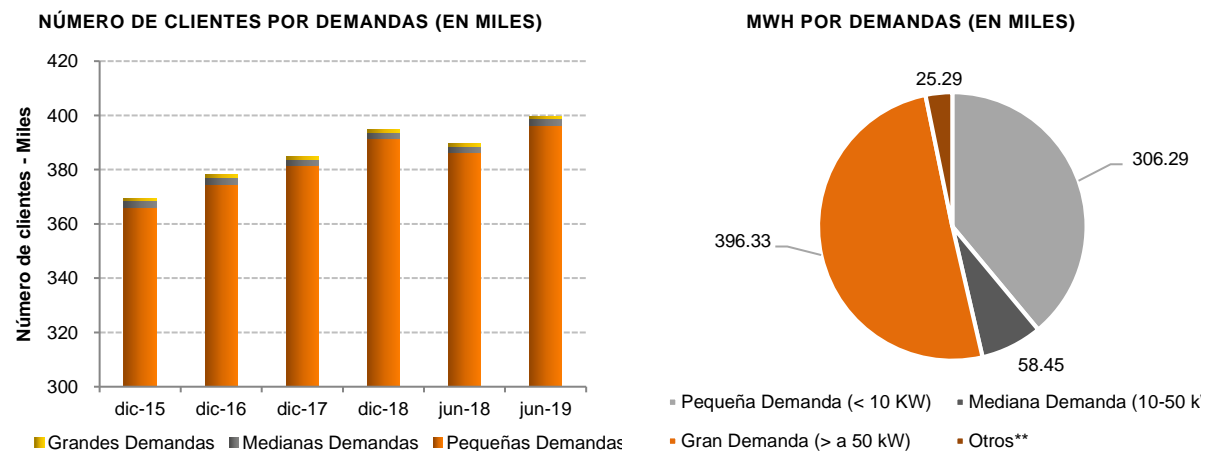
DELSUR, dispone de nueve oficinas comerciales. A junio de 2019 la compañía contó con una infraestructura de 6,691 km en líneas, 24 subestaciones de MT que le permitió mantener una capacidad instalada de 384.03 MW (junio 2018: 377 MW) y alcanzar una demanda máxima de 240.09 MWh (junio 2018: 245.4 MWh), representando el 25.10% de la demanda de energía total⁴.

Clientes y proveedores

Al periodo de estudio los clientes registrados por DELSUR ascienden 399,709, reflejando un crecimiento de 2.59% respecto de junio 2018, debido principalmente al incremento en los clientes de pequeña demanda (< a 10Kw) los cuales explicaron en un 98.9% el incremento total de clientes al periodo de estudio. En cuanto a la estructura por categoría de clientes, la pequeña demanda siguió representando la mayor participación dentro del total de usuarios de la Distribuidora, con el 99.13% (incluye la demanda residencial, comercial y alumbrado público). Por su parte las medianas y grandes demandas tienen una participación del 0.61% y 0.25%, respectivamente. Cabe destacar que la actual participación de clientes se ha mantenido constante durante los últimos cinco años.

A pesar del incremento en los clientes de la Distribuidora (principalmente pequeña demanda), la cantidad total suministrada por DELSUR se ubicó en 786,358 MWh, registrando una ligera reducción del 0.55% respecto de junio 2018, la disminución estaría asociada a factores relacionados al intercambio con distribuidores y comercializadores, energía no registrada y estimaciones de energía en medidores.

