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

Comité No. 22/2020

Informe con EEFF Auditados al 31 de diciembre de 2019	Fecha de comité: miércoles 29 de abril de 2020
Periodicidad de actualización: Semestral	Sector Eléctrico El Salvador

Equipo de Análisis

Alexis Figueroa	Isaura Merino	(503) 2266-9471
afigueroa@ratingspcr.com	imerino@ratingspcr.com	

HISTORIAL DE CLASIFICACIONES

Fecha de información	dic-16	dic-17	jun-18	dic-18	jun-19	dic-19
	26/04/2017	16/04/2018	18/10/2018	12/04/2019	29/10/2019	29/04/2020
Fortaleza Financiera	EAA	EAA	EAA	EAA+	EAA+	EAA+
Emisión de Certificador de Inversión (CIDELSUR 1)	AA	AA	AA	AA+	AA+	AA+
Perspectivas	Estable	Estable	Positiva	Estable	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 riesgo[1] *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 decidió por unanimidad ratificar la clasificación de riesgo 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 clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago de sus obligaciones, como resultado de la generación de flujos de caja, derivado de los ingresos estables provenientes del monopolio natural en el que opera la distribuidora, lo cual permite la continuidad de sus operaciones en el largo plazo. Asimismo, se consideran los adecuados niveles de cobertura. 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 diciembre de 2019 los ingresos operacionales ascendieron a US$318.90 millones, equivalente a una tasa de crecimiento de 6.20% respecto de diciembre 2018, derivado del incremento en los ingresos percibidos por servicios de distribución de energía (+6.40%), el cual estaría relacionado a un mayor precio de venta. Adicionalmente la Distribuidora refleja un crecimiento interanual en su cartera de clientes de 2.56%.
- **Monopolio natural:** Distribuidora DELSUR provee servicios de distribución y comercialización de energía eléctrica a más de 400 mil clientes en la zona centro sur del país, haciéndola operar como un monopolio natural en una zona delimitada no concesionada.

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

- **Aumento en flujos de caja y adecuados indicadores de cobertura.** Al periodo de análisis, el EBITDA se ubicó en US$32.88 millones, reflejando una tasa de crecimiento de 5.64% respecto de diciembre de 2018, como resultado del incremento en la utilidad bruta. Por su parte la cobertura EBITDA sobre servicio de la deuda resultó en 9.02 veces, moderadamente menor a lo reportado en diciembre de 2018 (10.12 veces), la disminución estaría relacionada al crecimiento de los gastos financieros, especialmente de intereses por arrendamientos. No obstante lo anterior se considera una cobertura adecuada.
- **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 clientes.
- **Disminución en los niveles de endeudamiento.** A diciembre de 2019 la relación pasivo a patrimonio se ubicó en 2.88 veces, menor al indicador reportado a diciembre 2018 (2.96 veces) como resultado de la disminución de los pasivos, producto de la reducción de los préstamos bancarios, impuestos a la renta diferido y las cuentas por pagar.
- **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.

Limitaciones y Limitaciones Potenciales para la clasificación

PCR dará seguimiento al comportamiento de la liquidez de la compañía y la capacidad de pago de sus obligaciones la cual puede resultar afectada por la moratoria de pago temporal en el suministro de la energía eléctrica aprobada en el mes de marzo 2020 para las familias afectadas por la actual coyuntura económica y financiera que atraviesa el país a consecuencia de los efectos de la pandemia por COVID-19. Asimismo se considerara la evolución del precio de compra y venta de la energía el cual se estima registre una reducción como resultado de la caída en el precio del petróleo. En este sentido, algunos organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional han estimado una contracción de la economía nacional del orden de -5.4% para el año 2020, derivado de las medidas de asilamiento y cierre de actividades productivas con el fin de frenar la propagación del virus.

Hechos de Importancia

- Durante 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 invirtió 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 finalizó 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

De acuerdo con la última medición del PIB publicada por el Banco Central de Reserva (BCR), al cierre del año 2019 la tasa de crecimiento económico del país se ubicó en 2.38%, similar a la registrada en el año 2018 (2.44%) y superior al promedio anual observado durante los últimos cinco años (2.2%). El crecimiento del país se vio influenciado por la recuperación económica mostrada al segundo y tercer trimestre de 2019, ambos trimestres con tasas de crecimiento interanuales del 3.0%, lo cual significó una reversión de la tendencia hacia la baja durante los cinco trimestres previos.

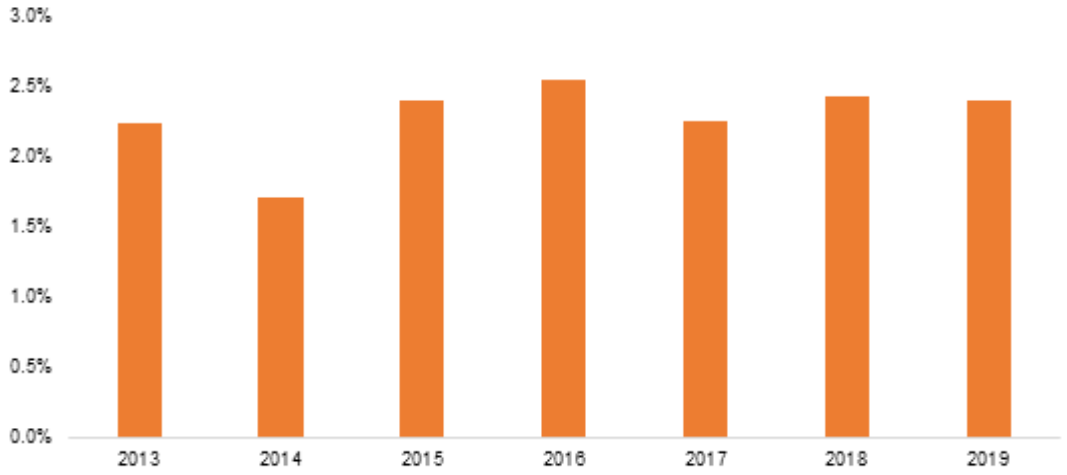
Desde el enfoque de la demanda, el elemento que mostró el mayor aporte al crecimiento fue el consumo privado, el cual reflejó una contribución de 2.19%, no obstante esta contribución fue levemente menor a la registrada en el año 2018 (2.59%), de tal forma que el comportamiento del consumo privado estaría influenciado por el desempeño de las Remesas Familiares las cuales constituyen un ingreso disponible para el gasto de consumo de las familias salvadoreñas y que a diciembre 2019 alcanzaron un valor de US$5,648.96 millones, equivalente a un aumento de US$258.4 millones (+4.8%) respecto a diciembre de 2018. La dinámica de las Remesas estaría asociada al comportamiento positivo del mercado laboral estadounidense donde la tasa de desempleo hispana disminuyó cuatro puntos básicos pasando de 3.9% en diciembre de 2018 a 3.5% en diciembre de 2019, reflejando una mayor ocupación de este segmento de población. Por su parte, las importaciones presentaron una contribución al crecimiento del PIB de 1.85%, menor al 2.47% reportado en el año 2018, influenciado por la desaceleración de estas que pasaron de registrar una tasa de crecimiento de 5.5% en 2018 a 3.8% en 2019.

Por el lado de la oferta, los sectores que reflejaron una mayor contribución al crecimiento fueron: la Construcción (0.49%), Actividades Financieras y de Seguros (0.29%), Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado (0.26%), y la Industria Manufacturera (0.22%). En cuanto al sector construcción este sigue siendo impulsado por la continuidad de proyectos de infraestructura residencial tales como condominios y torres de apartamento, así como edificios para centros comerciales y de oficina. Las Actividades Financieras y de Seguros se han visto beneficiadas por la abundante liquidez de la economía y el crecimiento de las primas. A diciembre de 2019, los depósitos totales reportados por el sistema bancario ascendieron a US$13,679.27 millones, reflejando una tasa de crecimiento interanual de 11%. Mientras que la cartera crediticia se ubicó en US$12,863.5 millones, equivalente a una tasa de crecimiento de 5.2%. En cuanto al sector seguros, este resultó favorecido por el crecimiento de las primas productos que presentaron un monto de US$758.94 millones, reflejando una tasa de crecimiento de 4.93%. En cuanto a la Industria Manufacturera, su contribución al crecimiento estaría asociada a la fabricación de productos minerales no metálicos, así como la fabricación de metales comunes y productos metálicos, actividades que se encuentran relacionada a la dinámica del sector construcción.

Por su parte, el sector de suministro de electricidad se ha visto beneficiado por la reducción de los precios del petróleo lo cual permite que empresas locales muestren una mayor generación de energía eléctrica. A diciembre de 2019, la generación de energía térmica que se obtiene a base de derivados del petróleo alcanzó los 1,606.1 GWh, equivalente a un incremento de 426.5 GWh (+36.16%), mientras que en diciembre de 2018 había reflejado una reducción de -27.5%. En este sentido, la generación eléctrica nacional transada durante el año 2019 fue de 5,189.7 Gigavatios/hora, reflejando una tasa de crecimiento interanual de 8.6%.

El PIB Nominal en el 2019 acumuló los US$27,022.64 millones, con un incremento nominal interanual de $905.24 millones (equivalente a una tasa de crecimiento de 3.47% anual), siendo menor a lo observado en el año previo cuando se registró un 4.55%.

