

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

Comité No. 96/2020

Informe con EEFF No Auditados al 30 de junio de 2020

Fecha de comité: 08 de octubre de 2020

Periodicidad de actualización: Semestral

Sector Eléctrico El Salvador

### Equipo de Análisis

Alexis Figueroa  
[afigueroa@ratingspcr.com](mailto:afigueroa@ratingspcr.com)

Isaura Merino  
[imerino@ratingspcr.com](mailto:imerino@ratingspcr.com)

(503) 2266-9471

### HISTORIAL DE CLASIFICACIONES

Fecha de información	jun-18	dic-18	jun-19	dic-19	mar-20	jun-20
	18/10/2018	12/04/2019	29/10/2019	29/04/2020	24/07/2020	08/10/2020
Fortaleza Financiera	EAA	EAA+	EAA+	EAA+	EAA+	EAA+
Emisión de Certificador de Inversión (CIDELSUR 1)	AA	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+
Perspectivas	Positiva	Estable	Estable	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<sup>1</sup> dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo "-" indica un nivel mayor de riesgo.*

*"La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales, sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de 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 del comportamiento positivo de los márgenes de rentabilidad a pesar de la disminución de la demanda energética y el desafiante contexto operativo. Adicionalmente se considera el monopolio natural en el que opera, lo cual permite predictibilidad de sus ingresos y garantizar la continuidad del negocio.

### Perspectiva

Estable

### Resumen Ejecutivo

- Los márgenes de rentabilidad se incrementan a pesar del desafiante contexto operativo. Al primer semestre de 2020, DELSUR refleja un comportamiento positivo en sus márgenes de rentabilidad, especialmente en su margen bruto, el cual se ubicó en 18%, superior al reportado a junio 2019 (16.16%) producto de la caída más que proporcional de los costos por compra de energía (-22.81%), respecto de los ingresos por servicio de energía distribuida (-19.94%). La reducción en los costos estaría asociada a la caída del precio internacional del petróleo durante el primer semestre de 2020, lo cual generó un abaratamiento de la generación eléctrica proveniente de combustibles fósiles, teniendo un efecto positivo en DELSUR debido a la potencia contratada con generadoras de este tipo de energía como Orazul, INE y Nejapa Power. Adicionalmente, DELSUR ha suscrito contratos con generadoras fotovoltaicas las cuales observaron una importante dinámica al periodo de análisis. En cuanto a los ingresos, estos resultaron afectados por la disminución de la demanda energética de sectores de importancia como

<sup>1</sup>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.

la Industria y Comercio, así como por la reducción de los precios promedios de venta de energía.

- El monopolio natural en el que opera DELSUR. 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, lo cual permite garantizar la continuidad del negocio de la compañía.
- Las cuentas por cobrar a consumidores reflejan un importante incremento. Como resultado de la aprobación de la Ley Transitoria para diferir el Pago de Facturas de Servicios de Agua, Energía Eléctrica y Telecomunicaciones con el objetivo de mitigar el impacto económico que puedan provocar las medidas sanitarias adoptadas, DELSUR ha registrado al primer semestre de 2020 un importante incremento interanual de 27.42% en la cuenta por cobrar a consumidores, especialmente de sectores como la Industria, Doméstico, Comercio y Servicios del Gobierno. En este sentido, la disposición fue aplicada a las facturas con fecha de emisión desde el 20 de marzo hasta el 20 de junio 2020, las cuales se cancelarán posteriormente hasta un máximo de 24 cuotas cargadas a los recibos que se emitan a partir del mes de julio del presente año. Para mitigar un posible impacto de impago, DELSUR ha elevado su estimación de cuentas de cobro dudoso en un 429.56% respecto de junio 2019.
- El incremento del indicador de endeudamiento debido a cambio de política contable. Al primer semestre de 2020, el indicador de endeudamiento de DELSUR se ubicó en 4.15 veces superior al reportado en junio de 2019 (2.77 veces), y al promedio registrado durante los últimos cuatro años (2.75 veces) como resultado de la disminución más que proporcional del patrimonio (-14.30%) respecto de los pasivos (-6.02%). El comportamiento de los indicadores se encuentra en gran medida afectado por el cambio de la política contable del modelo de revalúo al modelo del costo, lo cual generó variaciones en el activo, patrimonio y pasivos de la compañía.
- El 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-P-012, El Salvador), vigente del Manual de Calificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 25 de noviembre de 2019. Normalizado bajo los lineamientos del Artículo 8 de "NORMAS TECNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.*

### **Información utilizada para la clasificación**

- **Información Financiera:** Estados Financieros Auditados correspondientes a diciembre de 2015-2019 y Estados Financieros No Auditados al 30 de junio de 2019 y junio 2020.
- **Riesgo de Liquidez:** Índice de liquidez general.
- **Riesgo de Solvencia:** Estructura de capital y razón de endeudamiento.

### **Limitaciones y Limitaciones Potenciales para la clasificación**

**Limitaciones encontradas:** A junio de 2020, el análisis de la información financiera se ha realizado con base a Estados Financieros No Auditados.

**Limitaciones potenciales:** 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 considerará 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**

- Desde diciembre del 2019, DELSUR ha puesto a disposición de sus clientes la "Factura Electrónica", con el cual sigue su proceso de digitalización de los servicios comerciales de la compañía, con esta oferta digital de envío y entrega inmediata de la factura aseguran que sus clientes reciban el documento de cobro, indistintamente del lugar en el cual se encuentren, para que puedan realizar el pago por todos los medios digitales disponibles, desde su hogar y poniendo en práctica el distanciamiento social como medida preventiva para detener la propagación del COVID-19. A la fecha de análisis, cerca de 3,500 clientes están aprovechando este servicio.
- En 2019, DELSUR cambió voluntariamente su política contable de medición de la Propiedad, Planta y Equipo pasando del modelo de revalúo al modelo del costo, la cual generó variaciones en el activo y patrimonio de la compañía.
- 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.

#### **Contexto COVID-19**

- **Regulaciones:** Como parte del Decreto Legislativo No. 593, relacionado al Estado de Emergencia Nacional por pandemia por COVID-19, la Asamblea Legislativa decretó la Ley Transitoria para diferir el Pago de Facturas de Servicios de Agua, Energía Eléctrica y Telecomunicaciones (Decreto No. 601), con el objetivo de mitigar el impacto económico que puedan provocar las medidas sanitarias adoptadas. La disposición se aplicará a las facturas de los meses de marzo, abril y mayo del presente año, las cuales se cancelarán posteriormente hasta un máximo de 24 cuotas cargadas a los recibos que se emitan, a partir del mes de junio del presente año.

Los beneficiarios serán personas naturales o jurídicas y municipalidades que hayan experimentado una disminución de sus ingresos directamente por los cierres parciales o totales decretados ante la pandemia. Para el caso de las personas naturales, se dispone que este beneficio sea aplicado a aquellos que tengan un consumo de energía eléctrica de hasta 250/Kwh al mes.

- **Medidas y Estrategias adoptadas por DELSUR.** Para garantizar la continuidad de las operaciones DELSUR ha desarrollado las siguientes medidas: Planes de contingencia, Teletrabajo para el personal administrativo, proceso virtual de pago a contratistas, cartas de movilidad del personal.

Adicionalmente, DELSUR como parte del sector distribuidor de energía ha buscado soluciones a la coyuntura actual mediante: Gestión institucional para solucionar el problema de recaudo, apoyo en diseño de comunicación de sector y gobierno, salvoconductos y garantías de movilidad del personal y Análisis del comportamiento de la demanda y precio de la energía. Para este punto, DELSUR estima que la demanda energética presente una reducción interanual entre el 10% y 12%.

En el mes de marzo, DELSUR estableció el Comité de Crisis liderado por la Gerencia General, el cual estaría encargado de actualizar planes de contingencia y definir las etapas de emergencia para lo cual se trabajaría en cinco ejes principales: Análisis de impactos económicos, lineamientos para la comunicación interna y externa, actualización y activación de planes de contingencia, análisis de actuaciones del gobierno y la identificación de personal y procesos críticos.

## Contexto Económico

### Panorama Internacional

De acuerdo con la última revisión de las Perspectivas de la Economía Mundial realizada por el Fondo Monetario Internacional (FMI), el organismo cataloga la presente crisis como ninguna otra, planteando una recuperación incierta debido a los mayores impactos negativos en la actividad económica dejados por la pandemia por COVID-19 durante el primer semestre de 2020. En este sentido, el FMI proyecta que la economía mundial presente una contracción del orden de -4.9% en 2020, dejando como resultado un impacto severo no solo en el área económica, sino también un fuerte retroceso en los indicadores sociales.

El Organismo Internacional prevé que los estabilizadores automáticos adoptados por los gobiernos dejen un amplio déficit fiscal significando un incremento en las ratios de deuda. Asimismo, se espera que los Bancos Centrales mantengan las condiciones financieras actuales hasta finales de 2021 tanto para economías avanzadas como las economías emergentes. En este sentido, la Reserva Federal (FED) mantiene una política acomodaticia donde la Tasa de los Fondos Federales se registra al mes de agosto 2020 en 0.10%, por debajo de lo reportado en agosto 2019 (2.04%). A nivel regional, la Comisión Económica para América Latina y El Caribe (CEPAL) actualizó las proyecciones para la región latinoamericana, estimando una profundización en la contracción de la actividad económica del orden de -9.1%, especialmente por la contracción de las mayores economías de la región como Argentina (-10.5%), Brasil (-9.2%), Perú (-13%) y México (-9.0%). A nivel centroamericano, se estima una reducción en promedio de -6.2%, donde El Salvador registraría la mayor contracción con (-8.6%), seguido por Nicaragua (-8.3%), Honduras (-6.1%), Costa Rica (-5.5%) y Guatemala (-4.1%).