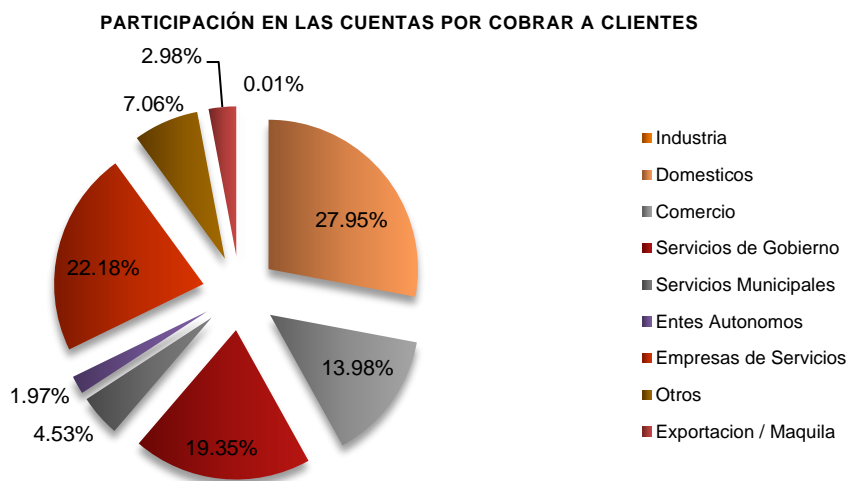
En cuanto a la cantidad de MWh demandados por tipo de cliente, se observa que la gran demanda lidera en participación, abarcando el 50.40% (junio 2018: 49.99%), seguido por las pequeñas demandas que concentran el 38.95% (junio 2018: 37.94%), medianas demandas 7.43% (junio 2017: 7.06%) y otros 3.22% (junio 2018: 5.01%).



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

⁴ Incluye contrato y MRS.

Al periodo de estudio las cuentas por cobrar de la Distribuidora ascendieron a US\$19.82 millones, equivalente a un crecimiento de 6.85% respecto a junio de 2018 (US\$18.55 millones), este comportamiento estaría asociado al incremento en las cuentas por cobrar de Empresas de servicios (455.63%), Servicios de gobierno (163.76%) y Domésticos (40.79%). Cabe destacar que el aumento en dichas cuentas es producto del incremento en los precios de la energía, debido a la imposibilidad de DELSUR de facturar el incremento en el precio de energía suministrado de forma automática. En cuanto a la participación de clientes por sectores, se observa que cuatro de ellos concentran el 83.46% del total, de los cuales Domésticos tiene una representación de 27.95% (junio 2018: 19.81%), seguido por Empresas de Servicios 22.18% (junio 2018:4.26%), Servicios de Gobierno 19.35% (junio 2018:7.84%) y Comercio 13.98% (junio 2018: 12.24%). El resto de las cuentas por cobrar se distribuye en Servicios Municipales, Industria, Entes Autónomos, Exportación/ Maquila y Otros.



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

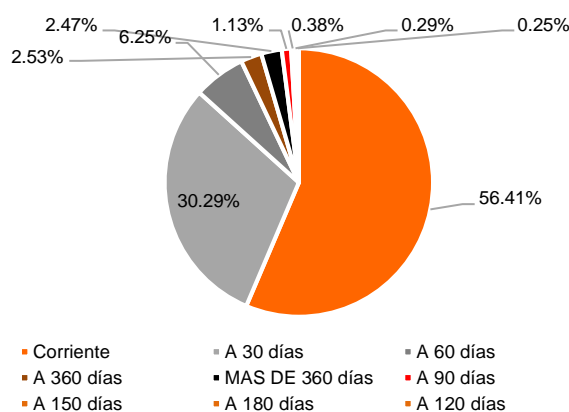
A junio de 2019 la clasificación de la cartera de consumo de energía estuvo mayormente concentrada en créditos corrientes con una participación del 56.41% (junio 2018:66.18%), seguido por los créditos atrasados entre 1 a 30 días 30.29% (junio 2018: 21.90%), entre 30 y 60 días 6.25% (junio 2018:4.21%), mientras que los clientes que presentaron una mora superior a los 60 días representaron el 7.05% (junio 2018: 7.73%).

PCR considera que la generación en los flujos de cartera es predecible y estable, debido a que la Compañía se respalda de la Ley General de Electricidad Salvadoreña, lo que le permite desconectar el servicio de energía a clientes que presenten una mora a partir de 60 días.