VARIACIONES ANUALES DEL PIB 2013-2019 (SERIE ENCADENADA Y DESESTACIONALIZADA)



Fuente: *Banco Central de Reserva /* ***Elaborado:*** *PCR*

Composición del Sector Eléctrico de El Salvador/ Análisis Cualitativo

Hechos relevantes del Sector

- En enero de 2020, la SIGET anunció que el precio de la energía tendrá una reducción de 9.74% durante el primer trimestre de 2020 debido a una mayor generación de energía renovable en el último trimestre de 2019, en particular por una mayor participación de la tecnología solar tras la puesta en marcha de las 10 plantas que contemplaba el proyecto Bósforo con una capacidad total de 100 megavatios (MW). Cabe destacar que el artículo 90 de la Ley General de Electricidad establece que la SIGET debe actualizar cada tres meses el pliego tarifario de los consumidores finales.
- A diciembre de 2019, AES invirtió aproximadamente US$2.2 millones en proyectos de modernización de estándares operativos y comerciales, como nuevos procesos de facturación, lectura de consumo y digitalización de la operación para alcanzar a los 1.4 millones de clientes que sirven sus cuatro distribuidores de energía: CAESS, CLESA, EEO y DEUSEM.
- En octubre de 2019 AES y la Corporación Multi Inversiones (CMI) anunciaron la finalización del Proyecto Bósforo el cual estuvo formado por tres fases, teniendo una capacidad de 100 MW.
- En julio de 2019, AES El Salvador en conjunto con la Corporación Multi Inversiones (CMI) pusieron en marcha cuatro plantas de generación solar fotovoltaica, ubicadas en Santa Ana, San Sebastián Salitrillo, Sonsonate y Jiquilisco, las cuales generan en conjunto 40 Megavatios. Cabe destacar que estas plantas son parte de la segunda fase del Proyecto Bósforo, el cual fue concebido por una inversión total de $160 millones, con una capacidad para generar 100 MW de energía.
- En agosto de 2018, el Gobierno de El Salvador decidió ampliar la cobertura de subsidio al consumo residencial de energía, permitiendo incrementar el monto de subsidio de $3.20 a $5, para los hogares que consumen entre 1 y 105 Kw/h.
- En junio 2018, Energía del Pacífico (EDP); anunció que en el tercer trimestre del año iniciaría con la construcción de una planta de electricidad a base de gas natural, cuyo costo se estimó en alrededor de $900 millones. Dicha planta estará á ubicada en Acajutla, departamento de Sonsonate, la cual se proyecta que comience a operar en el año 2020 o en 2021.

Reseña

El mercado de electricidad de El Salvador se encuentra regulado por la SIGET, institución que fue creada por Decreto Legislativo N.º 802 de fecha 12 de septiembre de 1996; institución autónoma de servicio público sin fines de lucro, con atribuciones para aplicar las normas contenidas en tratados internacionales sobre electricidad y telecomunicaciones vigentes en El Salvador, en las leyes que rigen los sectores de Electricidad y de Telecomunicaciones, y sus reglamentos, así como aplicar de conformidad con lo establecido en la Ley General de Electricidad, la protección de los derechos de los usuarios y de todas las entidades que desarrollan actividades en el sector.

Participantes del mercado de electricidad de El Salvador

El sector eléctrico del país está compuesto por distintos agentes los cuales en conjunto integran el Mercado Mayorista de Energía. La distribución de dichos agentes se describe a continuación.

- Empresas Generadoras: son las que poseen las centrales de producción de energía eléctrica que comercializa en forma total o parcial.
- Agente Transmisor: Es la entidad poseedora de instalaciones destinadas al trasporte de energía eléctrica en redes de alto voltaje. En el caso del país, el propietario y responsable del mantenimiento y expansión del sistema de transmisión es la Empresa Transmisora de El Salvador (ETESAL).
- Comercializador: Son los encargados de la compra la energía eléctrica a otros operadores con el objetivo de revenderla. Estos están sujetos al Reglamento del Mercado Regional de Electricidad entre los países

centroamericanos, así como a la normativa nacional. Actualmente, en el país existen 33 empresas comercializadoras.

- Distribuidora: Son las poseedoras y operadoras de instalaciones de distribución, cuya finalidad es la entrega de energía eléctrica en redes de bajo voltaje mediante sus redes de suministro. De acuerdo con la SIGET, existen 7 empresas distribuidoras en el país.
- Ente Regulador: Es el encargado de aplicar la normativa y reglamentos para el buen funcionamiento del mercado.

Entidades Regulatorias

El rol normativo del sector eléctrico lo ejerce el Consejo Nacional de Energía (CNE), que tiene la misión de elaborar, proponer, coordinar y ejecutar las políticas, programas, proyectos y acciones que tengan como fin un eficiente funcionamiento de las actividades de generación, transporte y distribución de la energía eléctrica**.**

Cabe señalar, que SIGET trabaja junto con la Superintendencia de Competencia con el objetivo primordial de proteger las actividades del sector eléctrico sujetas a regímenes de competencia, lo que provee de fortaleza al sector que se rige por un marco legal sólido el cual no puede ser modificado sin el consenso de todos sus participantes.

El Plan indicativo de la Expansión de la Generación Eléctrica de El Salvador 2018 – 2035, contempla la Política Energética, para dar respuesta a la demanda de energía prevista, la cual incluye instalar mayor capacidad, a través de proyectos renovables, geotérmicos, térmicos o mediante intercambios con los sistemas eléctricos vecinos y el fomento de las fuentes renovables de energía. Dando continuidad a los lineamientos estratégicos y el esfuerzo conjunto entre el CNE, la SIGET, las empresas Distribuidoras de energía eléctrica y otros actores públicos y privados del país han promovido un marco regulatorio para impulsar la inversión en fuentes de energía renovable no convencional, dando pie a procesos de licitación en Contratos de Largo Plazo, siendo instrumentos que permitirán la diversificación en la matriz energética por fuente limpias de energía que permitirán estabilidad en el pliego tarifario. Por su parte, la Unidad de Transacciones es la institución encargada de administrar y asegurar la calidad del suministro.

De igual manera, se han realizado regulaciones para motivar la inversión en energías renovables por medio de incentivos fiscales, a través de la Ley de Incentivos Fiscales para el Fomento de las Energías Renovables en la Generación de Electricidad, obteniendo diez años con exención del pago de los Derechos Arancelarios de importación de máquinas, equipos, materiales e insumos, excepciones de impuesto sobre la renta por la comercialización de energía y el pago de todo tipo de impuesto sobre los ingresos de la venta de las Reducciones Certificadas de Emisiones.

Esquemas tarifarios en Mercado Mayorista

El mercado de energía eléctrica en El Salvador está basado en la remuneración a los participantes del mercado generador, con 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 para su perfeccionamiento no será necesaria la intervención de terceros.

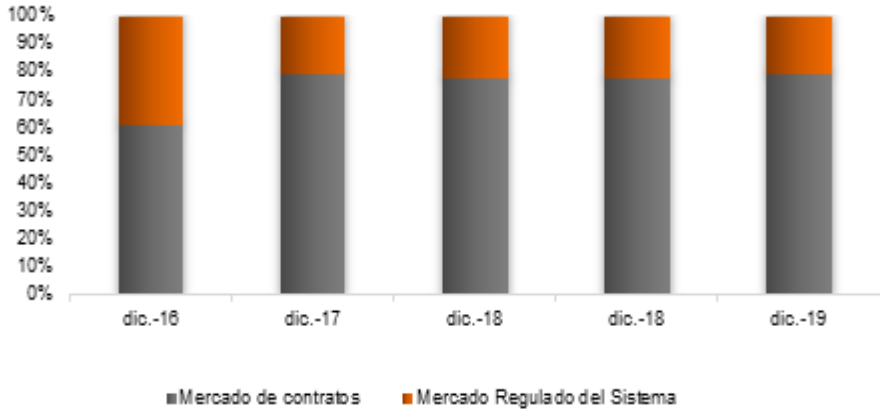
En el Mercado Regulador del Sistema o mercado Spot, el precio lo define la unidad marginal en cada hora de tal forma que este puede variar de una hora a otra, por su parte, en el Mercado de Contratos el precio de la energía se define mediante procesos de licitación de libre concurrencia y es el ente regulador quien define el techo de cada licitación.

En ambos mercados el precio de la energía está estructurado de la siguiente forma:

- Componente del precio de la energía (PEN): Representa aproximadamente el 85% del Precio de la Energía a Tarifa (PET), la demanda paga la energía que consume hora a hora, remunera al generador por sus costos variables de generación (combustible y no combustible)
- Componentes de Cargo de Sistema (CSIS): Tiene una representación de aproximadamente el 7% del PET, la demanda paga servicios auxiliares, pérdidas del sistema, así como el servicio de la UT y SIGET. Asimismo, dentro de este componente se incluye el Cargo por Capacidad que representa aproximadamente el 8% del PET y tiene que ver con aquellas remuneraciones relacionadas a costos de inversión y costos fijos de operación del generador, costos de transmisión, entre otros.

A diciembre de 2019, las cifras de la UT mostraron que el mercado de contratos ascendió a 5,040.8 GWh, obteniendo una representación del 79.2% del total de la energía consumida, levemente por encima de lo registrado en diciembre de 2018, cuando representó el 77.3%; 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

Pliego Tarifario a usuarios finales

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[2] 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.

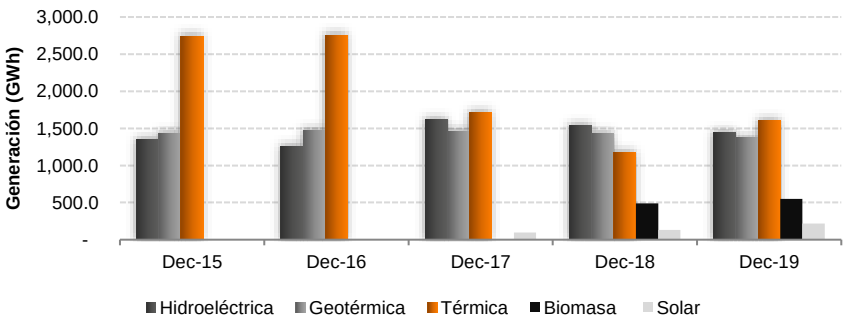
El precio de energía eléctrica se encuentra compuesto por los cargos de comercialización, cargos de energía y cargos de distribución con base a los datos del MRS proporcionados por la Unidad de Transacciones y los precios de los Contratos de Largo Plazo Trasladables a Tarifas. Se consideran demandas 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. 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 sobre el costo de comercialización y distribución.