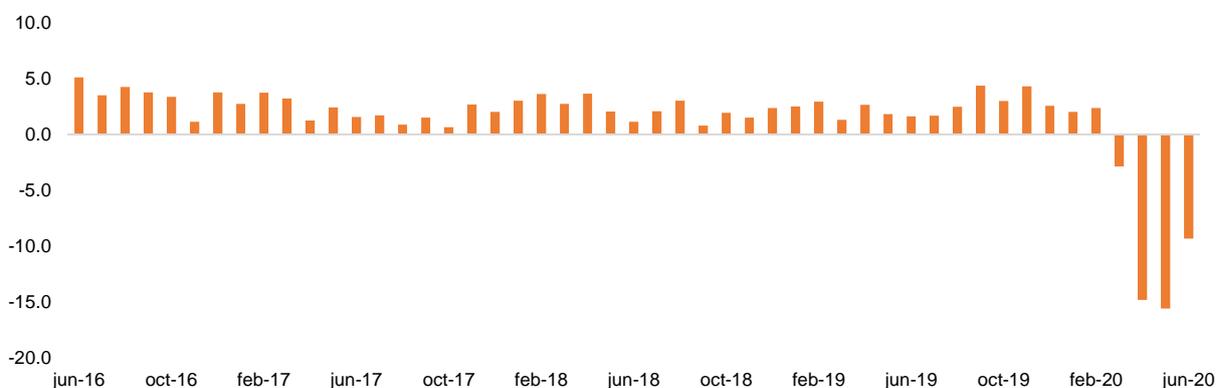
### Entorno económico

Los últimos datos publicados por el Banco Central de Reserva muestran que la variación interanual del Índice de Volumen de la Actividad Económica - IVAE - Serie Desestacionalizada a junio de 2020, revela una contracción de la actividad productiva del país del orden de -9.34% ocasionado por los impactos económicos generados por la pandemia por COVID-19. Al periodo de análisis, cinco de las nueve actividades económicas englobadas dentro del IVAE reflejaron resultados contractivos, donde la actividad de la Construcción presentó la mayor caída con -37.13% debido a la suspensión de proyectos de inversión durante el segundo trimestre de 2020, cabe mencionar que previo a la pandemia el sector era uno de los más dinámicos debido al auge de la construcción de edificios corporativos, apartamentos y edificios comerciales; sin embargo, al incorporar los efectos de la pandemia, la Cámara Salvadoreña de la Industria de la Construcción (CASALCO) prevé que el sector cierre el año con un decrecimiento de -5%. Por su parte, las actividades industriales reportan una contracción de -15.71%, también afectadas por las medidas de aislamiento y la caída de la demanda externa que se refleja en una reducción de las exportaciones del sector (-24.24%). Asimismo, el Comercio, Transporte y Almacenamiento, Actividades de Alojamiento y de Servicio de Comidas presentan una contracción de -18.05% relacionado al cierre de centros comerciales, restricción de actividades comerciales y servicio de comidas, así como la prohibición de la circulación del transporte colectivo. Las actividades de Servicios también observaron resultados contractivos (-10.02%).

En contraste, las Actividades Financieras y de Seguros registraron una tasa de crecimiento de 4.67%, siendo incluso superior al crecimiento reportado a junio de 2019 (2.29%). El crecimiento estaría asociado al incremento de la liquidez y los activos del sistema financiero, siendo estos últimos impulsados por el crecimiento de la cartera de préstamos y la adquisición de instrumentos financieros emitidos por el Gobierno como Letras del Tesoro (LETES) y Certificados del Tesoro (CETES). De la misma forma, las actividades de Administración Pública y Defensa, Enseñanza, Salud y Asistencia Social registraron una tasa de crecimiento de 4.93% estimulado por el incremento en las compras públicas especialmente en el área de salud y asistencia social, así como el aumento en las transferencias corrientes hacia los hogares.

Por otra parte, las Actividades de Información y Comunicaciones registran resultados positivos al ubicarse en 1.57%, superior a las contracciones de abril y mayo 2020, debido a la continuidad de las operaciones de servicios de comunicación a distancia como los "Call Center" que han implementado el teletrabajo.

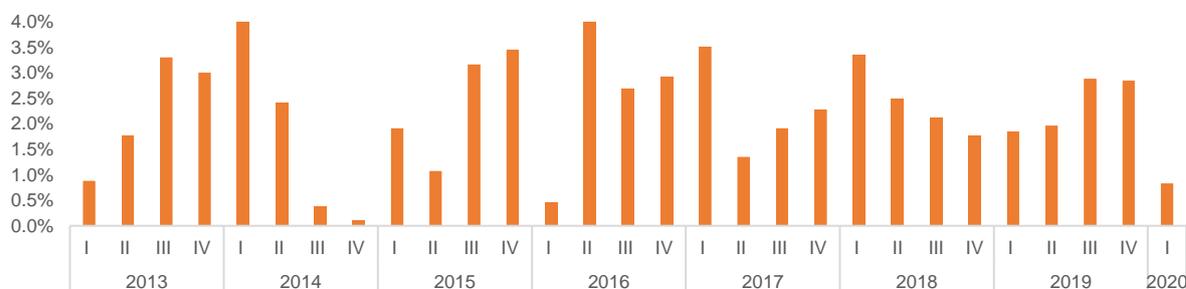
ACTIVIDAD ECONÓMICA GENERAL, IVAE, SERIE DESESTACIONALIZADA  
JUNIO 2016-2020



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR

Los resultados del PIB al primer trimestre de 2020 reflejaban una desaceleración de la economía al reportar una tasa de crecimiento de 0.83%, menor a lo reportado en el mismo periodo de 2019 (1.85%). Por el lado de la oferta la desaceleración estaría asociada a la disminución en la actividad productiva de la Industria Manufacturera (-2.58%), Actividades de Alojamiento y Servicios de Comida (-6.06%) y Agropecuario (-1.83%), las cuales contrarrestaron el buen desempeño de las Actividades Financieras y de Seguros (10.53%), y el sector de la construcción (4.92%). Mientras que por el enfoque de la demanda estaría relacionada a la desaceleración del consumo privado que registró una tasa de crecimiento de 1.67% menor a la del primer trimestre de 2019 (4.58%), producto de la desaceleración de las Remesas Familiares durante el primer trimestre del año; de la misma forma la formación bruta de la capital y exportaciones registraron menores tasas de crecimiento comparadas a las del primer trimestre de 2019.

**VARIACION TRIMESTRAL DEL PIB AL PRIMER TRIMESTRE DE 2020 (SERIE ENCADENADA DESESTACIONALIZADA)**



Fuente: Banco Central de Reserva /Elaboración: PCR

## Análisis cualitativo

### Hechos relevantes del Sector

- En julio de 2020, la SIGET confirmó una reducción en la tarifa de la energía de aproximadamente 21%, gracias a la reducción del precio internacional del petróleo.
- 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 cuatros 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 iniciará con la construcción de una planta de eléctrica a base de gas natural, cuyo costo se estima en alrededor de \$900 millones. Dicha planta estará 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 transporte 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), quien 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 2019 – 2028, 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, se ha promovido un marco regulatorio que impulsa 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 fuentes 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 de generadores 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, el primero por medio del mercado de contratos establecido en el artículo 86-A del Reglamento de la Ley General de Electricidad en el cual 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) y la segunda modalidad, donde el remanente (20%) se comercializa en el Mercado Regulador del Sistema por medio de contratos a corto plazo que 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.

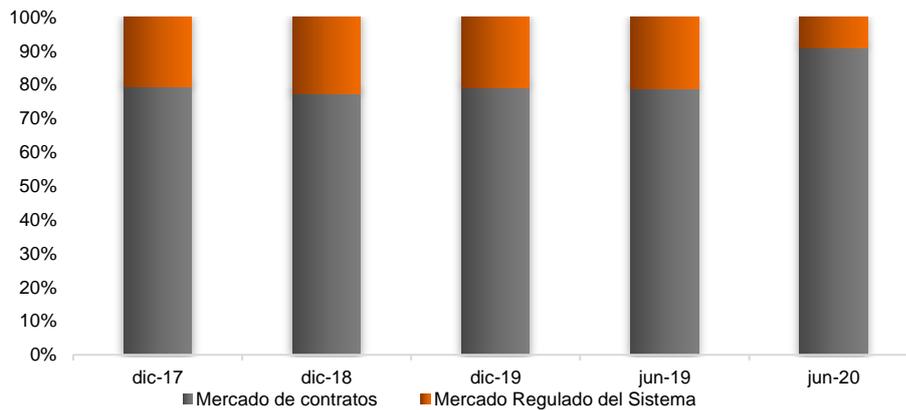
En el Mercado Regulador del Sistema o mercado Spot, el precio lo define la unidad marginal en cada hora de tal forma que este puede variar de una hora a otra, por su parte, en el Mercado de Contratos el precio de la energía se define mediante procesos de licitación de libre competencia y es el ente regulador 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 junio de 2020, las cifras de la UT mostraron que el mercado de contratos ascendió 2,885.1 GWh, obteniendo una representación del 90.92% del total de la energía consumida, por encima de lo registrado a junio de 2019, cuando representaron el 78.92%; 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<sup>2</sup> 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 las 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 el costo de comercialización y distribución.

### Regulación COVID-19

En marzo de 2020, como parte del Decreto Legislativo No. 593, relacionado al Estado de Emergencia Nacional por pandemia por COVID-19, la Asamblea Legislativa decretó la (Decreto No. 601) Ley Transitoria para diferir el Pago de Facturas de Servicios de Agua, Energía Eléctrica y Telecomunicaciones con el objetivo de mitigar el impacto económico que puedan provocar las medidas sanitarias adoptadas. La disposición se aplicará a las facturas de los meses de marzo, abril y mayo del presente año, las cuales se cancelarán posteriormente hasta un máximo de 24 cuotas cargadas a los recibos que se emitan, a partir del mes de junio del presente año. Los beneficiarios serán personas naturales o jurídicas y municipalidades que hayan experimentado una disminución de sus ingresos directamente por los cierres parciales o totales decretados ante la pandemia. Para el caso de las personas naturales, se dispone que se aplique este beneficio a aquellos que tengan un consumo de energía eléctrica de hasta 250/Kwh al mes.