CLASIFICACIÓN DE LA CARTERA DE CONSUMO DE

Componente	jun-18	jun-19
CORRIENTE	12,275	11,180
A 30 DIAS	4,061	6,003
A 60 DIAS	780	1,239
A 90 DIAS	429	223
A 120 DIAS	201	50
A 150 DIAS	113	74
A 180 DIAS	110	57
A 360	282	502
MAS DE 360	298	490
Total	18,549	19,819

CLASIFICACIÓN DE LA CARTERA A JUNIO 2019 (PORCENTAJE)



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

Al periodo de análisis DELSUR cuenta con una potencia contratada de 203.24 MW, que equivale al 82.9% de la demanda máxima registrada a junio 2019, encontrándose distribuida en 29 contratos vigentes de suministro de

energía⁵, firmados con catorce empresas generadoras, constituyendo una garantía para la satisfacción de la demanda energética de la compañía en el mediano y largo plazo.

Cabe destacar que para completar la demanda máxima registrada a junio de 2019, DELSUR es participante del Mercado Regulador del Sistema, el cual es un mecanismo de contratos de corto plazo que permite abastecer la demanda energética no cubierta por el mercado de contratos.

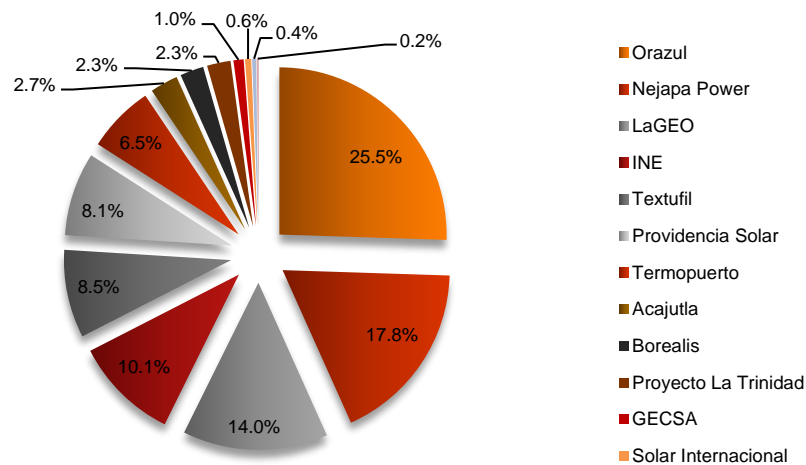
CONTRATOS VIGENTES

Generador	Potencia contratada PC (MW)	Número de contrato	Período promedio de suministro (Años)
Orazul	51.85	4	1.65
Nejapa Power	36.13	2	1.70
LaGEO	28.54	1	1.53
INE	20.59	1	0.76
Textufil	17.33	5	1.66
Providencia Solar	16.43	1	18.01
Termopuerto	13.23	1	0.76
Acajutla	5.48	1	19.36
Borealis	4.65	2	2.03
Proyecto La Trinidad	4.63	4	15.45
GECSA	1.99	1	0.76
Solar Internacional	1.20	3	11.41
Hilcasa Energy	0.80	2	10.74
CANGREJERA	0.40	1	11.81
TOTAL	203.24	29	

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

A junio de 2019 la composición de potencia contratada por DELSUR muestra que un 25.5% se originó de Orazul, seguido por Nejapa Power con el 17.8% y LaGeo con el 14%.

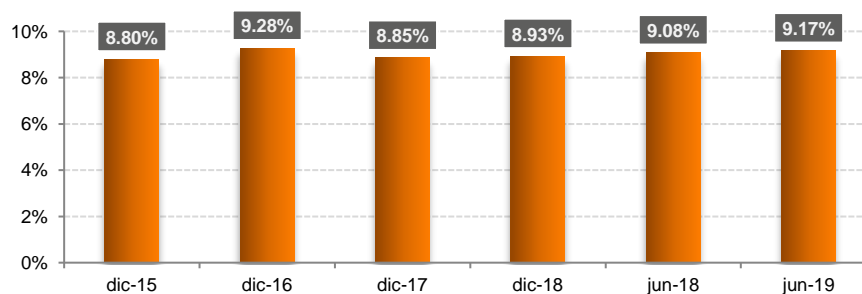
COMPOSICIÓN POTENCIA CONTRATADA A JUNIO DE 2019



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

A junio de 2019 las pérdidas de energía presentada por la Distribuidora fueron de 9.17%, levemente superior al 9.08% reportado en junio 2018. No obstante la Distribuidora cuenta con un programa de reducción de pérdidas, el cual establece la programación de inspecciones preventivas, control de grandes clientes, normalización de consumo del comercio informal, así como la instalación de redes antirrobos.