Análisis cuantitativo

Generación nacional de energía

A diciembre de 2019, la generación nacional de energía se ubicó en 5,189.7 GWh, equivalente a un crecimiento interanual de 8.60%, siendo impulsada por el incremento en la energía térmica que tuvo un incremento de 426.56 GWh (+36.16%), seguido por la energía solar (+87.53 GWh; 67.69%) y biomasa con 62.86 GWh (+12.86%) más que en diciembre de 2018. Por su parte, la generación hidroeléctrica y geotérmica presentaron una tasa de variación de -6.57% y -4.48%, respectivamente. Para el caso de la generación hidroeléctrica, la reducción estaría relacionada a la presencia de sequía durante los primeros meses de la estación lluviosa, mientras que la geotérmica se vio afectada por los trabajos de remodelación en una de las dos centrales existentes en el país. Cabe mencionar que las centrales de generación provenientes de fuentes renovables como: hidroeléctrica, geotérmica, biomasa y fotovoltaica, representaron el 69.05% de la generación total de energía, mientras que el 30.95% restante estuvo compuesto por la generación de energía térmica que utiliza como materia prima productos derivados del petróleo como el Bunker y Diesel.

GENERACIÓN NACIONAL POR TIPO DE ENERGÍA (GWh)



Fuente: UT, S.A. / **Elaboración**: PCR

Durante los últimos cinco años se ha observado una transformación en la matriz energética nacional, ya que la participación de energía no renovable como la térmica ha mostrado en términos generales una menor participación, al pasar de un 49.63% en el año 2015 a 30.95% en el año recién pasado. Mientras que la participación de fuentes

[2] Metodología para la determinación de los cargos de distribución y comercialización.

renovables como la biomasa y solar han cobrado mayor importancia, en cuando a la generación de energía proveniente de biomasa se ha visto beneficiada principalmente por fusiones entre empresas generadoras e ingenios productores de caña de azúcar lo cual ha permitido incrementar la capacidad instalada de dicha tecnología. Por su parte, los proyectos de energía solar han tomado mayor relevancia como resultado de la Ley de Incentivos Fiscales para el Fomento de las Energías Renovables en la Generación de Electricidad, la cual establece facilidades fiscales a personas naturales o jurídicas que realicen inversiones en proyectos de instalación o ampliación de centrales de generación utilizando fuentes renovables.

Generadores

A diciembre de 2019, el sistema de generación que forma parte del Mercado Mayorista se encuentra compuesto por 21 empresas, de las cuales dos son empresas públicas: la Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Rio Lempa (CEL) y LAGEO, las cuales dominan la generación de energía hidroeléctrica y geotérmica, respectivamente. Al periodo de análisis la CEL se ubicó como la empresa con mayor generación energética al sumar 1,442.5 GWh proveniente de las cuatro plantas hidroeléctricas que administra y existen actualmente en El Salvador: Guajoyo, 5 de noviembre, 15 de septiembre y Cerrón Grande. Mientras que LAGEO, se posicionó en segundo lugar registrando una inyección de 1,372.7 GWh, la empresa administra dos plantas geotérmicas: Ahuachapán y Berlín que 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 tal forma a que a diciembre de 2019, las inyecciones de estas dos empresas públicas representan el 54.2% del total de la generación local.

Por otra parte, las cuatro principales empresas generadoras de energía a base de combustible fósil mostraron un importante incremento, siendo lideradas por INE con un aumento de 184.1 GWh respecto de diciembre de 2018, seguido por TERMOPUERTO (+99.6 GWh), NEJAPA POWER (+83.6 GWh) y ORAZUL ENERGY (+66 GWh).

De acuerdo con el último informe presentado por la SIGET, la capacidad disponible a diciembre de 2018 ascendía a 1,867.81 MW, representada de la siguiente manera: Térmica (43%), Hidráulica (32%), Biomasa (11%), Geotérmica (10%) y Fotovoltaico (4%).

GENERACIÓN DE ENERGÍA ELÉCTRICA POR PARTICIPANTE (GWH)

PARTICIPANTE	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Hidroeléctrica				
CEL	1,257.5	1,615.0	1,543.7	1,442.5
Geotérmica				
LAGEO	1,467.2	1,459.9	1,437.3	1,372.7
Bunker y Diesel				
BOREALIS	4.2	0.1	1.0	0.7
GECSA	6.3	1.0	0.0	0.1
HILCASA ENERGY	0.0	0.2	0.6	0.1
HOLCIM	0.1	10.6	4.3	13.2
INE	440.0	237.0	213.3	397.4
NEJAPA POWER	387.3	22.8	69.0	152.6
ORAZUL ENERGY	1,002.4	691.9	629.2	695.2
TERMOPUERTO	462.9	293.2	233.2	332.8
TEXTUFIL	58.5	19.0	25.3	13.7
Biomasa				
CASSA	100.1	77.9	85.6	76.8
INGENIOS (La Cabaña, Chaparrastique, El Ángel, Jiboa)	294.7	355.0	403.1	474.8
Solar				
ACAJUTLA ENERGÍA SOLAR	0.0	0.0	0.0	45.2
AES CLESA	0.0	0.0	0.2	0.1
PROVIDENCIA SOLAR	0.0	94.8	129.2	130.9
PROYECTO LA TRINIDAD	0.0	0.0	0.0	32.7
CAPELLA SOLAR	0.0	0.0	0.0	8.0

Fuente: Unidad de Transacciones / **Elaboración**: PCR

Inyecciones y transacciones internacionales

De acuerdo con la Unidad de Transacciones, a diciembre de 2019 la inyección de energía eléctrica ascendió a 6,639.5 GWh, equivalente a un crecimiento de 0.56% respecto de diciembre de 2018, siendo estimulada por la generación energética nacional, no obstante, la inyección energética resultó frenada por la reducción de las importaciones que presentaron una caída del orden de -20.52%, especialmente por menos compras de energía a Guatemala. Cabe mencionar que las importaciones de energía han mostrado un comportamiento irregular durante los últimos cinco años, mostrando una correlación con el movimiento de los precios del petróleo, es decir; que cuando los precios del petróleo disminuyen, las importaciones también tienden a disminuir debido a un efecto sustitución de importación por generación de energía nacional, particularmente térmica.

INYECCIONES DE ENERGÍA AL MME (GWh)

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Generación Nacional Transada	5,523.3	5,482.7	4,879.0	4,778.6	5,189.8
(+) Importaciones	1,190.6	1,065.6	1,674.8	1,823.9	1,449.7
Total Inyecciones MME	**6,713.3**	**6,547.1**	**6,553.2**	**6,602.5**	**6,639.5**

Fuente: Unidad de Transacciones / **Elaboración**: PCR

Demanda Mercado Mayorista Energético

La demanda acumulada en el MME se ubicó en 6,362 GWh, equivalente a una tasa de variación de -0.89% respecto de diciembre de 2018, comportamiento que estaría asociado a la reducción del consumo interno. Por su parte, las exportaciones de energía sumaron 160.4 GWh significando una tasa de crecimiento de 124.54%, el principal destino

de las exportaciones de energía fue Guatemala, país al que se exportó el 64.4% del total de las exportaciones de energía siendo equivalente a US$8.8 millones[3].Las pérdidas de transmisión fueron de 90.6 GWh, similar a las presentadas en el mismo periodo del año anterior.

DEMANDA ACUMULADA EN EL MERCADO MAYORISTA ENERGÉTICO (GWH)

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Total Inyecciones MME	**6,713.3**	**6,547.1**	**6,553.2**	**6,602.5**	**6,639.5**
(-) Exportaciones	285.3	77.5	89.6	64.8	155.9
(-) Pérdida de transmisión	117.3	114.5	119.5	118.5	121.5
Demanda MME	**6,310.7**	**6,355.1**	**6,344.1**	**6,419.2**	**6,362.0**

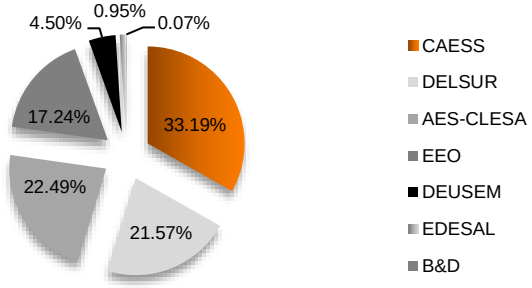
Fuente: CNE y UT, S.A./ **Elaboración**: PCR

La disminución de la demanda local de energía podría estar relacionada a dos factores en particular, el primero: la desaceleración del PIB de la Industria Manufacturera[4], afectado por la desaceleración de sus exportaciones, especialmente por la contracción de las exportaciones de prendas de vestir (-10.7%) y la fabricación de metales comunes (-12.8%), actividades que tienen una considerable participación dentro de las exportaciones del sector[5] y que consumen una parte importante de energía en sus procesos productivos. En segundo lugar se destaca el incremento de los proyectos de autoproducción de energía través de plantas fotovoltaicas, los cuales de acuerdo al CNE está teniendo un impacto directo en la reducción de la demanda ya que esta se ve reducida por el aumento de usuarios finales que deciden desarrollar sus propios proyectos para abastecerse, dentro de los proyectos que pueden mencionarse se encuentran las plantas de empresas como Holcim, Indufoam, AVX El Salvador, Sykes, Grupo Miguel, entre otros.