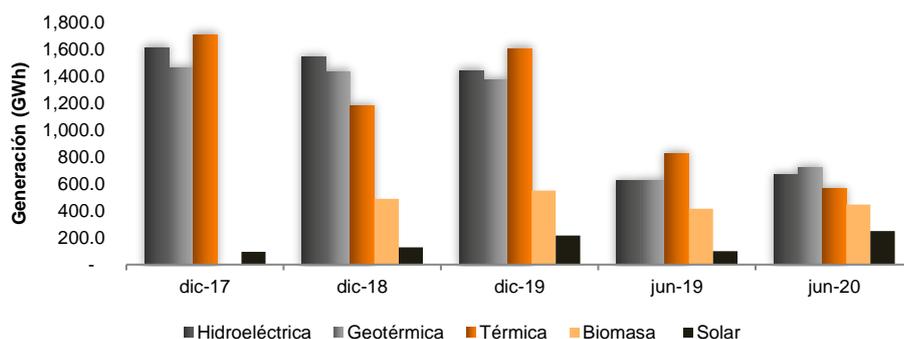
### Análisis cuantitativo

#### Generación nacional de energía

A junio de 2020, la generación nacional de energía se ubicó en 2,655.2 GWh, equivalente a una tasa de crecimiento de 2.60%, como resultado de un primer trimestre dinámico impulsado por el incremento en la generación de energía renovable, especialmente la energía solar que se ubicó en 249.40 GWh al cierre del primer semestre de 2020, equivalente a un incremento de 149.54 GWh (149.75%), seguido por la geotérmica que registró una generación de 722.10 GWh (+97.49 GWh; 15.61%). Asimismo, la generación hidroeléctrica alcanzó una generación de 671.80 GWh (+49.38 GWh; 7.93%) debido a la buena dinámica observada a partir de la entrada de la estación lluviosa y biomasa con 446.60 GWh (+7.46%) más que a junio de 2019. Por su parte, a pesar de la reducción en los precios del petróleo, la generación térmica se registró 565.30 GWh, reflejando una disminución del 31.56% respecto de junio de 2019, como resultado de una reducción en el consumo de energía. En cuanto a la generación solar, esta se ha visto beneficiada por la finalización de nuevos proyectos de generación de energía fotovoltaica, mientras que la hidroeléctrica resultó favorecida por la abundancia de las lluvias a inicios de la temporada lluviosa, por su parte, la dinámica en la generación geotérmica estuvo asociada a la finalización de 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 78.71% de la generación total de energía, superior a la participación observada en junio de 2019 (68.09%) mientras que la energía térmica registró una participación de 21.29%, menor a la participación de 31.91% de junio de 2019.

<sup>2</sup> Metodología para la determinación de los cargos de distribución y comercialización.

### 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. De tal forma que a junio 2020 la participación fue de 18.72%, menor a la de junio 2019 (24.51%). Mientras que la participación de fuentes renovables como la biomasa y solar han cobrado mayor importancia, en cuanto a la generación de energía proveniente de biomasa, esta 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 junio de 2020, el sistema de generación que forma parte del Mercado Mayorista se encuentra compuesto por 22 empresas, de las cuales una es pública: la Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL) y una semipública (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 671.80 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 722.10 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 junio de 2020, las inyecciones de estas dos empresas representan el 52.50% del total de la generación local.

Por otra parte, las cuatro principales empresas generadoras de energía a base de combustible fósil mostraron importantes disminuciones: Orazul Energy (-84.2 GWh; -22.26%), seguido por TERMOPUERTO (-63.9 GWh; -38.63%), INE (-62.8 GWh; -30.05%) y NEJAPA POWER (-36.4 GWh; -62.65%).

De acuerdo con el último informe presentado por la SIGET, la capacidad instalada a diciembre 2019 ascendía a 2,001.81 MW, equivalente a un incremento de 9.53% respecto de la capacidad instalada a diciembre 2018 (1,827.6 MW) representada de la siguiente manera: Fósil (37.82%; diciembre 2018:43%), Hidráulica (27.61%; diciembre 2018:32%), Biomasa (14.67%; diciembre 2018:11%), Geotérmica (10.21%; diciembre 2018:10%) y Fotovoltaico (9.69%; diciembre 2018: 4%).

#### GENERACIÓN DE ENERGÍA ELÉCTRICA POR PARTICIPANTE (GWH)

Participante	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
<b>Hidroeléctrica</b>						
CEL	1,257.5	1,615.0	1,543.7	1,442.5	622.4	671.8
<b>Geotérmica</b>						
LAGEO	1,467.2	1,459.9	1,437.3	1372.7	624.6	722.1
<b>Fósil</b>						
BOREALIS	4.2	0.1	1.0	0.7	0	0.1
GECSA	6.3	1.0	0.0	0	0	0
HILCASA ENERGY	0.0	0.2	0.6	0.1	0	0
HOLCIM	0.1	10.6	4.3	13.2	6.1	0.4
INE	440.0	237.0	213.3	397.4	209	146.2
NEJAPA POWER	387.3	22.8	69.0	152.6	58.1	21.7
ORAZUL ENERGY	1,002.4	691.9	629.2	695.2	378.3	294.1
TERMOPUERTO	462.9	293.2	233.2	332.8	165.4	101.5
TEXTUFIL	58.5	19.0	25.3	13.7	8.7	0.4
<b>Biomasa</b>						
CASSA	100.1	77.9	85.6	76.8	53.9	60.8
INGENIOS	294.7	355.0	403.1	474.8	361.9	386
<b>Solar</b>						
ACAJUTLA ENERGÍA SOLAR	0.0	0.0	0.0	45.2	19.7	21.2
PROVIDENCIA SOLAR	0	94.8	129.2	130.9	64.9	64.4

PROYECTO LA TRINIDAD	0	0	0	32.7	15.4	17.9
CAPELLA SOLAR	0	0	0	8	0	133.1

Fuente: Unidad de Transacciones / Elaboración: PCR

### Inyecciones y transacciones internacionales

De acuerdo con la Unidad de Transacciones, a junio de 2020 la inyección de energía eléctrica ascendió a 3,019.3 GWh, equivalente a una disminución de 10.41% respecto de junio 2019, asociada a la caída de las importaciones de energía las cuales se contrajeron 53.42%, consolidando la tendencia hacia la baja observada desde diciembre de 2019 y que resultó también afectada por la caída en el consumo de energía. La caída en las importaciones se deriva de menores compras de energía a Guatemala, principal proveedor de energía del país y que a junio de 2020 registró una factura por US\$37.60 millones, menor a los US\$80.59 millones registrados en junio 2019.

INYECCIONES DE ENERGÍA AL MME (GWh)					
Componente	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Generación Nacional Transada	4,879.0	4,778.6	5,189.8	2,588.5	2,655.2
(+) Importaciones	1,674.8	1,823.9	1,449.7	781.5	364.1
<b>Total Inyecciones MME</b>	<b>6,553.2</b>	<b>6,602.5</b>	<b>6,639.5</b>	<b>3,370.0</b>	<b>3,019.3</b>

Fuente: Unidad de Transacciones / Elaboración: PCR

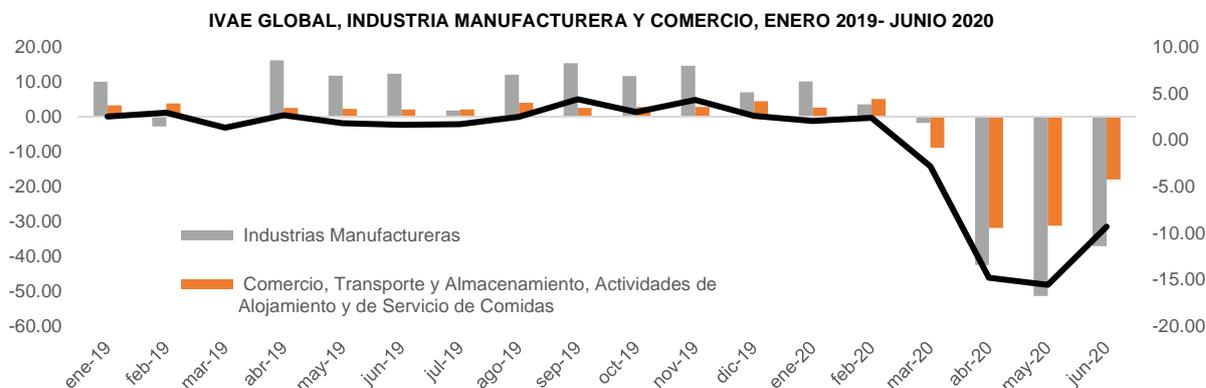
### Demanda Mercado Mayorista Energético

La demanda acumulada en el MME se ubicó en 2,882.1 GWh, equivalente a una reducción de 9.78% respecto de junio de 2019, comportamiento que estaría asociado a la caída del consumo de energía a nivel nacional y regional. De acuerdo con el "Informe especial: Impacto del COVID-19 en el Mercado Eléctrico Regional (MER)" elaborado por el Ente Operador Regional (EOR), el consumo de energía en Centroamérica cayó un 5% en los meses de marzo a junio 2020 producto de las medidas de aislamiento para contención de la pandemia, lo cual ha impactado en la actividad industrial y comercial de las economías centroamericanas. En este sentido, las exportaciones de energía sumaron 80.90 GWh significando una disminución de 30.31% y marcando un punto de inflexión al comportamiento positivo reportado a diciembre de 2019. A la fecha de análisis, el principal destino de las exportaciones de energía fue Costa Rica por un monto de US\$3.26 millones, seguido de Guatemala por un valor de US\$3.10 millones<sup>3</sup>, cabe mencionar que ambos países representan el 87.47% de las exportaciones realizadas por El Salvador. Las pérdidas de transmisión fueron de 53.28 GWh, menor en 5.31% a las observadas en el mismo periodo del año anterior.