PÉRDIDA DE ENERGÍA



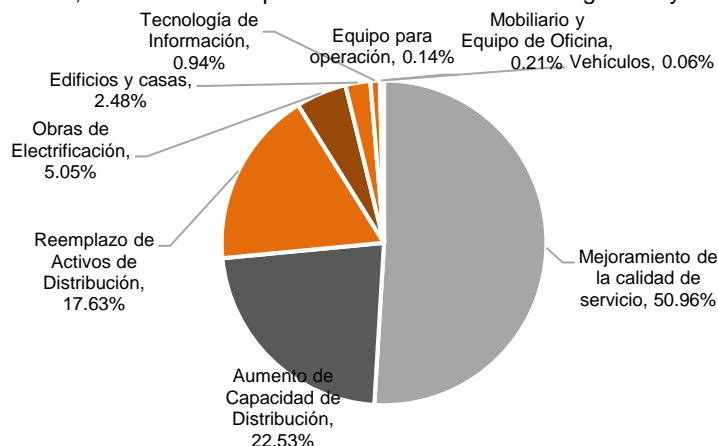
Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

⁵ 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.

CAPEX

A junio de 2019 la Compañía ejecutó una inversión de US\$1.45 millones, menor a lo ejecutado en el mismo periodo del año pasado (-41.8%) y correspondiente al 16.88% de la inversión presupuestada para el año 2019. La inversión ejecutada a la fecha se destinó en un 50.96% para el mejoramiento de la calidad de servicio, aumento de capacidad de distribución (22.53%) y reemplazo de activos de distribución (17.63%).

Las inversiones responden a los objetivos estratégicos establecidos en la Distribuidora, con el fin de brindar a sus clientes una alta calidad técnica, así como el cumplimiento de estándares de seguridad y ética.



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.

Al tercer trimestre de 2012 la SIGET estableció un modelo para calcular los cargos por distribución y comercialización de energía, lo que resultó en una estabilidad en los precios a partir de diciembre de 2013, en donde los ingresos promedio crecen en 6.65% respecto con mismo periodo anterior.

A junio de 2019 los ingresos por servicios de distribución de energía presentaron un aumento interanual de 12.57% asociados a un mayor precio de venta de energía que al periodo de análisis se ubicó en US\$204.28 MWh, mayor en 10.96% respecto de junio 2018.

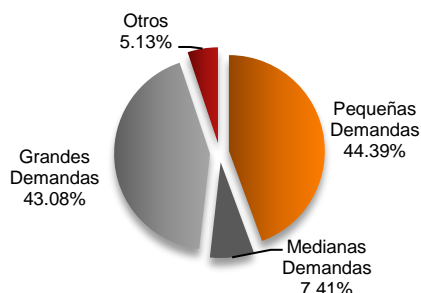
INGRESOS (US\$ MILES)

Componentes	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Servicios por distribución de energía	289,718	228,284	267,723	293,151	141,491	159,281
Venta de electrodomésticos y servicios	1,179	1,137	1,215	1,418	377	304
Otros ingresos operacionales	5,832	5,405	5,331	5,701	3,015	2,959
Total ingresos operacionales	296,728	234,826	274,269	300,270	144,884	162,544

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

Al periodo de análisis los ingresos percibidos por la Distribuidora en concepto de servicio por distribución de energía provienen mayoritariamente de las Pequeñas Demandas, las cuales tienen una participación del 44.39%, seguido de las Grandes Demandas (43.08%), mientras que las Medianas Demandas y Otros tienen una participación de 7.41% y 5.13%, respectivamente.

ESTRUCTURA DE INGRESOS POR DEMANDA



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

A junio de 2019 la compra de energía representó el 92.13% del total de costos reportados por la Distribuidora, experimentando un incremento en su participación de 1.23 p.p. respecto de junio 2018. Asimismo este componente reflejó una tasa de crecimiento del 15.25% como producto de la variación en el precio de compra promedio que pasó de US\$131.73 por MWh en junio 2018 a US\$149.57 por MWh en junio 2019 equivalente a una tasa de crecimiento de 13.32%. En contraste, los costos por suministro de energía y servicios contratados presentaron una reducción de 9.74%, y una menor participación dentro del total de costos al pasar de 6.28% en junio 2018 a 4.99% en junio 2019.