Distribuidores

De acuerdo con la última información publicada por la SIGET, las distribuidoras de energía reportan un total de 1,823.42 miles de clientes atendidos por 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 concentrados en las zonas de Chalatenango, Cuscatlán, Cabañas y la Zona Norte de San Salvador, 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

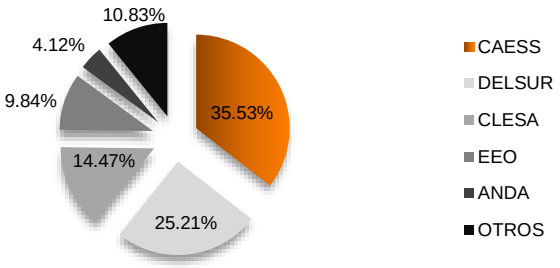
A diciembre de 2019 las cifras de la Unidad de Transacciones muestran que CAESS es la empresa que más demanda energía con una participación del 35.53% de la demanda total (incluyendo Contratos y MRS), acorde al mayor número de usuarios que posee la distribuidora en relación con el sector, seguido por DELSUR con el 25.21%, CLESA con el 14.47% y EEO con el 9.84%, juntas representaron el 85.0% de la demanda total de energía.

DISTRIBUIDORAS DE ENERGÍA

[3]Guatemala es también el principal origen de las importaciones de energía con el 88.2% del total de la energía importada y que a diciembre de 2019 fue equivalente a una factura de US$155.6 millones. Este fortalecimiento en los flujos comerciales de energía se debe a la participación de ambos países en el Sistema de interconexión Eléctrica para los Países de América Central (SIEPAC) Sistema que permite el funcionamiento del Mercado Eléctrico Regional y que además facilita la compra de energía por parte de aquellos países que lo necesiten cuando la demanda local supere sus posibilidades o la venta de excedentes de energía más barata.

[4]De acuerdo con el Cuadro de Oferta y Utilización del año 2016 presentado por el Banco Central de Reserva de El Salvador, el sector de la Industria Manufacturera demanda aproximadamente el 40% de la producción total de energía.

[5] A diciembre de 2019 las exportaciones de prendas de vestir representaron el 31.5% de las exportaciones industriales, mientras que las de metales comunes el 5.3%



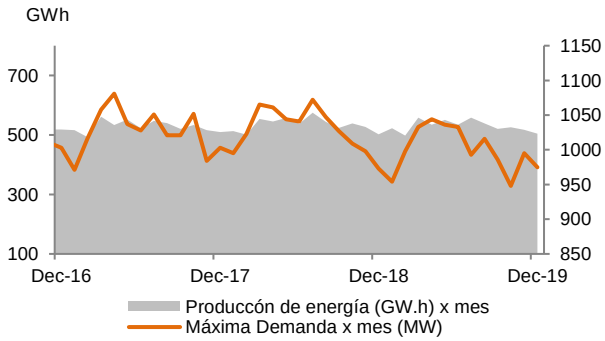
Fuente: Unidad de Transacciones / **Elaboración:** PCR

Costos y precios de la energía

En el Mercado Mayorista, el precio por MW hora muestra dos componentes: el costo marginal promedio que es definido como el costo por incurrir en una unidad adicional de energía por cada hora y el costo del cargo del sistema que representa aproximadamente el 12.8% del precio por Megavatio. Cabe mencionar que el costo marginal presenta una mayor variabilidad ya que se ajusta según las demandas de corto plazo de las distribuidoras y los consumidores.

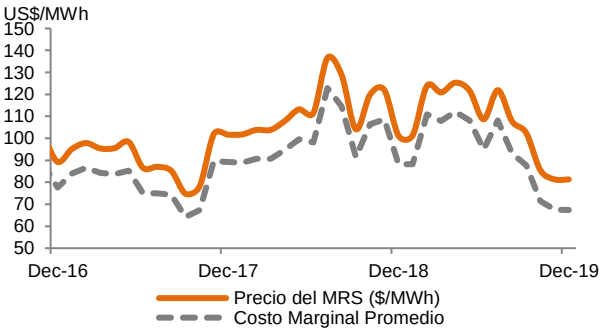
A diciembre de 2019, el precio promedio del MWh en el Mercado Regulador del Sistema se ubicó en US$81.28, inferior en 19.7% al reportado en diciembre 2018. Una de las principales razones que generó los menores precios de la energía, estaría relacionado a la disminución de los precios del petróleo. En este sentido el principal precio de referencia para El Salvador es obtenido a través del precio del Petróleo West Texas Intermediate (WTI), el cual se ubicó a diciembre de 2019 en un promedio de US$57.20 el barril[6], equivalente a una reducción del 16% respecto al mismo periodo anterior.

PRODUCCIÓN DE ENERGÍA Y MÁXIMA DEMANDA



Fuente: UT S.A **/ Elaboración:** PCR

COSTO MARGINAL PROMEDIO Y PRECIO DEL MWH



Fuente: UT, S.A **/ Elaboración:** PCR

Asimismo, el promedio de los cargos variables de energía, que corresponde al mecanismo para trasladar los costos de potencia y energía a los usuarios finales también experimentó una tendencia hacia la baja al ubicarse en 0.12 US$/KWh, menor al 0.15 US$/KWh registrado en diciembre de 2018.

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 coma 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

[6] Precio promedio del barril de petróleo (WTI). Recuperado de: https://es.investing.com/commodities/real-time-futures

		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 determinara previo a la negociación. La tasa de interés podrá ser fija o variable a opción del emisor y se determinará antes de cada negación manteniéndose vigente durante el plazo de cada tramo y en los casos que la tasa de interés sea variable deberá publicarse el die 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 edemas 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
Saldo	$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. La energía distribuida es adquirida de diferentes empresas generadoras y comercializadoras a través de contratos o por medio del mercado regulador ¨SPOT¨ e importaciones del Mercado Eléctrico Regional (MER). Los precios de venta al consumidor son aprobados por la Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones (SIGET).

A partir del 2011 Innova Tecnología y Negocios, S.A. de C.V., compañía subsidiaria de DELSUR comenzó a operar en la construcción de obras de electrificación, comercialización y financiamiento de productos para el hogar, tales como: electrodomésticos, computadoras, equipos de aire acondicionado, muebles, entre otros; que son ofrecidos a los clientes que cuentan con el contrato de suministro de energía con la distribuidora. Además, la compañía ofrece servicios de ingeniería eléctrica, prestados a DELSUR relacionados principalmente con: supervisión, construcción y mantenimiento de líneas de media y baja tensión y de subestaciones eléctricas; servicios relacionados a la calidad y eficiencia energética y la construcción y mantenimiento de alumbrado público y ornamental.

Gobierno Corporativo

Con fecha 8 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.

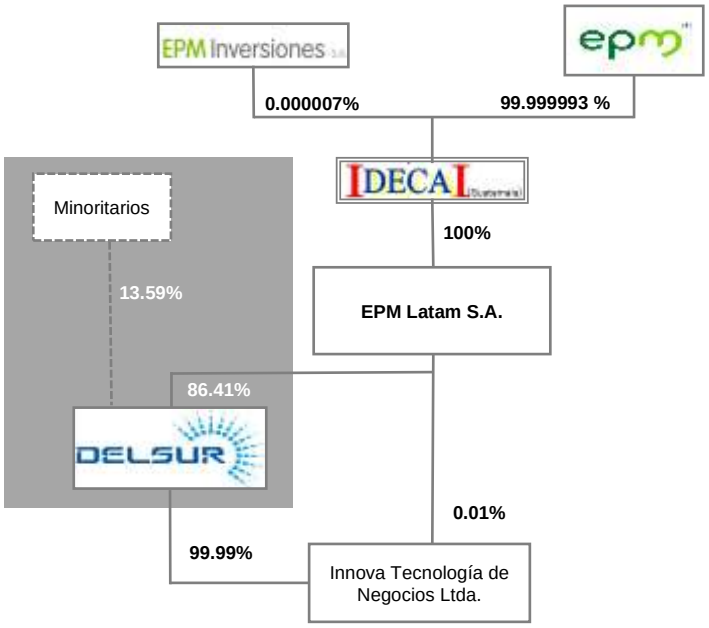
Al 31 de diciembre de 2019 el Capital Social de la compañía totalmente suscrito y pagado es de US$12,282,292.00. Asimismo la composición accionaria se encuentra distribuida de la siguiente manera:

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*

ESTRUCTURA CORPORATIVA



***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 por un período de 2 años.

PCR considera que DELSUR cuenta con miembros calificados en su Junta Directiva, 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.

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.

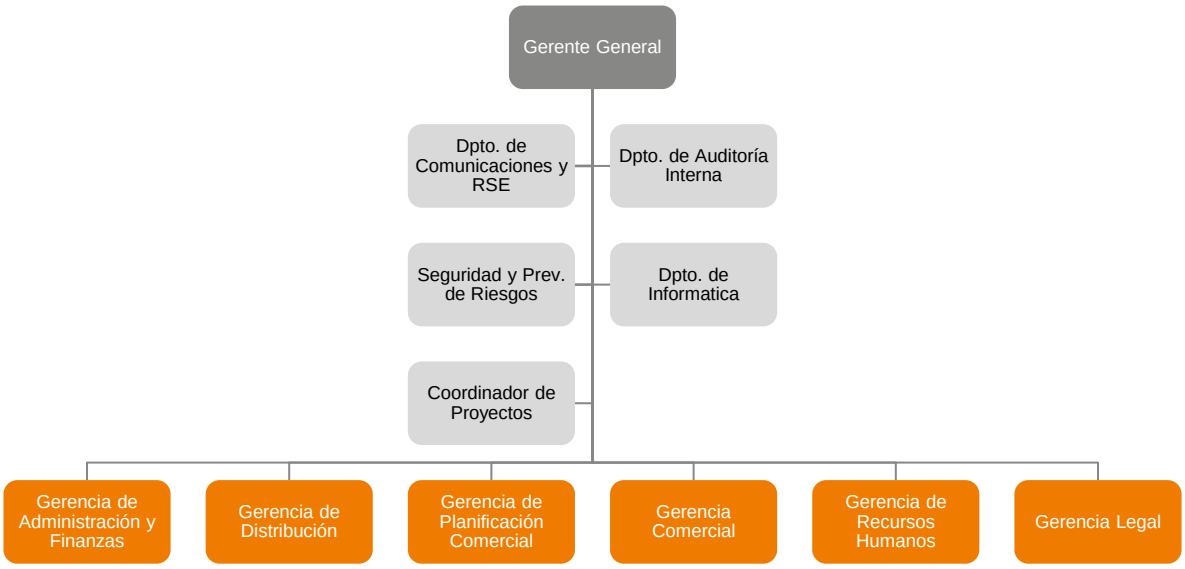
Desde el 1 de febrero de 2020 se nombró como Gerente General de DELSUR a Carolina Alexandra Quintero Gil, ejecutiva proveniente de EDEQ Colombia, filial EPM. De manera interina se han nombrado las siguientes gerencias:

PLANA GERENCIAL

Cargo	Nombre	Nacionalidad
Gerente de Administración y Finanzas	Carlos Eduardo Alvarado Ramirez	Salvadoreña
Gerente de Planificación Comercial	Juan Camilo Ruiz Guzmán	Colombiana
Gerente de Recursos Humanos	Luz Dary Álvarez Pérez	Colombiana

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

ORGANIGRAMA



***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

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.