DEMANDA ACUMULADA EN EL MERCADO MAYORISTA ENERGÉTICO (GWH)					
	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
<b>Total Inyecciones MME</b>	<b>6,553.2</b>	<b>6,602.5</b>	<b>6,639.5</b>	<b>3,370.0</b>	<b>3,019.3</b>
(-) Exportaciones	89.6	64.8	155.9	116.0	80.9
(-) Pérdida de transmisión	119.5	118.5	121.5	56.3	53.28
<b>Demanda MME</b>	<b>6,344.1</b>	<b>6,419.2</b>	<b>6,362.0</b>	<b>3,197.7</b>	<b>2,885.1</b>

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

A nivel local, la caída en el consumo de energía estaría relacionada de forma directa a la contracción de la economía, especialmente de las actividades de la Industria Manufacturera y Comercio ya que de acuerdo con las últimas cifras publicadas por el BCR, a junio de 2020, el IVAE Global reportó una contracción del -9.34% respecto del mismo periodo del año anterior, mientras que el IVAE de la Industria Manufacturera y Comercio presentaron una disminución del orden de -37.13% y -18.05% respectivamente. Ambos indicadores por debajo del indicador global. Cabe destacar que la actividad industrial no solo se ha visto afectada por las medidas de aislamiento, sino también por la caída en la demanda externa, en este sentido las exportaciones de productos manufacturados se ubicaron en US\$1,763.98 millones, equivalente a una disminución del 24.24% respecto de junio de 2019, asimismo las exportaciones de maquila fueron de US\$309.91 millones (-46.39%). En cuanto a las actividades del sector comercio, estas han resultado también impactadas por las medidas de aislamiento las cuales han afectado tanto a empresas formales como informales, así como a centros comerciales, restaurantes y alojamientos. De acuerdo con estudios recientes realizados por instituciones académicas, el sector informal abarca aproximadamente el 70% de los trabajos en el país, lo cual pone en evidencia el impacto sobre estas actividades comerciales.

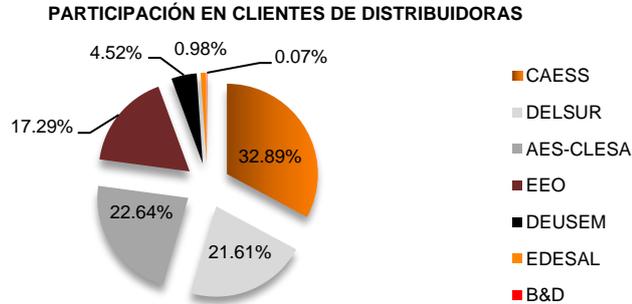


Fuente: Banco Central de Reserva / Elaboración: PCR

<sup>3</sup>Intercambios comerciales son realizados por medio del 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.

## Distribuidores

De acuerdo con la última información publicada por la SIGET, a diciembre de 2019 las distribuidoras de energía reportaron un total de 1,866.29 miles de clientes, equivalente a una tasa de crecimiento de 2.35% respecto de diciembre de 2018, los cuales son 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 32.89% del total de clientes del país concentradas en las zonas de Chalatenango, Cuscatlán, Cabañas y la Zona Norte de San Salvador, seguido por Distribuidora de AES CLESA & Cía. S. en C. de C.V. con el 22.64%, Distribuidora de Electricidad del Sur S.A. de C.V. con el 21.61%, y Empresa Eléctrica de Oriente EEO (17.29%) juntas representan el 94.43% de los clientes del país.

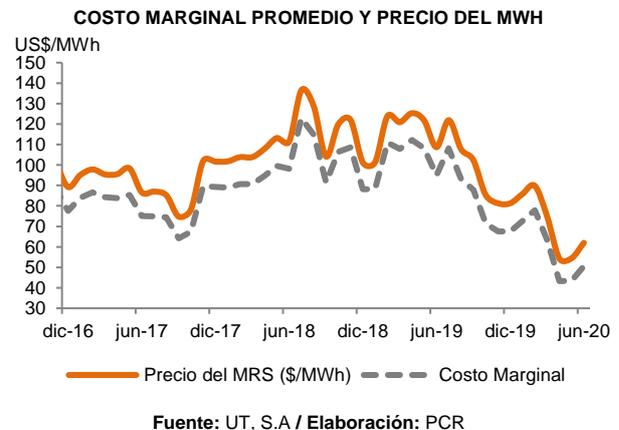
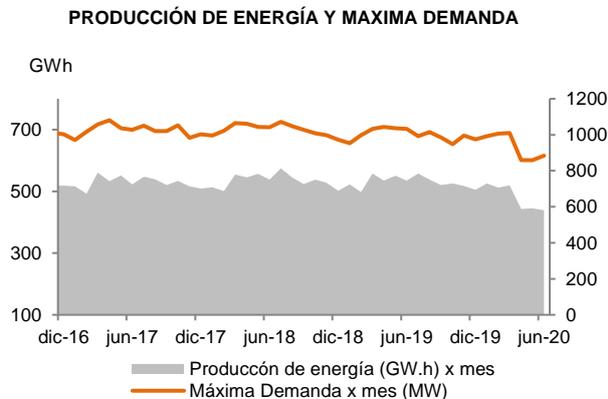


Fuente: SIGET / Elaboración: PCR

## 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 junio de 2020, el precio promedio del MWh en el Mercado Regulador del Sistema se ubicó en US\$61.99, inferior en 42.95% al reportado a junio de 2019, como resultado de la caída en la demanda de energía y los costos de producción asociados a la reducción en el precio del petróleo. En este sentido el principal precio de referencia del mercado de petróleo para El Salvador se obtiene a través del precio del Petróleo West Texas Intermediate (WTI), el cual se ubicó a junio 2020 en un promedio de US\$39.27 el barril<sup>4</sup>, equivalente a una reducción del 32.10% respecto al mismo periodo anterior.



## 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.

<sup>4</sup> Precio promedio del barril de petróleo (WTI). Recuperado de: <https://es.investing.com/commodities/real-time-futures>

<b>Forma de pago Capital e Intereses</b>	: 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.). 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
<b>Tasa de intereses</b>	: 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.
<b>Interés moratorio</b>	: 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.
<b>Transferencia de los valores</b>	: 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.
<b>Garantía de la Emisión</b>	: La emisión no posee garantía específica.
<b>Destino de los recursos:</b>	: 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 83 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

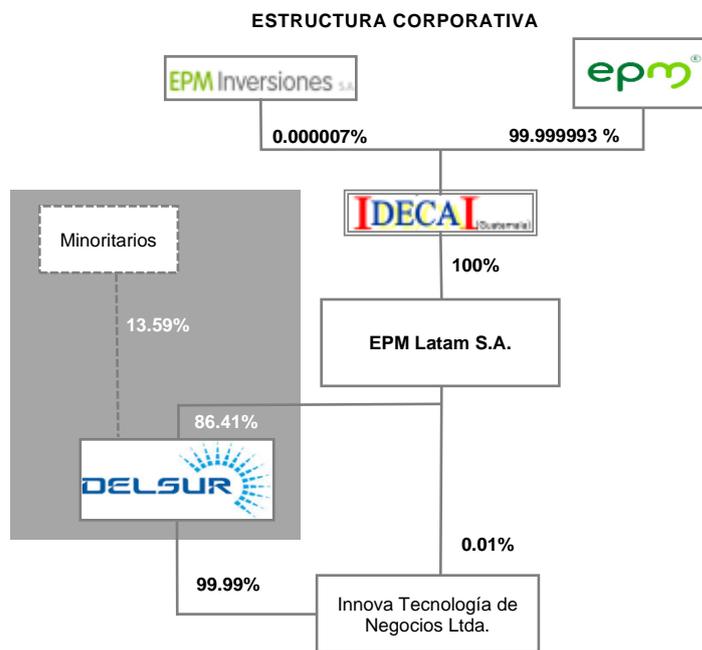
Con fecha 8 de febrero de 2011 a través de la sociedad EPM Latam S.A. (antes AEI El Salvador Holdings S.A.) del domicilio de Panamá, el Grupo de Empresas Públicas de Medellín, E.S.P. (EPM) adquirió la participación equivalente al 86.41% de las acciones de la Distribuidora.

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 primer semestre de 2020, 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%	
<b>Total de acciones</b>	<b>3,070,573</b>	<b>100.00%</b>	

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



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

### Directores y Plana Gerencial

En la Junta General de Accionistas efectuada el 05 de junio de 2020, 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
Presidente	Inés Helena Vélez Pérez
Vicepresidente	Louis Eric Casamiquela Rodríguez
Secretario	Carlos Mario Tobón Osorio
Primer Director Suplente	Diego Humberto Montoya Mesa
Segundo Director Suplente	José Enrique Salazar Velásquez

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

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.