COMPRA DE ENERGÍA (MILES US\$)

Componentes	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Compra de energía	231,083	167,369	205,980	228,457	108,740	125,322
Precio de compra (US\$/MWh)	139.69	104.99	127.00	139.05	131.73	149.57

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

Por su parte los gastos operativos ascendieron a US\$13.7 millones, reflejando una tasa de crecimiento interanual de 10.04%, como resultado del incremento en la depreciación (+37.04%), la cual tiene una participación del 28.76% dentro del total de gastos operativos. Cabe destacar que el incremento en la depreciación se debe por una parte a la adopción de la nueva NIIF 16, la cual establece que los arrendamientos deben reconocerse como activos y por otra, a la revaluación de activos. Asimismo los gastos de personal reflejaron un moderado crecimiento de 2.63%, ubicándolos con una participación del 47.91%. Finalmente las estimaciones para cuentas de cobro dudoso reportaron una reducción del 74.25%.

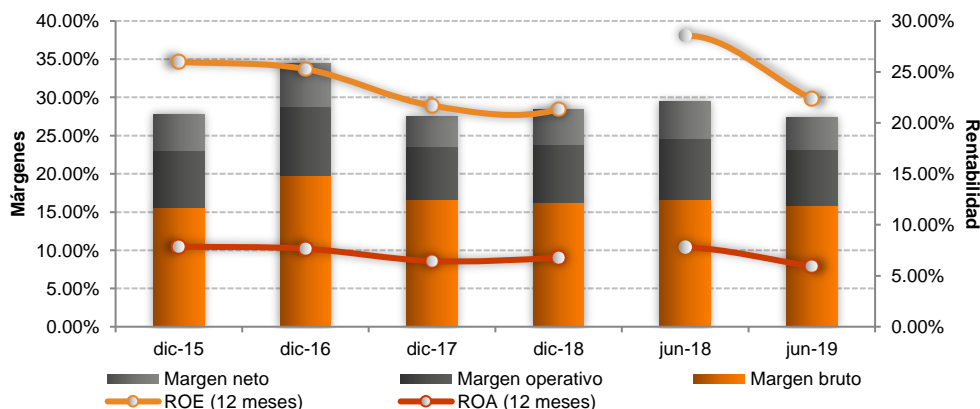
GASTOS OPERACIONALES (MILES)

Componentes	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Gastos de personal	11,566	12,493	12,691	12,987	6,410	6,578
Depreciación	5,653	5,229	5,520	5,816	2,881	3,949
Materiales y repuestos utilizados	2,595	2,287	1,796	1,815	779	761
Estimación para cuentas de cobro dudoso	214	382	390	641	393	101
Publicidad institucional	300	303	271	302	142	154
Amortización de intangibles	249	365	840	1,172	574	730
Estimación por obsolescencia de inventario	-	-	2	4	-	(7)
Asesoría administrativa	-	-	-	-	-	-
Otros gastos de operación	3,220	3,891	5,261	3,163	1,298	1,464
Total gastos operativos	23,797	24,948	26,771	25,901	12,477	13,730

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

Rendimiento Financiero

A junio de 2019 la combinación de los ingresos, costos y gastos, dieron como resultado un margen bruto y operativo de 15.81% y 7.36% respectivamente, moderadamente inferior a los registrados en junio de 2018, cuando los mismos se ubicaron en 16.64% y 8.03%. En este sentido la reducción del margen bruto estaría asociado al incremento en los costos, especialmente el referido a la compra de energía, mientras que en lo que respecta al margen operativo este se vio influenciado por el aumento en la depreciación. Asimismo dichos resultados generaron que los indicadores de rentabilidad se ubicaran por debajo de los registrados en junio 2018, resultando en un ROE y ROA de 22.34% y 5.93% (junio 2018: 28.55% y 7.80%).

