

Distribuidora de Electricidad del Sur, S.A. de C.V.

Informe de Clasificación

Clasificaciones*

Nacional	Actual	Anterior
Emisor	EAA-(slv)	EAA-(slv)
CIDELSUR 1	AA-(slv)	AA-(slv)

Perspectiva

Emisor	Estable	Estable
--------	---------	---------

* El sufijo (slv) indica que se trata de una clasificación nacional en El Salvador. Las escalas de clasificación utilizadas en El Salvador son las establecidas en la Ley del Mercado de Valores y en las Normas Técnicas Sobre Obligaciones de las Sociedades Clasificadoras de Riesgo. Las clasificaciones en la escala de Fitch se presentan al final de este reporte.

Consejo Ordinario de Clasificación:
Octubre 20, 2016.

Resumen Financiero

Distribuidora de Electricidad del Sur,
S.A. de C.V.

(USD millones)	30 jun 2016	31 dic 2015
Ventas	268	297
EBITDA	29.5	28
Margen EBITDA (%)	11.0	9.5
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	31	30
Flujo de Caja Libre	-6.3	13
Efectivo e Inversiones Corrientes	21	23
Deuda Total Ajustada	61	61
Deuda Total Ajustada/EBITDAR (x)	2.1	2.2
Deuda Total Ajustada/FGO (x)	1.9	1.9
EBITDA/Intereses (x)	11.2	11.2

x: veces.
Fuente: Estados financieros anuales auditados e intermedios no auditados de Delsur.

Informes Relacionados

[El Salvador \(Julio 20, 2016\).](#)

[Empresas Públicas de Medellín E.S.P. \(EPM\) \(Septiembre 28, 2015\).](#)

Analistas

Allan Lewis
+(506) 2296-9182
allan.lewis@fitchratings.com

Velia Valdés
+(52) 81 8399 9100
velia.valdes@fitchratings.com

Factores Clave de las Clasificaciones

Riesgo Bajo de Negocio y Flujo de Efectivo Predecible: Las clasificaciones reflejan el riesgo bajo de negocio de Distribuidora de Electricidad del Sur, S.A. de C.V. (Delsur). La compañía ofrece servicios en un área delimitada, lo que le permite generar flujos de caja predecibles. Las áreas servidas por las distribuidoras de energía no son exclusivas y son libres de competir por los consumidores. Sin embargo, el riesgo de competencia es bajo, dadas las economías de escala de las entidades.

Perfil de Apalancamiento Moderado y Estable: Fitch Ratings espera que los indicadores de apalancamiento de la compañía permanezcan estables en los próximos dos años, en niveles cercanos a 2.0 veces (x) y 3.0x. La agencia no anticipa cambios en la estrategia financiera de la compañía que afecten considerablemente el perfil financiero del emisor. A junio de 2016, los indicadores de deuda sobre EBITDA y de deuda ajustada sobre flujo generado por las operaciones (FGO) fueron de 2.1x y 1.9x, respectivamente, cifras acordes con el nivel de clasificación.

Generación de Flujo Estable: Delsur tiene un flujo de efectivo e ingresos estables, dado su riesgo de negocio bajo. El FGO ha permanecido entre USD20 millones y USD32 millones en los últimos 3 años. Para los 12 meses terminados a junio de 2016 (UDM a junio de 2016), el EBITDA alcanzó USD29.5 millones (diciembre 2015: USD28.2 millones). Para los próximos 2 años, Fitch espera que la empresa tenga valores de FGO mayores a USD20 millones. Fitch no anticipa incrementos importantes en deuda.

Exposición al Riesgo Regulatorio y a Cambios Políticos y Sociales: Fitch considera que la compañía está expuesta altamente a los riesgos regulatorios y a los subsidios gubernamentales recibidos. En 2015, Delsur recibió pagos por subsidios por aproximadamente USD23 millones (2014: USD40 millones) y, en 2016, el emisor recibiría cerca de USD22 millones por el mismo concepto. Los pagos se han realizado de manera escalonada, lo que ha afectado moderadamente el período en que las distribuidoras recuperan los subsidios, de entre 6 y 10 días en promedio.

Sensibilidad de las Clasificaciones

Deterioro de Condiciones Económicas en El Salvador: Eliminación de subsidios y atrasos en los pagos del gobierno podrían deteriorar el perfil financiero de la compañía.

Disminución de Liquidez por Costo de Energía: La liquidez podría deteriorarse si las compañías distribuidoras no pudiesen traspasar el costo de la energía hacia la tarifa o si fuesen incapaces de recuperar este costo mediante subsidios.

Cambios Regulatorios Inesperados: Una decisión significativamente desfavorable por parte del regulador que impactara a Delsur podría provocar una acción de clasificación negativa.