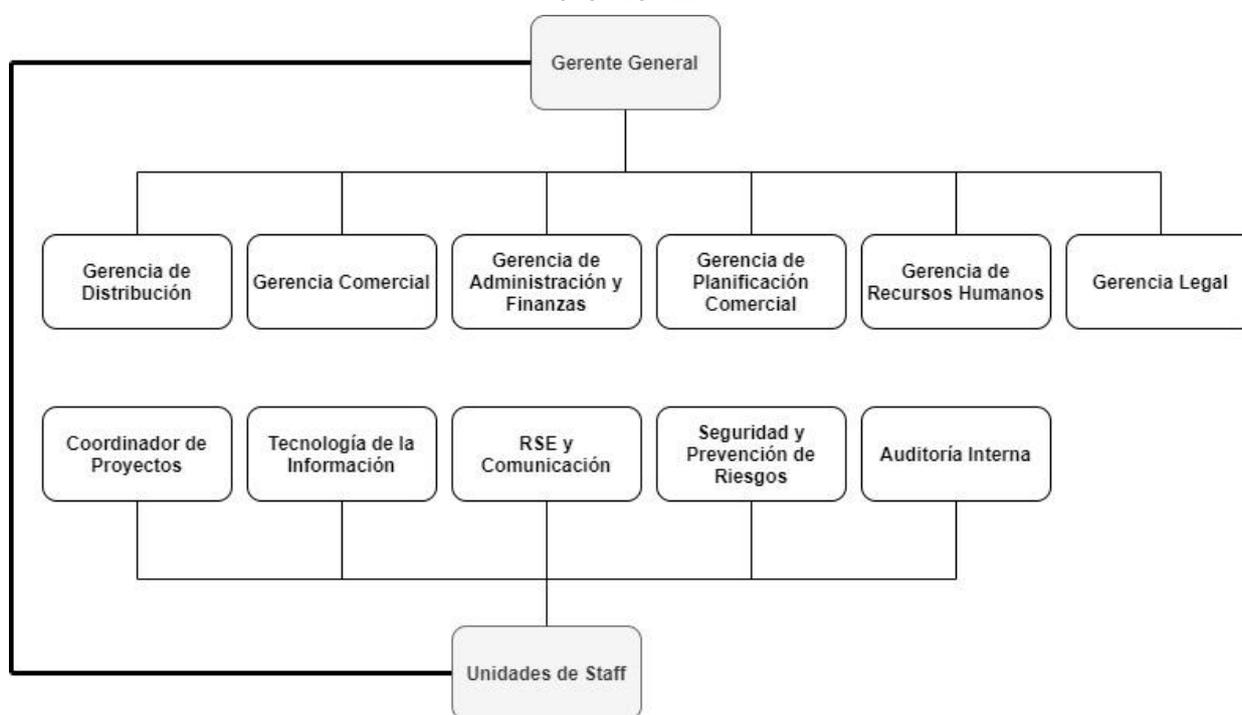
Desde el 1 de febrero de 2020 se nombró como Gerente General de DELSUR a Carolina Alexandra Quintero Gil, ejecutiva proveniente de EDEQ Colombia, filial EPM. Al periodo de análisis DELSUR cuenta con las siguientes Gerencias dirigidas por personas con una amplia experiencia en el sector:

### PLANA GERENCIAL

Cargo	Nombre
Gerente General	Carolina Alexandra Quintero Gil
Gerente de Administración y Finanzas	Carlos Eduardo Alvarado Ramírez
Gerente de Planificación Comercial	Victor Hugo Méndez Quezada
Gerente de Recursos Humanos	Luz Dary Álvarez Pérez
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

### 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 cuenta con una Estrategia de Sostenibilidad basada en generar progreso y desarrollar territorios sostenibles en las zonas donde opera tomando como base las "5P" de la Sostenibilidad determinadas por los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) mediante los cuales DELSUR reconoce que el bienestar social y la armonía con el medio ambiente son aspectos que deben estar vinculados a su actividad económica, haciendo del desarrollo sostenible un principio intrínseco de su estrategia de negocio.

- **Personas:** Prestaciones adicionales a la ley, equidad para el progreso.
- **Planeta:** Ecoeficiencia operacional, reutilización de los desechos, positive paper.
- **Prosperidad:** Electrificación rural, electroguardianes, electromovilidad.
- **Paz:** Acciones del buen vecino, código de ética empresarial.
- **Pactos:** Objetivos de Desarrollo Sostenible, pacto global y alianzas multisectoriales.

Adicionalmente DELSUR ha identificado grupos de interés, estableciendo dentro de estos: a EPM, Accionistas Minoritarios, Colaboradores, Gerentes y Jefes de Departamento, Sindicato y Grupos de interés interno.

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:

### **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 83 municipios ubicados en la zona centro-sur de El Salvador, en los departamentos de 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 le permite operar como un monopolio natural en una zona delimitada no concesionada.

Al primer semestre de 2020, DELSUR dispone de nueve oficinas comerciales, con una infraestructura de 10,745 km en líneas, 27 subestaciones de MT las cuales le permiten mantener una capacidad instalada de 384.03 MW, similar a la de junio 2019 (384.03 MW). Por su parte, la demanda máxima registrada a junio de 2020 se ubicó en 240.80 MWh<sup>5</sup>, levemente superior a la reportada a junio 2019 (240.09 MWh).

### **Clientes y proveedores**

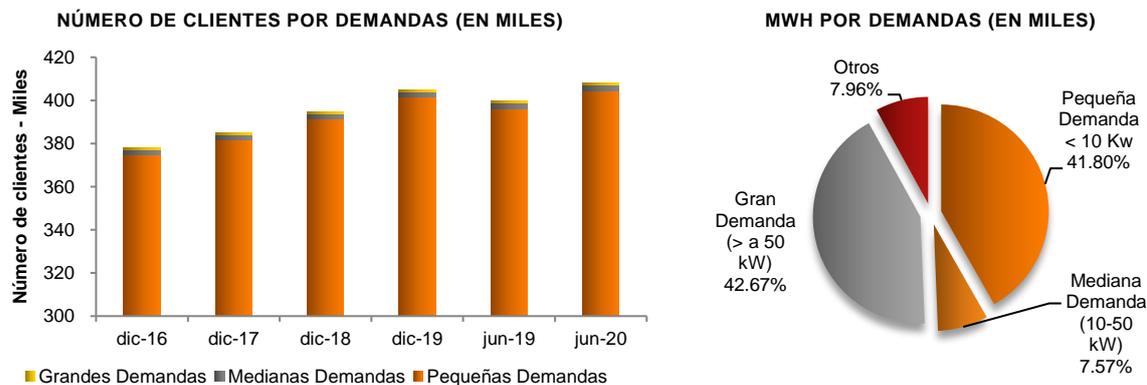
Al primer semestre de 2020 los clientes registrados por DELSUR ascendieron a 408,017, reflejando un crecimiento de 2.08% respecto de junio 2019, debido principalmente al incremento en los clientes de pequeña demanda (< a 10Kw) los cuales suman 404,506, evidenciando una tasa de crecimiento de 2.08% (+8,255 clientes), seguido de las medianas demandas con una tasa de crecimiento de 1.43% (+35 clientes) y las grandes demandas 1.77% (+18 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 99.14% (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 pesar del moderado incremento en clientes, la energía suministrada por DELSUR se ubicó en 753,059 MWh, equivalente a una reducción de -4.23%, como resultado de la contracción de la Gran Demanda (-18.93%; -75,014 MWh) la cual resultó afectada por la caída en la actividad económica del sector industrial y comercial, asimismo las medianas demandas se redujeron en -2.45% (-1,433 MWh). Cabe destacar que la reducción de la Gran y Mediana Demanda resultó amortiguada por el aumento de 137.10% (+34,299 MWh) en intercambio con distribuidores y comercializadores, asimismo la Pequeña Demanda registró una tasa de crecimiento de 2.77% (+8,475 MWh).

En cuanto a la cantidad de MWh demandados por tipo de cliente, se observa que la gran demanda lidera en participación con un 42.67% (junio 2019: 49.76%), seguido por las pequeñas demandas que concentran el 41.80% (junio 2019: 38.44%), medianas demandas 7.57% (junio 2019: 7.11%) y los intercambios con los distribuidores y comercializadores que debido a su dinámica presentaron una participación relevante al representar el 7.96%, superior al 4.70% de junio 2019.

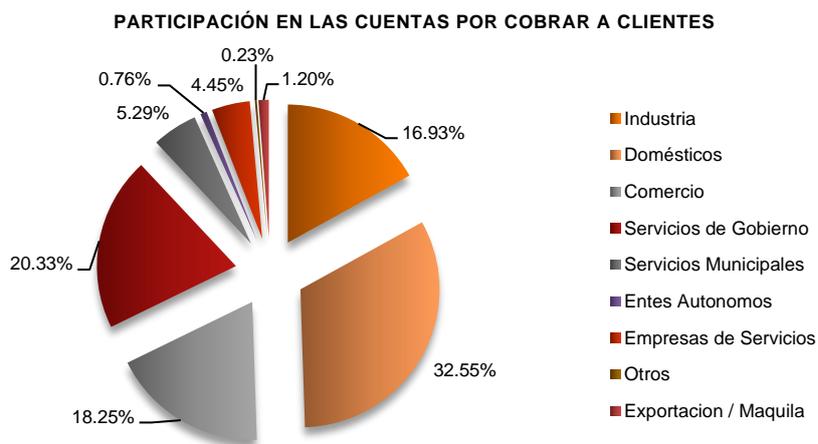
---

<sup>5</sup> Facturada a clientes conectados en mediana tensión.



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

A junio de 2020 las cuentas por cobrar a corto plazo se ubicaron en US\$42.66 millones, equivalente a una reducción de 15.75% (-US\$7.97 millones) respecto de junio 2019, como resultado de la disminución en las cuentas por compensación de costos de energía<sup>6</sup>. 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<sup>7</sup>. En este sentido, la SIGET anunció desde inicios del año 2020 reducciones en el precio de la energía debido a la caída de los precios del petróleo, aumento en la generación de recursos hídricos y la generación de nuevas plantas solares; sin embargo, las cuentas por cobrar a consumidores de DELSUR ascendieron a US\$25.25 millones, equivalente a un incremento de 27.42% respecto de junio 2019 (US\$19.82 millones), este comportamiento estaría asociado al incremento en las cuentas por cobrar de sectores como la Industria, Domésticos, Comercio y Servicios del Gobierno derivado de los decretos ejecutivos que establecieron diferimiento de los pagos en su factura a personas naturales, jurídicas y municipalidades que resultaron directamente afectados por los cierres parciales o totales decretados ante la pandemia. La disposición se aplica a las facturas con fecha de emisión desde el 20 de marzo hasta el 20 de junio 2020, las cuales se cancelarán posteriormente hasta un máximo de 24 cuotas cargadas a los recibos que se emitan, a partir del mes de julio del presente año. A nivel de estructura es relevante la participación de la Industria que pasó de representar el 0.01% en junio 2019 al 16.93% en junio 2020, demostrando el impacto que ha tenido la pandemia en este sector.