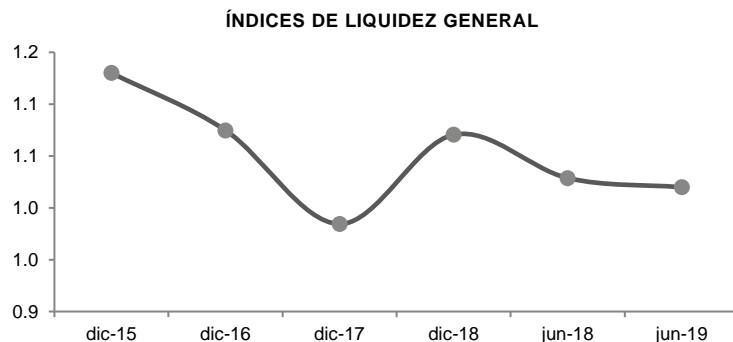


Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

Liquidez

Al periodo de estudio el indicador de liquidez general se mantuvo relativamente estable, con un valor de 1.02 (junio 2018: 1.03), derivado del incremento en el efectivo y las cuentas por cobrar que contrarrestaron el aumento de las cuentas pagar e impuestos sobre la renta por pagar. Adicionalmente la Distribuidora reflejó un importante incremento en inversiones financieras por un monto de US\$1.8 millones, distribuidas en instrumentos de bajo riesgo como:

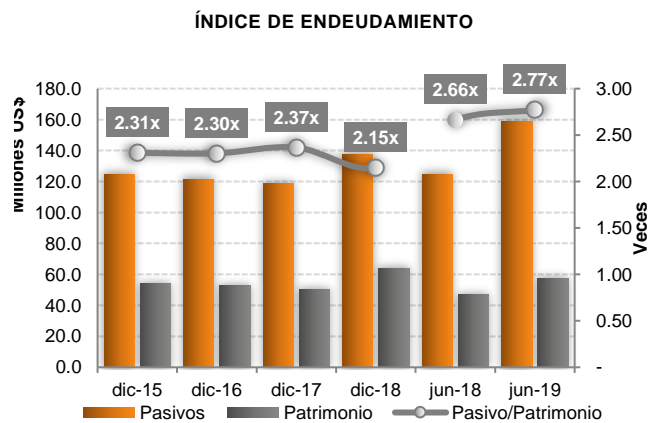
Depósitos a plazo (57.35%), emisiones del Estado (33.07%), fondo de titularización (7.81%) y fondos de inversión (1.77%).



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

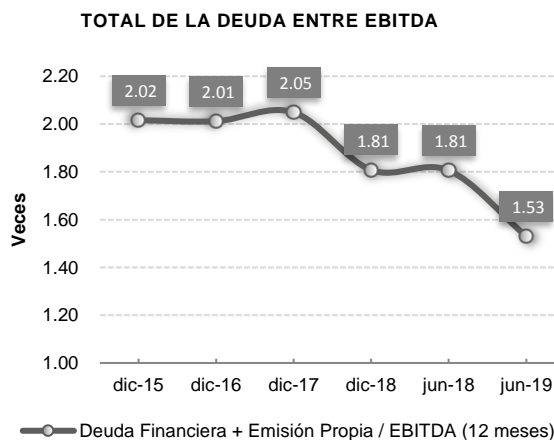
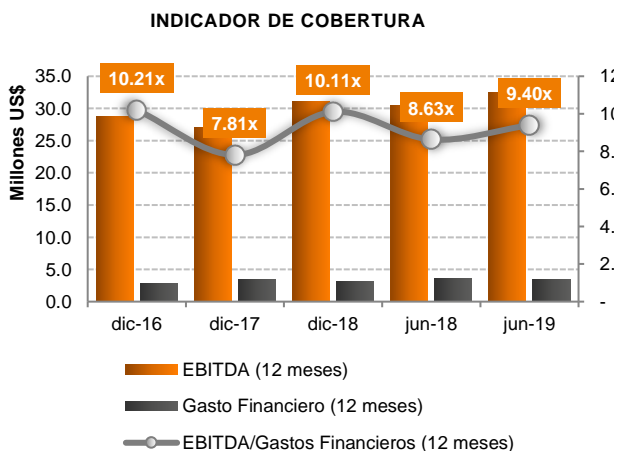
Endeudamiento y Solvencia