En 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:

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 abarcan 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 debido a que Distribuidora DELSUR provee servicios de distribución y comercialización de energía eléctrica a más de 400 mil clientes en la zona centro sur del país, lo cual hace operar como un monopolio natural en una zona delimitada no concesionada.

A diciembre de 2019, DELSUR dispone de nueve oficinas comerciales y con una infraestructura de 6,691 km en líneas, 24 subestaciones de MT las cuales le permiten mantener una capacidad instalada de 384.03 MW similar a la de diciembre de 2018 (384.03 MW). Por su parte, la demanda máxima registrada a diciembre de 2019 se ubicó en 242.1 MWh[7], levemente menor a la reportada a diciembre de 2018 (245.4 MWh).

Clientes y proveedores

Al periodo de estudio los clientes registrados por DELSUR ascendieron a 404,935, reflejando un crecimiento de 2.56% respecto de diciembre 2018, debido principalmente al incremento en los clientes de pequeña demanda (< a 10Kw) los cuales suman 401,424, evidenciando una tasa de crecimiento de 2.56% (+10,002 clientes), seguido de las medianas demandas con una tasa de crecimiento de 3.51% (+84 clientes) y las grandes demandas 2.08% (+21 clientes). 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 tuvieron 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.

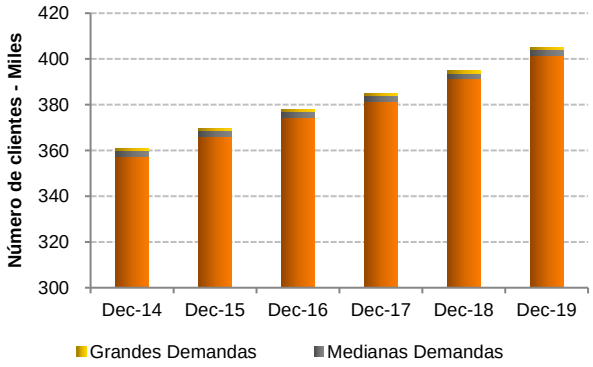
A diciembre de 2019, la cantidad total suministrada por DELSUR se ubicó en 1,578,051 MWh, registrando un ligero crecimiento de 0.51% respecto de diciembre 2018, derivado del incremento de las pequeñas demandas que mostraron una tasa de crecimiento de 2.25% (+13,600 MWh), seguido de las medianas demandas con una tasa de crecimiento de 7.69% (+8,579 MWh), por su parte las grandes demandas reflejaron una tasa de crecimiento de 0.74% (+5,811 MWh). Mientras que el intercambio con distribuidores y comercializadores, energía no registrada y estimaciones de energía en medidores reflejó una reducción de 27.11% (-19,989 MWh).

En cuanto a la cantidad de MWh demandados por tipo de cliente, se observa que la gran demanda lidera en participación, con un 49.88% (diciembre 2018: 49.76%), seguido por las pequeñas demandas que concentran el

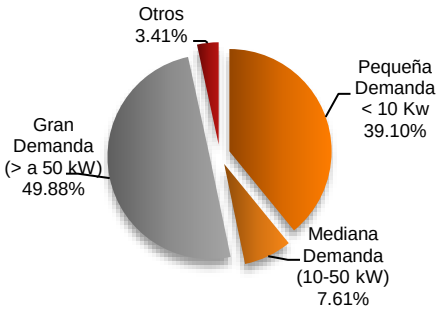
[7] Facturada a clientes conectados en mediana tensión.

39.10% (diciembre 2018: 38.44%), medianas demandas 7.61% (diciembre 2018: 7.11%) y otros 3.41% (diciembre 2018: 4.70%).

NÚMERO DE CLIENTES POR DEMANDAS (EN MILES)



MWH POR DEMANDAS (EN MILES)

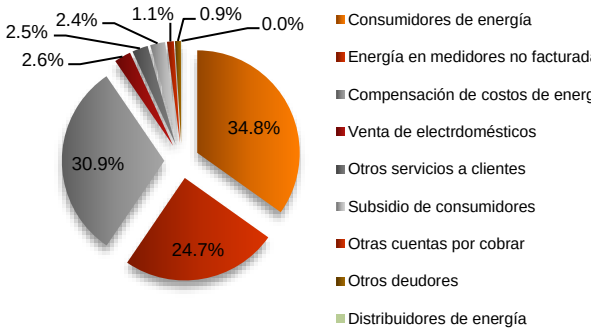


***Fuente**: DELSUR, S.A. DE C.V. / **Elaboración**: PCR*

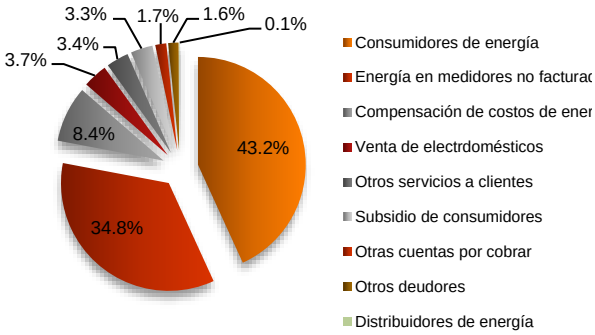
A diciembre de 2019, las cuentas por cobrar a corto plazo se ubicaron en US$32.01 millones, equivalente a una reducción de 30.91% (-US$14.32 millones) respecto de diciembre de 2018, como resultado de la disminución en las cuentas por compensación de costos de energía[8]. Cabe señalar que esta cuenta representa la diferencia entre el precio de energía comprada en un periodo a las generadoras y la tarifa cobrada al consumidor final con base a pliego tarifario vigente para ese periodo[9]. Asimismo, la cuenta por cobrar a consumidores de energía reflejó una reducción de 12.76% equivalente a US$2.14 millones menos que en diciembre de 2018. En cuanto a este elemento de las cuentas por cobrar, DELSUR implementó estrategias de gestión de recuperación de mora para las carteras de clientes en general, clientes estratégicos, gobierno central y alcaldías municipales, que involucró a personal de las áreas de gestión comercial con apoyo de la gerencial legal, gerencia de administración y finanzas y gerencia de distribución, además DELSUR realizó la contratación de empresas especializadas en la gestión de recuperación de mora.

En cuanto a la estructura de las cuentas por cobrar a diciembre de 2019, destaca la participación de los consumidores de energía (facturas emitidas, pero no cobradas) con una participación de 43.2%, superior a la observada en diciembre de 2018 (34.8%), seguido de la energía en medidores no facturada con una participación de 34.8%, mayor a la participación de 24.7% registrada a diciembre 2018. Por su parte, la compensación de costos de energía se ubicó con una participación de 8.4%, menor al 30.9% presentado en el mismo periodo del año anterior, derivado de la recuperación de esta cuenta.

CUENTAS POR COBRAR A DICIEMBRE DE 2018 (EN PORCENTAJE)



CUENTAS POR COBRAR A DICIEMBRE DE 2019 (EN PORCENTAJE)



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

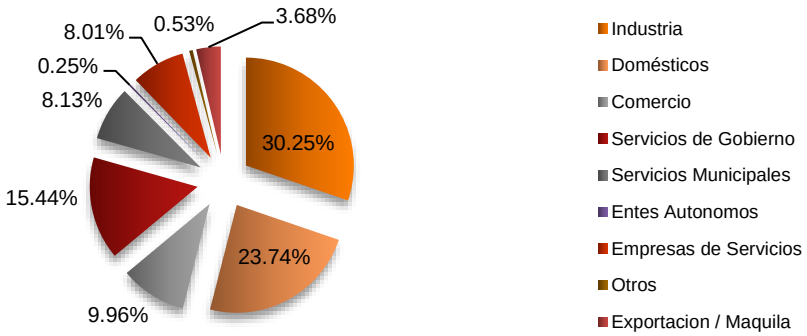
Al cierre de 2019 las cuentas por cobrar a consumidores de DELSUR ascendieron a US$14.61 millones, equivalente a una reducción de 12.76% respecto de diciembre de 2018 (US16.75 millones), este comportamiento estaría asociado a la reducción en las cuentas por cobrar a Entes Autónomos que reflejaron una tasa de variación de -97.34% (-US$1.34 millones), seguido de la Industria con una disminución de 12.09% (-US$0.61 millones) y comercio que presentó una reducción de 18.66% (-US$0.33 millones). Para el caso de la industria y comercio, la disminución estaría relacionada a la moderada desaceleración observada en dichos sectores al cierre de 2019. En cuanto a la participación de clientes por sectores, se observa que cuatro de ellos concentran el 79.40% del total, de los cuales la Industria tiene una representación de 30.25% (diciembre 2018: 30.03%), seguido por Domésticos 23.74% (diciembre 2018:19.40%), Servicios de Gobierno 15.44% (diciembre 2018:9.96%) y Comercio 9.96% (diciembre 2018: 10.69%).