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

Al periodo de análisis las cuentas por cobrar por plazos reflejan los efectos de las medidas regulatorias surgidas a partir de la pandemia, de tal forma que la cartera Corriente se ubicó en US\$7.38 millones, equivalente a una reducción del -34.02%, reflejando una menor participación dentro de las cuentas por cobrar con un valor del 29.21% (junio 2019: 56.41%), por su parte las cuentas por cobrar a 30, 60 y 90 días presentaron incrementos significativos del orden de 271.89%, 1,416.59% y 3,320.02%, respectivamente.

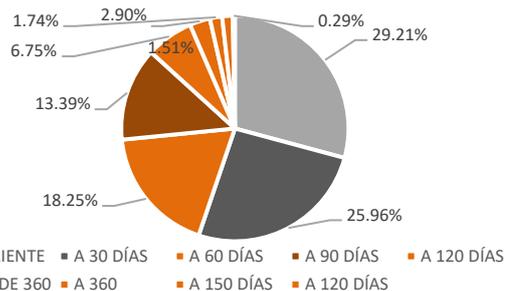
<sup>6</sup> Considerado como una recuperación de activo regulatorio.

<sup>7</sup> 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.

**CLASIFICACIÓN DE LA CARTERA A JUNIO 2020  
(EN MILLONES US\$)**

Componente	jun-19	jun-20
CORRIENTE	11.18	7.38
A 30 DÍAS	6.00	6.56
A 60 DÍAS	1.24	4.61
A 90 DÍAS	0.22	3.38
A 120 DÍAS	0.05	1.70
A 150 DÍAS	0.07	0.38
A 180 DÍAS	0.06	0.07
A 360	0.50	0.44
MÁS DE 360	0.49	0.73
Total	19.82	25.25

**CLASIFICACIÓN DE LA CARTERA A JUNIO 2020 (PORCENTAJE)**



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

Al periodo de análisis DELSUR cuenta con una potencia contratada de 283.33 MW, equivalente a un incremento de 39.41% respecto de junio 2019 y superior a la demanda máxima registrada al primer semestre de 2020 (240.80 MW), como resultado de nuevos contratos suscritos los cuales ascendieron a 35 contratos vigentes (junio 2019: 29 contratos) de suministro de energía<sup>8</sup>, firmados con diecinueve empresas generadoras, constituyendo una garantía para la satisfacción de la demanda energética de la compañía en el mediano y largo plazo. Cabe señalar que aproximadamente el 27.89% de la potencia contratada proviene de fuentes renovables como geotérmica y solar, mientras que el resto proviene de combustibles fósiles.

Adicionalmente, DELSUR es participante del Mercado Regulador del Sistema, permitiendo abastecer la demanda energética que no es cubierta por el mercado de contratos.

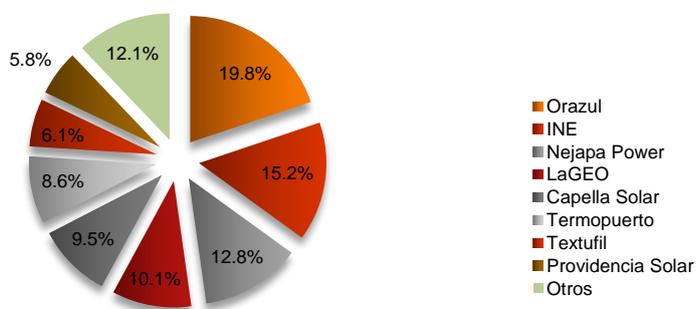
**CONTRATOS VIGENTES**

Generador	Potencia contratada PC (MW)	Número de contrato	Período promedio de suministro (Años)
Orazul	56.12	5	1
INE	43.16	2	2
Nejapa Power	36.13	2	1
LaGEO	28.54	1	1
Capella Solar	26.96	2	21
Termopuerto	24.47	2	1
Textufil	17.33	5	1
Providencia Solar	16.43	1	18
Cenérgica	6.91	2	3
Acajutla	5.48	1	19
Proyecto La Trinidad	5.01	5	15
Borealis	4.65	2	2
Excelergy	3.77	1	2
Sonsonate Solar	2.67	1	21
GECSA	1.99	1	0
Holcim El Salvador	1.33	1	2
Solar Internacional	1.20	3	11
Hilcasa Energy	0.80	2	10
CANGREJERA	0.40	1	11
<b>TOTAL</b>	<b>283.33</b>	<b>35</b>	<b>7</b>

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

A junio 2020, la composición de potencia contratada por DELSUR proviene principalmente por Orazul con el 19.81%, seguido por INE con el 15.23%, Nejapa Power con el 12.75% e INE con 10.07%.

**COMPOSICIÓN POTENCIA CONTRATADA A JUNIO 2020**



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

<sup>8</sup> 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.

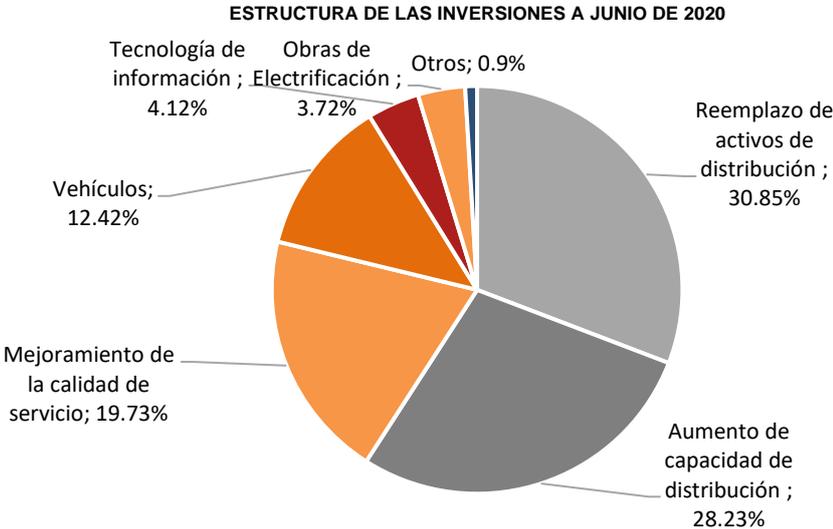
Uno de los indicadores representativos de eficiencia operativa de DELSUR es el indicador de pérdidas de energía en la red de distribución. En este sentido, a junio de 2020 las pérdidas de energía presentadas por la Distribuidora fueron de 9.04%, menor al 9.17% reportado en junio 2019. La medida de control para administrar este indicador está concentrada en dos áreas: el aumento en la capacidad de transporte de energía de las redes de distribución instalando cables y equipos de mayor tamaño, adecuados a la demanda de zonas atendidas, así como el control sobre el hurto de la energía y errores de medición. Para ello DELSUR realiza inspecciones de campo para detectar anomalías en los patrones de consumo, así como partir de denuncias de usuarios del servicio eléctrico.



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

**CAPEX**

Al primer semestre de 2020 DELSUR ejecutó una inversión de US\$1.35 millones, menor a lo registrado en el mismo periodo del año pasado (-6.95%), derivado de menores inversiones en mejoramiento en la calidad de servicio e inversiones en edificios como resultado de ajustes a su presupuesto, derivado de los efectos provocados por la pandemia por COVID-19. A junio de 2020 la estructura de inversiones estuvo compuesta principalmente por reemplazo en activos de distribución (30.85%), seguido de aumento en la capacidad de distribución (28.23%), mientras que el mejoramiento de la calidad de servicio se ubicó en 19.73%, inferior al de junio 2019 (50.96%) y al promedio registrado durante los últimos cuatro años (36.95%)<sup>9</sup>.



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

<sup>9</sup> Cabe destacar que los proyectos de Mejoramiento de la calidad del servicio son proyectos que conllevan montos significativos de inversión y que se encuentran alineados con el compromiso de brindar a sus clientes un alto grado de calidad técnica.

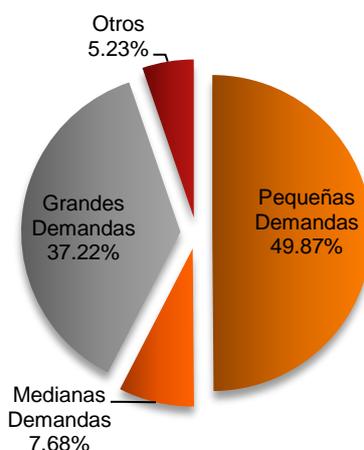
Los ingresos son sensibles a las regulaciones que la SIGET establece, dado que autoriza los precios de la energía de acuerdo con los factores que componen la matriz energética. En este sentido al primer semestre de 2020, los ingresos operacionales fueron de US\$130.25 millones, equivalente a una reducción de -19.72% respecto de junio de 2019, derivado de la caída en los ingresos por servicios de distribución de energía, los cuales se ubicaron en US\$127.53 millones, reflejando una reducción interanual de -19.94%, asociado a menores ventas de energía derivado de la baja actividad económica en sectores industriales y comerciales, combinado a la reducción del precio de venta de energía el cual se ubicó en US\$178.33 MWh, menor a los US\$204.28 MWh de junio 2019.

INGRESOS (US\$ MILLONES)						
Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Servicios por distribución de energía	228.28	267.72	293.15	311.92	159.28	127.53
Otros ingresos operacionales	5.40	5.33	5.70	5.63	2.96	2.73
<b>Total ingresos operacionales</b>	<b>234.83</b>	<b>274.27</b>	<b>300.27</b>	<b>318.89</b>	<b>162.24</b>	<b>130.25</b>

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 49.87%, seguido de las Grandes Demandas (37.22%), mientras que las Medianas Demandas y Otros tienen una participación de 7.68% y 5.23%, respectivamente.

#### ESTRUCTURA DE INGRESOS POR DEMANDA



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

Asimismo, al primer semestre de 2020, la compra de energía se ubicó en US\$96.74 millones, reflejando una disminución de -22.81% respecto de junio 2019 y representando el 90.56% del total de costos reportados por DELSUR. La reducción estaría asociada a menores compras de energía y a la caída del precio de compra, el cual pasó de US\$149.57 por MWh en junio 2019 a US\$126.95 por MWh en junio 2020, equivalente a una tasa de decrecimiento de -15.22%.