El endeudamiento a junio de 2019 se ubicó en 2.77, superior al reportado en junio 2018 (2.66 veces), como resultado de un mayor crecimiento de los pasivos respecto del patrimonio. Si bien el patrimonio reflejó un crecimiento de 22.57%, como resultado del crecimiento de revaluaciones, los pasivos aumentaron en 27.57%, influenciados por la adopción de la NIFF 16, que establece el reconocimiento de arrendamientos como pasivos, asimismo, las cuentas por pagar e impuestos también mostraron un incremento relacionado al aumento en el precio de la energía que afecta el reconocimiento inmediato de costos e ingresos. En términos de estructura, las cuentas que presentaron una mayor participación en los pasivos fueron: las cuentas por pagar por compra de energía (23.07%), otras cuentas por pagar (15.52%), préstamos bancarios a largo plazo (15.33%) y títulos de emisión propia (13.20%). 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 EBITDA a servicio de la deuda a junio de 2019 resultó en 9.4 veces, superior a lo reportado en junio de 2018, como resultado del aumento en la EBITDA (+6.86%) y la leve reducción en los gastos financieros.



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

A junio de 2019 la deuda financiera total respecto con EBITDA se ubicó en 1.53 veces menor al indicador de junio 2018 (1.81 veces), debido a la reducción de la deuda (-9.45%) y al crecimiento de la EBITDA.

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 No Auditados

BALANCE GENERAL (US\$ MILES)						
Componentes	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
ACTIVOS CORRIENTES:	59,799	53,912	46,907	63,752	53,693	74,807
Efectivo y equivalentes de efectivo	14,913	12,726	8,948	9,289	4,471	13,367
Inversiones a corto plazo	8,000	3,422	23	995	24	1,814
Documentos y cuentas por cobrar, neto	34,786	34,230	33,715	46,337	715	3,382
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	-	-	-	-	42,932	50,641
Inventarios	990	855	1,315	1,466	4,477	4,400
Otros activos corrientes	1,110	2,679	2,906	5,664	1,074	1,203
ACTIVOS NO CORRIENTES:	118,583	120,333	121,880	137,805	117,599	141,364
Reserva por servicio de deuda	-	-	-	-	-	-
Cuentas por cobrar a largo plazo	1,457	1,348	1,261	1,075	906	605
Préstamos por cobrar a partes relacionadas	-	-	-	-	522	522
Inversiones en acciones	2,091	1,097	1,074	549	556	530
Propiedades, planta y equipo, neto	113,850	113,293	113,009	128,225	109,124	122,362
Activos intangibles, neto	1,185	4,595	6,536	7,957	6,130	7,316
Inversiones en acciones al costo	-	-	-	-	-	-
Inversiones en acciones cias. Subsidiarias	-	-	-	-	360	360
Activos por impuestos sobre la renta diferido	-	-	-	-	-	9,668
TOTAL ACTIVOS	178,382	174,245	168,786	201,556	171,291	216,171
PASIVOS CORRIENTES:	52,913	50,162	47,645	59,551	52,193	73,349
Sobregiro bancario	841	1,361	1,141	-	-	-
Porción circulante de préstamos bancarios	2,500	2,875	4,000	8,889	5,690	4,472
Títulos de emisión propia corto plazo	-	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar por compras de energía	23,837	28,909	28,729	35,381	33,296	36,643
Otras cuentas por pagar y gastos acumulados	12,645	9,101	10,626	12,250	10,053	24,653
Cuentas por pagar a partes relacionadas	-	-	-	-	-	-
Dividendos por pagar	-	-	-	-	-	-
Depósitos de consumidores	3,288	4,878	-	-	-	-
Dividendos por pagar accionistas minoritarios	277	280	909	674	664	668
Impuestos sobre la renta por pagar	8,497	1,475	1,442	1,721	1,695	5,426
Pasivos por arrendamiento	-	-	-	-	-	696
Porción circulante de ingresos diferidos	1,028	1,284	798	634	794	792
PASIVOS NO CORRIENTES:	71,543	71,336	70,995	77,961	72,319	85,484
Préstamos bancarios a largo plazo	36,773	33,914	30,306	47,310	28,328	24,351
Pasivos por arrendamiento	-	-	-	-	-	9,102
Títulos de emisión propia	20,965	20,973	20,980	-	20,973	20,973
Impuesto sobre la renta diferido	5,468	8,100	10,828	21,075	13,884	21,407
Ingresos diferidos a largo plazo	3,524	3,486	3,506	3,459	3,515	3,437
Obligaciones laborales	4,814	4,864	5,375	6,118	5,618	6,215
TOTAL PASIVOS	124,457	121,498	118,640	137,512	124,511	158,834
Capital social	10,613	10,613	12,281	12,281	12,282	12,282
Superávit por revaluación	9,209	8,019	8,585	19,217	8,413	18,350
Reserva legal	6,127	6,127	7,090	7,090	7,018	7,018
Utilidades retenidas	20,647	20,819	22,186	25,452	19,066	19,687
Participaciones no controladas	7,330	7,170	5	5	-	-
TOTAL PATRIMONIO	53,925	52,747	50,146	64,044	46,780	57,337
PASIVO + PATRIMONIO	178,382	174,245	168,786	201,556	171,291	216,171