[8] Considerado como una recuperación de activo regulatorio.

[9] El pliego tarifario para consumidor final es ajustado por la SIGET de forma trimestral: el día 15 de enero, abril, julio y octubre de cada año.

Por su parte los Entes Autónomos pasaron de una participación de 8.23% en diciembre de 2018 a 0.25% en diciembre de 2019. Mientras que el resto de las cuentas por cobrar (20.85%) se distribuye en Servicios Municipales, Industria, Entes Autónomos, Exportación/ Maquila y Otros.

PARTICIPACIÓN EN LAS CUENTAS POR COBRAR A CLIENTES



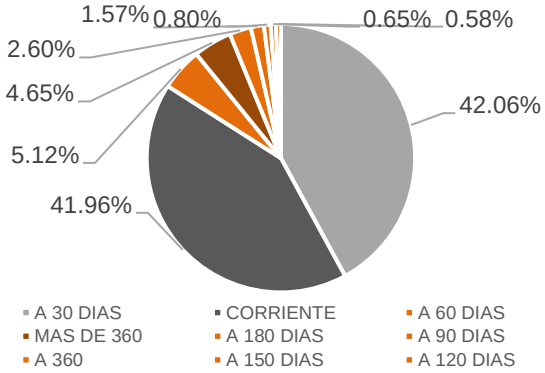
***Fuente**: DELSUR, S.A. DE C.V. / **Elaboración**: PCR*

En cuanto a la cartera de cuentas por cobrar por plazos, la reducción estuvo asociada a la disminución de la cartera a 30 días (-18.47%; -US$1.39 millones) y la cartera corriente registró una reducción de 11.7% (-US$0.81 millones). Al periodo de análisis, la cartera estuvo mayormente concentrada en saldos a 30 días con una participación del 42.06% (diciembre 2018:45.01%), seguido por los saldos corrientes con una participación de 41.96% (diciembre 2018: 41.47%), mientras que los clientes que presentaron una mora superior a los 60 días representaron el 5.12% (diciembre 2018: 5.02%). En cuanto a la cartera con un plazo superior a 90 días, presentó una participación de 10.86%, ligeramente superior a la reportada a diciembre 2018 (8.50%).

CLASIFICACIÓN DE LA CARTERA A DICIEMBRE DE 2019 (EN MILLONES US$)

Componente	dic-18	Dic-19
CORRIENTE	6.95	6.13
A 30 DIAS	7.54	6.15
A 60 DIAS	0.84	0.75
A 90 DIAS	0.36	0.23
A 120 DIAS	0.09	0.09
A 150 DIAS	0.13	0.09
A 180 DIAS	0.11	0.38
A 360	0.35	0.12
MAS DE 360	0.40	0.68
Total	**16.75**	**14.61**

CLASIFICACIÓN DE LA CARTERA A DICIEMBRE 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 diciembre de 2019, encontrándose distribuida en 29 contratos vigentes de suministro de energía[10], 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 diciembre 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	1.14
Nejapa Power	36.13	2	1.18
LaGEO	28.54	1	1.02
INE	20.59	1	0.25
Textufil	17.33	5	1.15
Providencia Solar	16.43	1	17.50
Termopuerto	13.23	1	0.76
Acajutla	5.48	1	19.36
Borealis	4.65	2	2.03

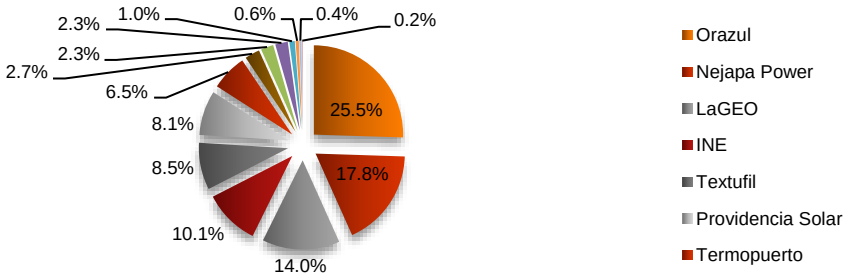
[10] Según se establece en el artículo 86-A del Reglamento de la Ley General de Electricidad, la Compañía se encuentra obligada a seguir suscribiendo contratos, al menos hasta cubrir el 80% de la demanda máxima.

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 diciembre de 2019 la composición de potencia contratada por DELSUR muestra que un 25.5% se originó de Orazul, seguido por Nejapa Power con el 17.77%, LaGeo con el 14.04%, INE con 10.13%.

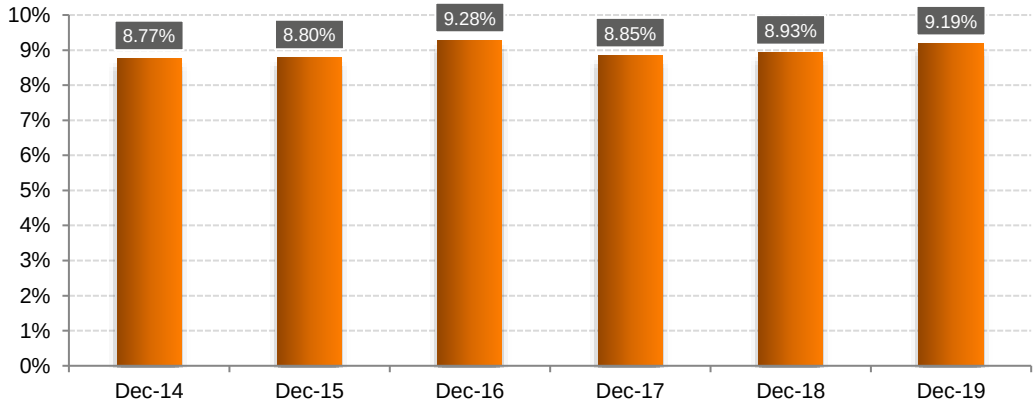
COMPOSICIÓN POTENCIA CONTRATADA A DICIEMBRE DE 2019



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

A diciembre de 2019 las pérdidas de energía presentadas por la Distribuidora fueron de 9.19%, 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



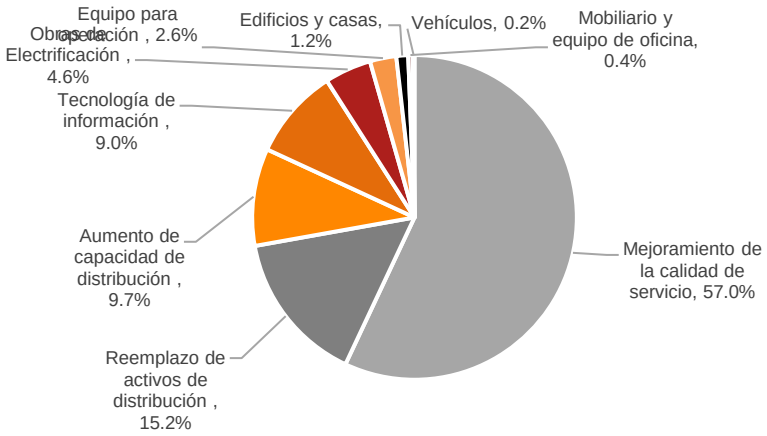
***Fuente**: DELSUR, S.A. DE C.V. / **Elaboración**: PCR*

CAPEX

A diciembre de 2019 la Compañía ejecutó una inversión de US$6.72 millones, menor a lo registrado en el mismo periodo del año pasado (-17.50%), derivado de la disminución de mobiliario y equipo de oficina (-98.86%), seguido del equipo para operación (-90.37%) y Tecnología de información (-70.20%).En cuanto a la estructura de la inversión ejecutada a la fecha, el 57.00% se destinó para el mejoramiento de la calidad de servicio, el 15.18% para reemplazo de activos de distribución (22.53%) y un 9.70% para aumento de capacidad de distribución.

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.

ESTRUCTURA DE LAS INVERSIONES A DICIEMBRE DE 2019



***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.

A diciembre de 2019, los ingresos operacionales ascencierpn a US$318.9 millones, equivalente a una tasa de crecimiento de 6.20% respecto de diciembre de 2018, derivado del incremento en los ingresos por servicios de distribución de energía, los cuales se ubicaron en US$311.92 millones, con una tasa de crecimiento de 6.40% respecto de diciembre de 2018, asociado a un mayor precio de venta de energía que al periodo de análisis se ubicó en US$199.54 MWh, mayor en 4.18% respecto de diciembre de 2018.

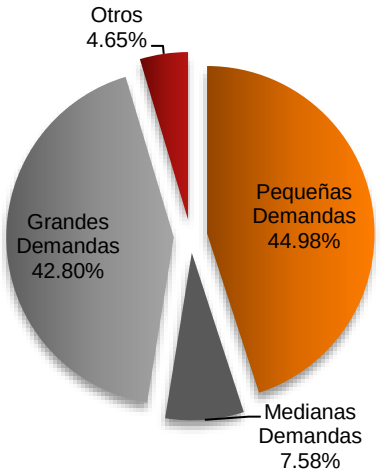
INGRESOS (US$ MILLONES)

Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Servicios por distribución de energía	336.59	289.72	228.28	267.72	293.15	311.92
Venta de electrodomésticos y servicios	1.21	1.18	1.14	1.22	1.42	1.35
Otros ingresos operacionales	5.72	5.83	5.41	5.33	5.70	5.63
Total ingresos operacionales	**343.52**	**296.73**	**234.83**	**274.27**	**300.27**	**318.90**

***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 provinieron mayoritariamente de las Pequeñas Demandas, las cuales tienen una participación del 44.98%, seguido de las Grandes Demandas (42.80%), mientras que las Medianas Demandas y Otros tienen una participación de 7.58% y 4.65%, respectivamente.