COMPRA DE ENERGÍA (MILLONES US\$)						
Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Compra de energía	167.37	205.98	228.46	246.14	125.32	96.74
Precio de compra (US\$/MWh)	104.99	127.00	139.05	146.62	149.57	126.95

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

Los gastos operativos sumaron a junio 2020 US\$13.46 millones, equivalente a una reducción interanual de 5.16% (US\$0.73 millones) como resultado de la disminución en los gastos de depreciación (-28.49%) derivado de la adopción de la NIIF 16 relacionada a los arrendamientos, donde se reconocen activos por derecho de uso<sup>10</sup>, cuyas amortizaciones se ubicaron en US\$0.48 millones, similar a junio 2019 (US\$0.47 millones). En contraste, DELSUR ha incrementado la estimación en un 429.56% como resultado del incremento en sus cuentas por cobrar.

GASTOS OPERACIONALES (MILLONES US\$)						
Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Gastos de personal	12.49	12.69	12.99	13.92	6.58	6.74
Depreciación	5.23	5.52	5.38	5.61	3.95	2.82
Materiales y repuestos utilizados	2.29	1.80	1.82	1.78	0.76	0.81
Estimación para cuentas de cobro Dudoso	0.38	0.39	0.64	0.24	0.10	0.54
Publicidad institucional	0.30	0.27	0.30	0.29	0.15	0.11
Amortización de intangibles	0.36	0.84	1.17	1.46	0.73	0.72

<sup>10</sup> 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.

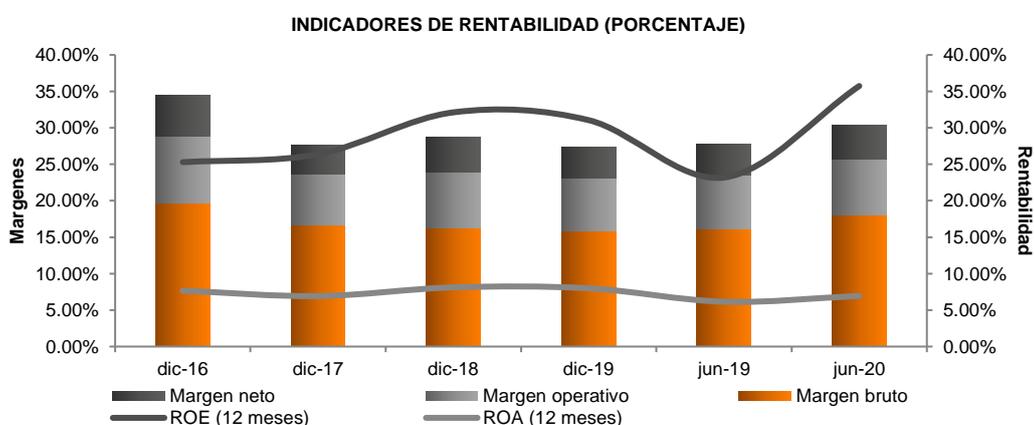
Amortización de activos por derecho de Uso	-	-	-	0.94	0.47	0.48
Otros gastos de operación	3.89	5.26	3.12	3.00	1.46	1.23
Total gastos operativos	24.95	26.77	25.42	27.23	14.20	13.46

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

### Rendimiento Financiero

Al primer semestre de 2020, como resultado de la importante reducción en los costos (-22.81%) respecto de los ingresos operacionales (-19.72%) dejó como resultado un margen bruto<sup>11</sup> de 18.00%, superior al 16.16% registrado a junio 2019. De igual forma el margen operativo<sup>12</sup> registró en un valor superior al de junio 2019, al ubicarse en 7.66%, producto de la reducción en los gastos de depreciación. El comportamiento positivo de los márgenes estaría asociado a la reducción de los costos de compra de energía, los cuales resultaron disminuidos por la caída de los precios internacionales del petróleo que permitió reducir los costos de generación eléctrica. Cabe destacar que buena parte de la potencia contratada por DELSUR proviene de empresas generadoras de combustible fósil como Orazul, INE y Nejapa Power. Adicionalmente DELSUR cuenta con contratos a largo plazo con empresas generadoras fotovoltaicas las cuales presentaron incrementos importantes en su generación.

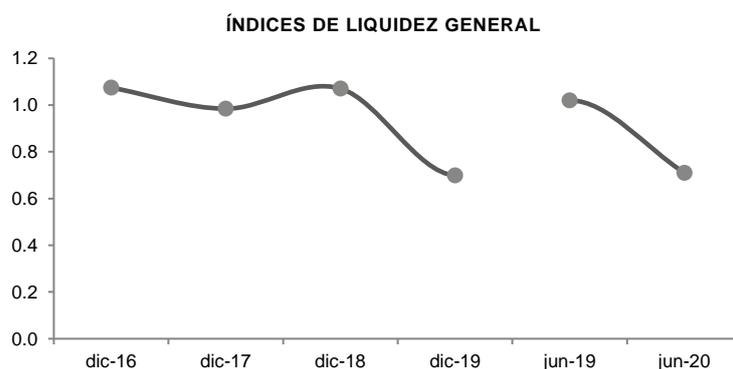
Producto del incremento en el margen bruto y el margen operativo, el margen neto de DELSUR se registró en 4.75%, levemente superior al de junio 2019 (4.20%). De igual forma, los indicadores de rentabilidad reflejaron un comportamiento positivo al periodo de análisis al ubicarse con un ROE de 35.73%, superior al de junio 2019 (23.18%) afectado en cierta medida por el cambio de la política contable del modelo de revalúo al modelo del costo, por su parte el ROA se ubicó en 6.94%, levemente superior al 6.15% de junio 2019.



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

### Liquidez

Al periodo de estudio el indicador de liquidez general se ubicó en 0.71 veces, menor al reportado a junio 2019 cuando fue de 1.02 veces, derivado del incremento de los pasivos corrientes, especialmente por el 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. Ante este comportamiento de la posición de liquidez, DELSUR ha decidido mantener efectivo y equivalentes de efectivo por un monto de US\$20.71 millones, registrando una tasa de crecimiento de 54.96% respecto de junio 2019.



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

### Endeudamiento y Solvencia

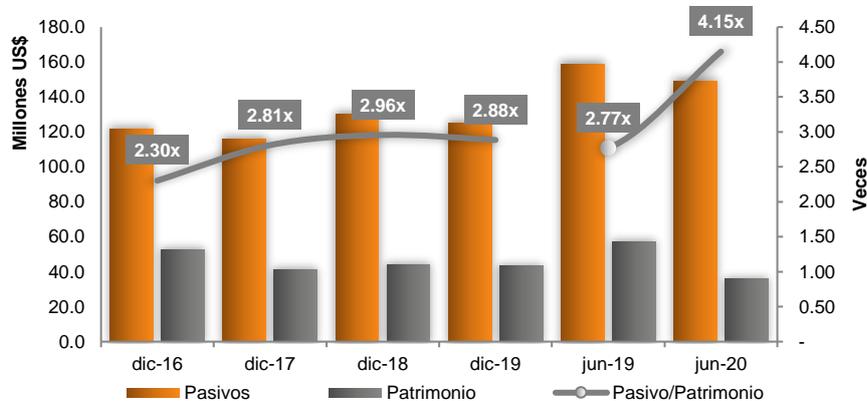
Al primer semestre de 2020, el endeudamiento de DELSUR se ubicó en 4.15 veces, superior al reportado en junio de 2019 (2.77 veces), y al promedio registrado durante los últimos cuatro años (2.75 veces) como resultado de la

<sup>11</sup> Utilidad bruta / ingresos operacionales.

<sup>12</sup> Utilidad operativa / ingresos operacionales.

disminución más que proporcional del patrimonio (-14.30%), respecto de los pasivos (-6.02%). Como se ha mencionado, el comportamiento de los indicadores se encuentra en gran medida afectado por el cambio de la política contable que generó variaciones en el activo, patrimonio y pasivos de la compañía; de tal forma que la reducción del patrimonio estaría asociado a la disminución de otros componentes del patrimonio y utilidades retenidas, mientras que los pasivos totales por la disminución del pasivo neto por impuestos diferidos que presentaron una reducción de -55.06%.

#### ÍNDICE DE ENDEUDAMIENTO



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

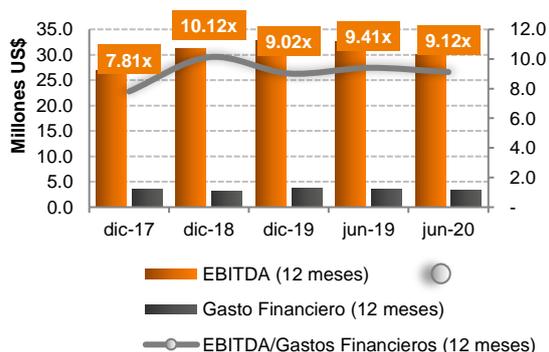
#### PATRIMONIO (EN MILLONES US\$)

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Capital social	10.61	12.28	12.28	12.28	12.28	12.28
Otros componentes del patrimonio	8.02	-0.32	-0.77	-1.13	18.35	-1.13
Superavit por revaluación	8.02	0.00	0.00	0.00	-	-
Ganancias / (pérdidas) actuariales	0.00	-0.32	-0.77	-1.13	-	-
Reserva legal	6.13	7.09	7.09	7.09	7.09	7.09
Utilidades retenidas	20.82	22.17	25.44	25.18	19.69	17.81
Participaciones no controladas	7.17	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0
<b>Total patrimonio</b>	<b>52.75</b>	<b>41.23</b>	<b>44.04</b>	<b>43.43</b>	<b>57.34</b>	<b>35.98</b>

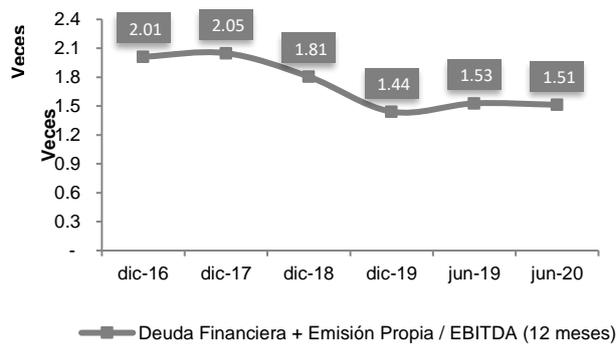
Fuente: DELSUR, S.A. DE C.V. / Elaboración: PCR

Al periodo de análisis, la EBITDA se ubicó en US\$29.98 millones, reflejando un decrecimiento de 7.98% equivalente a US\$2.60 millones menos que lo reportado a junio 2019, derivado de una menor generación de ingresos y reducción en las utilidades del periodo. No obstante, el indicador de cobertura EBITDA/ Gastos financieros se mantuvo relativamente estable debido a la reducción de los gastos financieros (-5.07%) producto de la disminución de la deuda financiera a largo plazo de DELSUR, de tal forma que el indicador se ubicó en 9.12 veces, levemente inferior a lo reportado a junio 2019 (9.41 veces). Asimismo, la deuda financiera total respecto con EBITDA se ubicó en 1.51 veces levemente menor al indicador de junio 2019 (1.53 veces).