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

ESTADO DE RESULTADOS (US\$ MILES)						
Componentes	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Total ingresos operacionales*	296,728	234,826	274,269	300,270	144,884	162,544
Costos totales*	250,583	188,522	228,530	251,556	120,771	136,854
Utilidad bruta	46,145	46,304	45,739	48,715	24,113	25,691
Gastos operativos	23,797	24,948	26,771	25,901	12,477	13,730
Utilidad operativa	22,348	21,356	18,968	22,814	11,636	11,961
Ingresos financieros	1,633	1,758	1,654	1,290	780	915
Gastos financieros	(2,531)	(2,812)	(3,455)	(3,075)	(1,493)	(1,881)
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	21,450	20,302	17,167	21,028	10,924	10,995
Impuesto sobre la renta	(7,244)	(6,604)	(5,958)	(7,215)	(3,889)	(3,840)
Contribución especial	(189)	(360)	(333)	(148)	(119)	(397)
UTILIDAD DEL PERIODO	14,017	13,337	10,877	13,665	6,915	6,758
Efecto de revaluación de propiedad, planta y equipo	-	-	(454)	(652)	-	-
Impuesto sobre la renta diferido relativo a avalúo	-	-	136	196	-	-
UTILIDAD DEL PERIODO	14,488	13,607	10,721	8,632	6,915	6,758

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

*Incluye Ingresos y Costos de Empresa Relacionada

INDICADORES FINANCIEROS

Componentes	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
EBITDA (12 meses)	29,881	28,707	26,983	31,092	30,454	32,542
Utilidad Neta	14,017	13,337	10,877	13,665	6,915	6,758
COBERTURA						
EBITDA/Gastos Financieros (12 meses)	11.81	10.21	7.81	10.11	8.63	9.40
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	1.31	1.28	1.27	1.81	1.12	0.89
Deuda Financiera + Emisión Propia / EBITDA (12 meses)	2.02	2.01	2.05	1.81	1.81	1.53
RENDIMIENTO						
ROE (12 meses)	25.99%	25.29%	21.69%	21.34%	28.55%	22.34%
ROA (12 meses)	7.86%	7.65%	6.44%	6.78%	7.80%	5.93%
LIQUIDEZ						
Prueba Ácida (sin deuda CP)	49.62%	41.62%	30.22%	34.37%	113.93%	103.70%
Liquidez General	1.13	1.07	0.98	1.07	1.03	1.02
Prueba Ácida	47.27%	39.24%	27.69%	29.24%	101.50%	97.38%
SOLVENCIA						
Pasivos Totales / EBITDA 12M	4.17	4.23	4.40	4.42	4.09	4.88
Pasivos Totales / Activos Totales	69.77%	69.73%	70.29%	68.23%	72.69%	73.48%
EFICIENCIA						
Eficiencia operativa	3.90%	5.32%	4.63%	4.33%	4.42%	4.05%
CAPEX						
Coefficiente de inversión:	2.00%	2.39%	2.33%	2.34%	2.39%	3.17%

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.