ESTRUCTURA DE INGRESOS POR DEMANDA



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

A diciembre de 2019 la compra de energía ascendió a US$246.14 millones, reflejando una tasa de crecimiento de 7.74% respecto de diciembre de 2018 y representando el 91.73% del total de costos reportados por la Distribuidora, experimentando un incremento en su participación de 0.91 p.p. respecto del mismo periodo del año previo. El incremento en la compra de energía estaría asociado al aumento del precio de compra promedio que pasó de US$139.05 por MWh en diciembre de 2018 a US$146.62 por MWh en diciembre 2019 equivalente a una tasa de crecimiento interanual de 5.45%. En contraste, los costos por suministro de energía y servicios contratados presentaron una reducción de 8.61%, y una menor participación dentro del total de costos al pasar de 5.50% en diciembre 2018 a 4.71% en diciembre de 2019.

COMPRA DE ENERGÍA (MILLONES US$)

Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Compra de energía	283.22	231.08	167.37	205.98	228.46	246.14
Precio de compra (US$/MWh)	179.80	139.69	104.99	127.00	139.05	146.62

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

Por su parte los gastos operativos ascendieron a US$27.23 millones, reflejando una tasa de crecimiento interanual de 7.14% (US$1.81millones) como resultado del incremento en los gastos de personal (7.22%) y los gastos de amortización de activos por derecho de uso[11], los cuales se ubicaron en US$0.94 millones, derivado de la adopción de la NIIF 16 relacionada a los arrendamientos. Finalmente, las estimaciones para cuentas de cobro dudoso reportaron una reducción del 62.54% como resultado de la disminución de las cuentas por cobrar.

GASTOS OPERACIONALES (MILLONES US$)

Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Gastos de personal	11.15	11.57	12.49	12.69	12.99	13.92
Depreciación	5.71	5.65	5.23	5.52	5.38	5.61
Materiales y repuestos utilizados	2.82	2.60	2.29	1.80	1.82	1.78
Estimación para cuentas de cobro dudoso	0.44	0.21	0.38	0.39	0.64	0.24
Publicidad institucional	0.21	0.30	0.30	0.27	0.30	0.29
Amortization de intangibles	0.23	0.25	0.36	0.84	1.17	1.46
Amortización de activos por derecho de uso	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.94
Otros gastos de operación	3.73	3.22	3.89	5.26	3.12	3.00
Total gastos operativos	**24.28**	**23.80**	**24.95**	**26.77**	**25.42**	**27.23**

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

Rendimiento Financiero

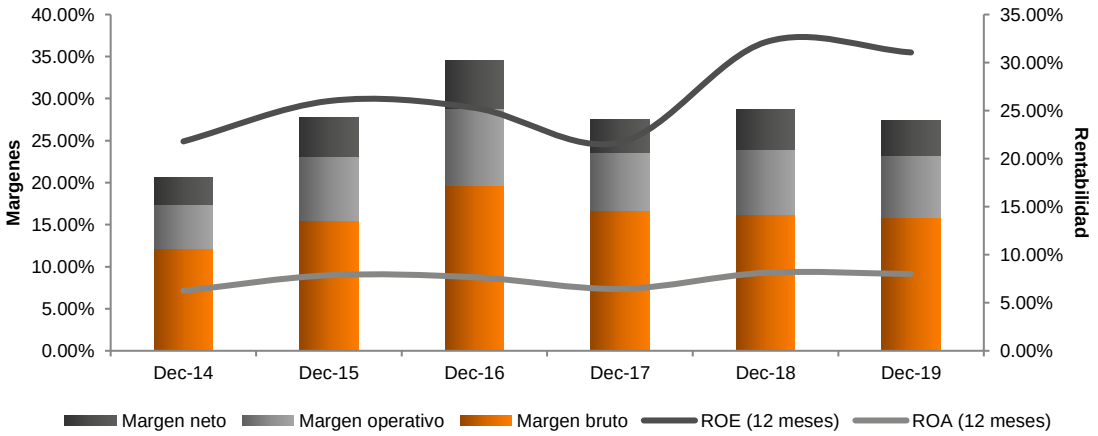
A diciembre de 2019, como resultado del moderado incremento en los ingresos (+6.20%) y el crecimiento más que proporcional de los costos (+6.67%) y gastos (+7.14%), dieron como resultado un margen bruto[12] y operativo[13] de 15.86% y 7.32% respectivamente, ligeramente inferior a los registrados en diciembre de 2018, cuando estos mismos se ubicaron en 16.22% y 7.76% respectivamente. 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 los gastos de personal y la amortización de los activos por derecho de uso.

Por su parte, la utilidad antes de impuestos se ubicó en US$21.23 millones, equivalente a una reducción de1.27%, derivado del incremento en los gastos financieros que presentaron una tasa de crecimiento de 18.52%, relacionado al reconocimiento de los intereses por arrendamientos por un monto de US$0.64 millones. En cuanto a la utilidad neta, esta se registró en US$13.48 millones, menor en 4.68% a la utilidad reportada a diciembre de 2018 (US$14.14 millones), de tal forma que los indicadores de rentabilidad reflejaron una ligera reducción al ubicarse en un ROE:31.05% (diciembre 2018:32.12%) y un ROA de 7.99% (8.12%).

INDICADORES DE RENTABILIDAD (PORCENTAJE)

[11] Los acuerdos de arrendamientos más significativos son derechos de uso por paso de líneas, derecho de uso de activos por interconexión eléctrica, locales para oficinas comerciales.
[12] Utilidad bruta / ingresos operacionales.

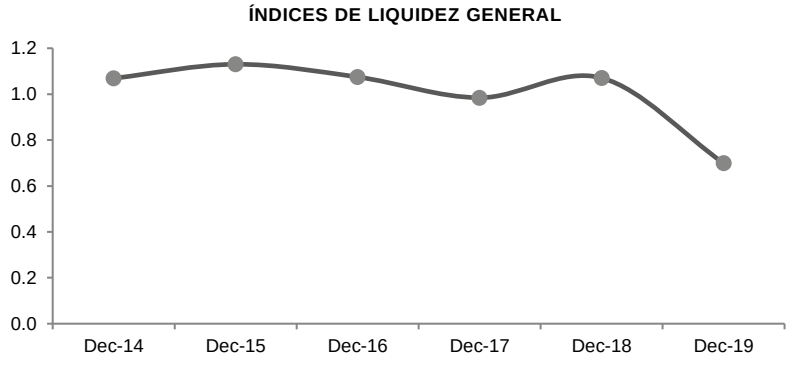
[13]Utilidad operativa / ingresos operacionales.



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

Liquidez

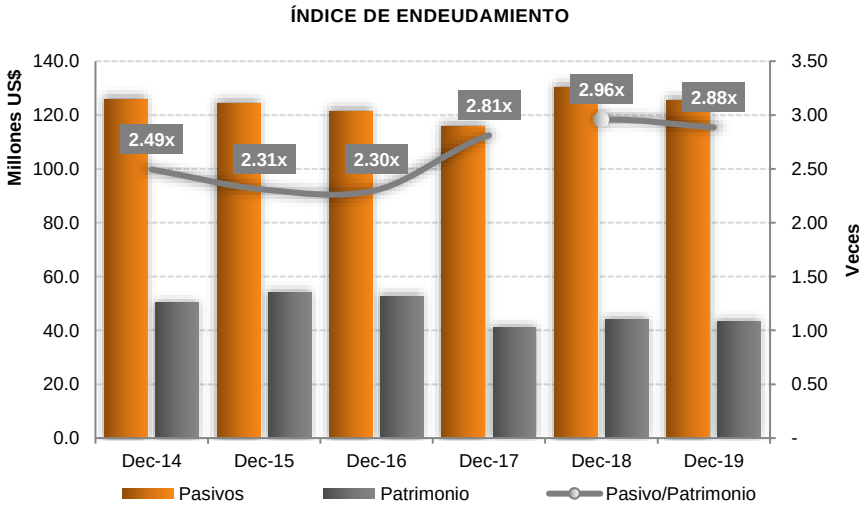
Al periodo de estudio el indicador de liquidez general se ubicó en 0.70 veces, menor al reportado a diciembre de 2018 cuando fue de 1.07 veces, derivado de la disminución del 20.87% de los activos corrientes, equivalente a US$13.31 millones menos que diciembre de 2018, disminución que estaría asociada a la reducción de las cuentas por cobrar (-30.92%), mientras que los pasivos de corto plazo presentaron un crecimiento de 21.11%, equivalente a US$12.57 millones más que en el mismo periodo del año anterior, derivado del vencimiento de certificados de inversión en el mes de agosto del presente año 2020, de tal forma que han sido clasificados como una obligación de corto plazo.



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

Endeudamiento y Solvencia

A diciembre de 2019 el endeudamiento de DELSUR se ubicó en 2.88, inferior al reportado en diciembre de 2018 (2.96 veces), como resultado de la disminución más que proporcional de los pasivos (-3.78%) respecto de la observada en el patrimonio (-1.39%). En este sentido la disminución de los pasivos estaría influenciada por la reducción de los préstamos bancarios, el impuesto a la renta diferido y las cuentas por pagar, mientras que por el lado del patrimonio, su disminución estaría asociada al incremento de pérdidas actuariales y las utilidades retenidas.