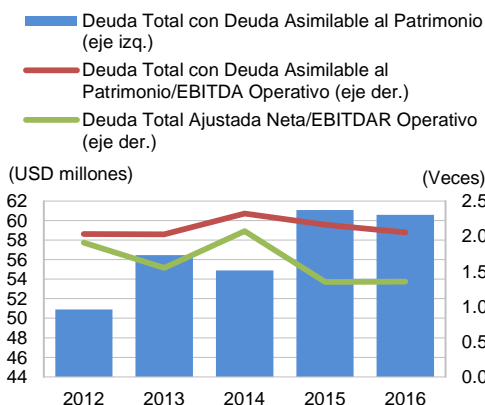
Acción de Clasificación Positiva: Fitch no considera probable que se dé una acción de clasificación positiva en el corto plazo, debido a las condiciones económicas del país y la exposición de Delsur al riesgo regulatorio y político. Una reducción de estos riesgos, acompañada de una mejora en perfil financiero de Delsur, podría implicar una acción positiva en las clasificaciones asignadas.

Perfil Financiero

Apalancamiento Proyectado Moderado

Fitch prevé que el flujo de caja proyectado por Delsur para 2016 y 2017, además de la caja acumulada al cierre de junio 2016 de USD20.6 millones, será suficiente para cubrir la inversión de capital (capex), los dividendos y el servicio de la deuda, por lo que la empresa no mostrará incrementos relevantes en los próximos 2 años. A junio de 2016, la relación de deuda sobre EBITDA fue de 2.1x, cifra congruente con el nivel de clasificación. A la misma fecha, la deuda financiera de Delsur se componía de préstamos bancarios con un saldo de USD38.5 millones y bonos por USD21 millones. Por otra parte, la empresa posee líneas de crédito disponibles por USD4 millones para capital de trabajo. Su estructura de vencimientos no evidencia presiones de flujo de caja en los próximos 4 años.

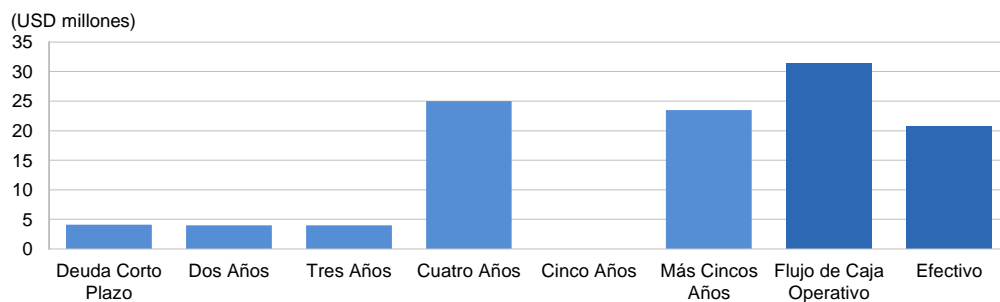
Deuda Total y Apalancamiento



Fuente: Estados financieros del emisor.

Vencimientos de Deuda

(Junio 2016)



Fuente: Estados financieros del emisor.

Análisis de Flujo de Caja

Delsur es un proveedor de servicios públicos que opera como monopolio natural dentro de su área de concesión. Por lo tanto, Fitch considera que el emisor enfrenta un riesgo de negocio bajo y tiene una generación de efectivo estable. Desde 2010, el FGO se ha mantenido entre USD20 millones y USD32 millones.

La exposición al pago de subsidios gubernamentales puede afectar la estabilidad del flujo de efectivo. Los precios bajos del petróleo y el comportamiento de la demanda han ocasionado que el monto de los subsidios se reduzca de manera importante. A junio de 2016, Delsur había recibido pagos por subsidios por un monto aproximado de USD10.8 millones (2015: USD23 millones) y no tenía saldos atrasados en subsidios.

A partir de septiembre de 2016, CEL no ha cancelado oportunamente la totalidad de los subsidios a las compañías distribuidoras. Los pagos se han realizado de manera escalonada, lo que ha afectado moderadamente el período en que las distribuidoras recuperan los subsidios, de entre 6 y 10 días en promedio. Fitch considera que un retraso mayor de pago o una extensión significativa del período de recolección podrían afectar el perfil financiero de Delsur y presionar las clasificaciones.

Recientemente, el gobierno de El Salvador anunció su intención de reemplazar el esquema de pago de subsidios; sin embargo, aún no existe una definición al respecto. En opinión de Fitch, existirían riesgos significativos en caso de que se eliminaran los subsidios a los usuarios con un consumo inferior a 100 kilovatios por hora (kWh, por sus siglas en inglés), lo cual podría afectar la generación de efectivo de Delsur. No encontrar fuentes alternativas de financiamiento para estos subsidios podría derivar en consecuencias sociales y económicas para el país, dado que cerca de 60% de los usuarios de Delsur son sujetos al soporte de subsidios. Si la compañía fuera requerida a reflejar el costo total de energía a los usuarios de bajo consumo, ello podría resultar en un debilitamiento del sistema de distribución formal y aumentaría la incidencia de pérdidas no técnicas

En años anteriores, atrasos en los pagos del gobierno afectaron el flujo de efectivo de la compañía. Un caso fue en 2012, cuando el gobierno canceló una cuenta por cobrar atrasada de Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados con notas de crédito del Tesoro Público (USD8.7 millones), lo que perjudicó el FGO de Delsur. En 2013, estas notas se utilizaron como créditos fiscales. En consecuencia, dicho indicador alcanzó USD32 millones y se reflejó en el flujo de fondos libre (FFL) positivo de USD3.6 millones. En 2014, el FGO volvió a normalizar su comportamiento, llegando a USD21.4 millones y, en 2015, alcanzó USD30.5 millones.