#### INDICADOR DE COBERTURA



#### TOTAL DE LA DEUDA ENTRE EBITDA



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

**Resumen de Estados Financieros<sup>13</sup>**

<b>BALANCE GENERAL (US\$ MILES)</b>						
<b>Componentes</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>jun-19</b>	<b>jun-20</b>
<b>ACTIVOS CORRIENTES:</b>	<b>53,912</b>	<b>46,907</b>	<b>63,752</b>	<b>50,443</b>	<b>74,807</b>	<b>71,804</b>
Efectivo y equivalentes de efectivo	12,726	8,948	9,289	13,205	13,367	20,713
Inversiones a corto plazo	3,422	23	995	2,922	1,814	3,010
Remanente de impuesto sobre la renta	-	1,854	4,298	-	3,382	(0)
Documentos y cuentas por cobrar, neto	34,230	33,715	46,337	32,013	50,641	42,666
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	-	-	-	-	-	-
Inventarios	855	1,315	1,466	1,088	4,400	4,165
Otros activos corrientes	2,679	1,052	1,366	1,214	1,203	1,250
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES:</b>	<b>120,333</b>	<b>110,225</b>	<b>110,485</b>	<b>118,254</b>	<b>141,364</b>	<b>113,446</b>
Reserva por servicio de deuda	-	-	-	-	-	-
Cuentas por cobrar a largo plazo	1,348	1,261	1,075	897	605	829
Activos por derecho de uso, neto	-	-	-	9,307	-	-
Préstamos por cobrar a partes relacionadas	-	-	-	-	522	-
Inversiones en acciones	1,097	1,074	549	522	530	502
Propiedades, planta y equipo, neto	113,293	101,355	100,905	100,912	122,362	96,915
Activos intangibles, neto	4,595	6,536	7,957	6,617	7,316	6,006
Inversiones en acciones al costo	-	-	-	-	-	-
Inversiones en acciones cias. Subsidiarias	-	-	-	-	360	360
Activos por impuestos sobre la renta diferido	-	-	-	-	9,668	8,833
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>174,245</b>	<b>157,132</b>	<b>174,237</b>	<b>168,697</b>	<b>216,171</b>	<b>185,250</b>
<b>PASIVOS CORRIENTES:</b>	<b>50,162</b>	<b>47,645</b>	<b>59,551</b>	<b>72,128</b>	<b>73,349</b>	<b>101,025</b>
Sobregiro bancario	1,361	1,141	-	-	-	-
Porción circulante de préstamos bancarios	2,875	4,000	8,889	4,027	4,472	25,000
Títulos de emisión propia corto plazo	-	-	-	21,000	-	-
Cuentas por pagar por compras de energía	28,909	28,729	35,381	27,773	36,643	30,824
Otras cuentas por pagar y gastos acumulados	9,101	10,626	12,250	12,152	24,653	18,728
Dividendos por pagar	-	-	-	-	-	13,390
Provisiones y cuentas por pagar accionistas	280	909	674	631	668	547
Impuestos sobre la renta por pagar	1,475	1,442	1,721	5,064	5,426	10,998
Pasivos por arrendamiento	-	-	-	738	696	764
Porción circulante de ingresos diferidos	1,284	798	634	742	792	774
<b>PASIVOS NO CORRIENTES:</b>	<b>71,336</b>	<b>68,256</b>	<b>70,645</b>	<b>53,142</b>	<b>85,484</b>	<b>48,246</b>
Préstamos bancarios a largo plazo	33,914	30,306	47,310	22,375	24,351	20,375
Pasivos por arrendamiento	-	-	-	8,827	9,102	8,445
Títulos de emisión propia	20,973	20,980	-	-	20,973	-
Impuesto sobre la renta diferido	8,100	8,089	13,759	11,923	21,407	9,621
Ingresos diferidos a largo plazo	3,486	3,506	3,459	3,360	3,437	3,303
Obligaciones laborales	4,864	5,375	6,118	6,656	6,215	6,502
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>121,498</b>	<b>115,901</b>	<b>130,196</b>	<b>125,269</b>	<b>158,834</b>	<b>149,271</b>
Capital social	10,613	12,281	12,281	12,281	12,282	12,282
Otros componentes del patrimonio	8,019	(318)	(774)	(1,129)	18,350	(1,129)
Superávit por revaluación	8,019	-	-	-	18,350	(1,129)
Reserva legal	6,127	7,090	7,090	7,090	7,018	7,018
Utilidades retenidas	20,819	22,173	25,439	25,181	19,687	17,808
Participaciones no controladoras	7,170	4	4	4	-	-
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>52,747</b>	<b>41,231</b>	<b>44,040</b>	<b>43,428</b>	<b>57,337</b>	<b>35,980</b>
<b>PASIVO + PATRIMONIO</b>	<b>174,245</b>	<b>157,132</b>	<b>174,237</b>	<b>168,697</b>	<b>216,171</b>	<b>185,250</b>

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

<b>ESTADO DE RESULTADOS (US\$ MILES)</b>						
<b>Componentes</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>jun-19</b>	<b>jun-20</b>
<b>Total ingresos operacionales</b>	<b>234,826</b>	<b>274,269</b>	<b>300,270</b>	<b>318,895</b>	<b>162,240</b>	<b>130,253</b>
Costos totales	188,522	228,530	251,556	268,334	136,025	106,811
<b>Utilidad bruta</b>	<b>46,304</b>	<b>45,739</b>	<b>48,715</b>	<b>50,561</b>	<b>26,215</b>	<b>23,442</b>
Gastos operativos	24,948	26,771	25,419	27,233	14,196	13,464
<b>Utilidad operativa</b>	<b>21,356</b>	<b>18,968</b>	<b>23,296</b>	<b>23,328</b>	<b>12,020</b>	<b>9,978</b>
Ingresos financieros	1,758	1,654	1,290	1,554	915	1,170
Gastos financieros	(2,812)	(3,455)	(3,075)	(3,645)	(1,881)	(1,524)
<b>Utilidad antes de impuesto sobre la renta</b>	<b>20,302</b>	<b>17,167</b>	<b>21,510</b>	<b>21,237</b>	<b>11,054</b>	<b>9,624</b>
Impuesto sobre la renta	(6,604)	(5,958)	(7,215)	(6,773)	(3,840)	(2,814)
Contribución especial	(360)	(333)	(148)	(979)	(397)	(622)
<b>UTILIDAD DEL PERIODO</b>	<b>13,337</b>	<b>10,877</b>	<b>14,146</b>	<b>13,485</b>	<b>6,817</b>	<b>6,188</b>
Otros resultados integrales, netos de impuesto sobre la renta:	270	162	-	-	-	-
Efecto de revaluación de propiedad, planta y equipo	-	(454)	(652)	(507)	-	-
Impuesto sobre la renta diferido relativo a avalúo	-	136	196	152	-	-
<b>TOTAL RESULTADOS INTEGRALES DEL AÑO</b>	<b>13,607</b>	<b>10,721</b>	<b>13,690</b>	<b>13,130</b>	<b>6,817</b>	<b>6,188</b>

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

<sup>13</sup> Estados Financieros muestran saldos y cifras reexpresadas para los años 2017, 2018 y 2019.

**INDICADORES FINANCIEROS**

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
EBITDA (12 meses)	28,707	26,983	31,133	32,888	32,583	29,982
Utilidad Neta	13,337	10,877	14,146	13,485	6,817	6,188
<b>COBERTURA</b>						
EBITDA/Gastos Financieros (12 meses)	10.21	7.81	10.12	9.02	9.41	9.12
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	1.28	1.27	1.81	0.80	0.88	1.51
Deuda Financiera + Emisión Propia / EBITDA (12 meses)	2.01	2.05	1.81	1.44	1.53	1.51
<b>RENDIMIENTO</b>						
ROE (12 meses)	25.29%	26.38%	32.12%	31.05%	23.18%	35.73%
ROA (12 meses)	7.65%	6.92%	8.12%	7.99%	6.15%	6.94%
<b>LIQUIDEZ</b>						
Prueba Ácida (sin deuda CP)	41.62%	30.22%	34.37%	27.06%	103.70%	94.45%
Liquidez General	1.07	0.98	1.07	0.70	1.02	0.71
Prueba Ácida	39.24%	27.69%	29.24%	25.55%	97.38%	71.08%
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivos Totales / EBITDA 12M	4.23	4.30	4.18	3.81	4.87	4.98
Pasivos Totales / Activos Totales	69.73%	73.76%	74.72%	74.26%	73.48%	80.58%
<b>EFICIENCIA</b>						
Eficiencia operativa	5.32%	4.63%	4.33%	4.37%	4.05%	5.18%
<b>CAPEX</b>						
Coefficiente de inversión:	2.39%	2.33%	2.19%	2.52%	3.17%	3.09%

*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.