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

PATRIMONIO (EN MILLONES US$)

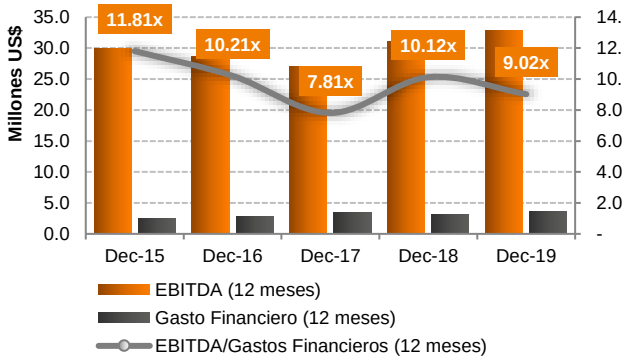
Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Capital social	10.61	10.61	10.61	12.28	12.28	12.28
Superavit por revaluacion	10.16	9.21	8.02	0.00	0.00	0.00
Ganancias / (pérdidas) actuariales	0.00	0.00	0.00	-0.32	-0.77	-1.13
Reserva legal	6.12	6.13	6.13	7.09	7.09	7.09
Utilidades retenidas	16.70	20.65	20.82	22.17	25.44	25.18
Participaciones no controladas	6.86	7.33	7.17	0.00	0.00	0.00
Total patrimonio	**50.44**	**53.93**	**52.75**	**41.23**	**44.04**	**43.43**

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

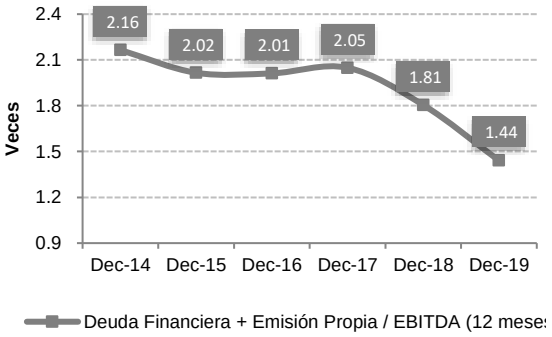
Al periodo de análisis, la EBITDA se ubicó en US$32.88 millones, reflejando una tasa de crecimiento de 5.64% equivalente a US$1.75 millones más que lo reportado a diciembre de 2018, derivado del crecimiento en los ingresos operacionales, principalmente por aumento en el precio de venta de la energía, lo cual generó un incremento en la utilidad bruta. Por su parte los gastos financieros ascendieron a US$3.64 millones, equivalente a una tasa de crecimiento de 18.5% (+US$56 millones) los cuales resultaron influenciados por el reconocimiento de intereses por arrendamientos. En este sentido, derivado del crecimiento más que proporcional de los gastos financieros respecto a la EBITDA, el indicador EBITDA/gastos financieros resultó en 9.02 veces, inferior a lo reportado en diciembre de 2018 (10.12 veces).

Asimismo, la deuda financiera total respecto con EBITDA se ubicó en 1.4 veces menor al indicador de diciembre 2018 (1.81 veces), debido a la reducción de la deuda (-9.45%) y al crecimiento de la EBITDA (5.64%).

INDICADOR DE COBERTURA



TOTAL DE LA DEUDA ENTRE EBITDA



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

Resumen de Estados Financieros[14]

BALANCE GENERAL (US$ MILES)

Componentes	Dec-14	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19
ACTIVOS CORRIENTES:	**65,656**	**59,799**	**53,912**	**46,907**	**63,752**	**50,443**
Efectivo y equivalentes de efectivo	3,980	14,913	12,726	8,948	9,289	13,205
Inversiones a corto plazo	2,000	8,000	3,422	23	995	2,922
Remanente de impuesto sobre la renta	-	-	-	1,854	4,298	-
Documentos y cuentas por cobrar, neto	57,512	34,786	34,230	33,715	46,337	32,013
Inventarios	1,219	990	855	1,315	1,466	1,088
Otros activos corrientes	945	1,110	2,679	1,052	1,366	1,214
ACTIVOS NO CORRIENTES:	**110,619**	**118,583**	**120,333**	**110,225**	**110,485**	**118,254**
Cuentas por cobrar a largo plazo	637	1,457	1,348	1,261	1,075	897

[14] Estados Financieros muestran saldos y cifras reexpresadas para los años 2017,2018 y 2019.

Activos por derecho de uso, neto	-	-	-	-	-	9,307
Inversiones en acciones	638	2,091	1,097	1,074	549	522
Propiedades, planta y equipo, neto	108,892	113,850	113,293	101,355	100,905	100,912
Activos intangibles, neto	452	1,185	4,595	6,536	7,957	6,617
TOTAL ACTIVOS	**176,275**	**178,382**	**174,245**	**157,132**	**174,237**	**168,697**
PASIVOS CORRIENTES:	**61,411**	**52,913**	**50,162**	**47,645**	**59,551**	**72,128**
Sobregiro bancario	5	841	1,361	1,141	-	-
Porción circulante de préstamos bancarios	1,240	2,500	2,875	4,000	8,889	4,027
Títulos de emisión propia corto plazo	8,992	-	-	-	-	21,000
Cuentas por pagar por compras de energía	37,838	23,837	28,909	28,729	35,381	27,773
Otras cuentas por pagar y gastos acumulados	8,946	12,645	9,101	10,626	12,250	12,152
Depósitos de consumidores	3,056	3,288	4,878	-	-	-
Dividendos por pagar accionistas minoritarios	52	277	280	909	674	631
Impuestos sobre la renta por pagar	1,160	8,497	1,475	1,442	1,721	5,064
Pasivos por arrendamiento	-	-	-	-	-	738
Porción circulante de ingresos diferidos	122	1,028	1,284	798	634	742
PASIVOS NO CORRIENTES:	**64,421**	**71,543**	**71,336**	**68,256**	**70,645**	**53,142**
Préstamos bancarios a largo plazo	23,710	36,773	33,914	30,306	47,310	22,375
Pasivos por arrendamiento	-	-	-	-	-	8,827
Títulos de emisión propia	20,962	20,965	20,973	20,980	-	-
Impuesto sobre la renta diferido	10,981	5,468	8,100	8,089	13,759	11,923
Ingresos diferidos a largo plaza	4,011	3,524	3,486	3,506	3,459	3,360
Obligaciones laborales	4,757	4,814	4,864	5,375	6,118	6,656
TOTAL PASIVOS	**125,832**	**124,457**	**121,498**	**115,901**	**130,196**	**125,269**
Capital social	10,613	10,613	10,613	12,281	12,281	12,281
Superávit por revaluación	10,158	9,209	8,019	-	-	-
Ganancia / (pérdida) actuariales	-	-	-	(318)	(774)	(1,129)
Reserva legal	6,119	6,127	6,127	7,090	7,090	7,090
Utilidades retenidas	16,696	20,647	20,819	22,173	25,439	25,181
Participaciones no controladoras	6,856	7,330	7,170	4	4	4
TOTAL PATRIMONIO	**50,443**	**53,925**	**52,747**	**41,231**	**44,040**	**43,428**
PASIVO + PATRIMONIO	**176,275**	**178,382**	**174,245**	**157,132**	**174,237**	**168,697**

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

ESTADO DE RESULTADOS (US$ MILES)

Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Total ingresos operacionales*	**343,515**	**296,728**	**234,826**	**274,269**	**300,270**	**318,895**
Costos totals*	301,555	250,583	188,522	228,530	251,556	268,334
Utilidad bruta	**41,960**	**46,145**	**46,304**	**45,739**	**48,715**	**50,561**
Gastos operativos	24,280	23,797	24,948	26,771	25,419	27,233
Utilidad operativa	**17,681**	**22,348**	**21,356**	**18,968**	**23,296**	**23,328**
Ingresos financieros	1,741	1,633	1,758	1,654	1,290	1,554
Gastos financieros	(2,452)	(2,531)	(2,812)	(3,455)	(3,075)	(3,645)
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	**16,969**	**21,450**	**20,302**	**17,167**	**21,510**	**21,237**
Impuesto sobre la renta	(5,976)	(7,244)	(6,604)	(5,958)	(7,215)	(6,773)
Contribución especial	-	(189)	(360)	(333)	(148)	(979)
UTILIDAD DEL PERIODO	**10,992**	**14,017**	**13,337**	**10,877**	**14,146**	**13,485**
Efecto de revaluación de propiedad, planta y equipo	-	-	-	(454)	(652)	(507)
Impuesto sobre la renta diferido relativo a avalúo	590	-	-	136	196	152
TOTAL RESULTADOS INTEGRALES DEL AÑO	**11,583**	**14,488**	**13,607**	**10,721**	**13,690**	**13,130**

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

*Incluye Ingresos y Costos de Empresa Relacionada

INDICADORES FINANCIEROS

Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19

EBITDA (12 meses)	25,360	29,881	28,707	26,983	31,133	32,888
Utilidad Neta	10,992	14,017	13,337	10,877	14,146	13,485
COBERTURA						
EBITDA/Gastos Financieros (12 meses)	10.34	11.81	10.21	7.81	10.12	9.02
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	0.98	1.31	1.28	1.27	1.81	0.80
Deuda Financiera + Emisión Propia / EBITDA (12 meses)	2.16	2.02	2.01	2.05	1.81	1.44
RENDIMIENTO						
ROE (12 meses)	21.79%	25.99%	25.29%	26.38%	32.12%	31.05%
ROA (12 meses)	6.24%	7.86%	7.65%	6.92%	8.12%	7.99%
LIQUIDEZ						
Prueba Ácida (sin deuda CP)	13.54%	49.62%	41.62%	30.22%	34.37%	27.06%
Liquidez General	1.07	1.13	1.07	0.98	1.07	0.70
Prueba Ácida	13.26%	47.27%	39.24%	27.69%	29.24%	25.55%
SOLVENCIA						
Pasivos Totales / EBITDA 12M	4.96	4.17	4.23	4.30	4.18	3.81
Pasivos Totales / Activos Totales	71.38%	69.77%	69.73%	73.76%	74.72%	74.26%
EFICIENCIA						
Eficiencia operativa	3.24%	3.90%	5.32%	4.63%	4.33%	4.37%
CAPEX						
Coeficiente de inversión:	1.73%	2.00%	2.39%	2.33%	2.19%	2.52%

***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 Auditoria 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.