Para los UDM a junio de 2016, el EBITDA fue de USD29.5 millones (2015: USD28.2 millones). La mejora en el EBITDA se relaciona con el costo más bajo de la energía. En 2015, el FFL mostró un saldo positivo de USD13.2 millones, a pesar de la distribución de dividendos de USD11 millones y un capex de USD13.6 millones (inversiones de capital). El FCO se benefició de una mejora en el capital de trabajo, debido a los costos de energía menores.

Para los próximos 2 años, Fitch espera que Delsur registre valores de FGO cercanos a USD20.0 millones, así como un capex de entre USD11 millones y USD13 millones anuales. Una política de dividendos agresiva podría afectar el desempeño del FFL en el futuro. La agencia opina que las coberturas de intereses de la empresa son fuertes, a partir del EBITDA y del FGO, y acordes con el nivel de clasificación. A junio de 2016 y diciembre de 2015, los indicadores se mantienen entre 11.0x y 12.2x. Fitch estima que las coberturas serán cercanas a 8.0x en los próximos 2 años.

Perfil de la Empresa

Delsur distribuye y comercializa energía eléctrica en diferentes municipios de El Salvador, principalmente en los departamentos de La Libertad, La Paz, San Vicente y San Salvador, ubicados en la zona centro y sur del país. La compañía es subsidiaria de Empresas Públicas de Medellín E.S.P. (EPM), clasificada por Fitch en 'BBB+' con Perspectiva Estable en escala global, la cual tiene 86.41% de participación accionaria. Esta es una empresa de servicios públicos en Medellín, Colombia, que pertenece en 100% a esta municipalidad. Provee los servicios de electricidad, agua potable, administración del alcantarillado, gas natural y telecomunicaciones en el área metropolitana de Medellín y sus alrededores.

Operaciones

Delsur es la segunda compañía distribuidora de electricidad en El Salvador. A junio de 2016, la compañía registraba 372,945 clientes. Durante 2015, vendió 1,509 gigavatios por hora (GWh) de energía servida (diciembre 2014: 1,437 GWh), lo que representó cerca de 20% del total del mercado. La entidad atiende a un área geográfica de 4,604 kilómetros cuadrados (22% del territorio nacional) y a una población cercana a 2 millones. Las zonas centro y sur de El Salvador se consideran de potencial alto de crecimiento, puesto que en ellas están el aeropuerto de Comalapa, varios complejos industriales y zonas residenciales importantes, además de desarrollos turísticos potenciales.

Metodología Relacionada

Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (Diciembre 19, 2014).

Emisores Comparables

Emisor	Clasificación Nacional
Instituto Costarricense de Electricidad	EAAA(slv)
Compañía de Telecomunicaciones de El Salvador	EAAA(slv)
Refinadora Costarricense de Petróleo	EAAA(slv)
Compañía de Alumbrado Eléctrico de San Salvador	EA+(slv)
Empresa Eléctrica de Oriente	EA+(slv)

Fuente: Fitch.

Historial de Clasificación

Fecha	Escala Nacional	Perspectiva
26 abr 2016	EAA-(slv)	Estable
29 oct 2015	EAA-(slv)	Estable
22 abr 2015	EAA-(slv)	Estable
23 oct 2014	EAA-(slv)	Estable
29 abr 2014	EAA-(slv)	Estable
30 oct 2013	EAA-(slv)	Estable
29 abr 2013	EAA-(slv)	Estable
25 sep 2012	EAA-(slv)	Estable
27 abr 2012	EAA-(slv)	Estable

Fuente: Fitch.

Delsur tiene una base de clientes balanceada que ha crecido constantemente. Los usuarios residenciales e industriales generan aproximadamente 90% de los ingresos de la empresa, mientras que los clientes comerciales y el alumbrado público completan el resto. Esto brinda estabilidad en el flujo de efectivo de la compañía.

Las operaciones de la entidad son relativamente eficientes. Al cierre de junio de 2016, las pérdidas de distribución de energía reportadas fueron de 9.28% (diciembre 2015: 9.14%), similar al nivel de pérdidas de otras entidades distribuidoras en Latinoamérica. En el pliego tarifario vigente, el ente regulador ha reconocido un nivel de pérdidas de energía de aproximadamente 7.6% para trasladar hacia el usuario final.

Las compañías eléctricas adquieren electricidad mediante contratos bilaterales, contratos de largo plazo y el mercado mayorista. Delsur opera con una posición contratada alta de compra de energía. En 2015, la empresa adquirió aproximadamente 63% de la energía mediante contratos de libre competencia, 29% en el mercado ocasional y el resto por medio de operaciones específicas con otros agentes de mercado. Para junio de 2016, estas proporciones eran de 60% de contratos y 40% del mercado ocasional.

Análisis de la Industria

A diciembre de 2015, la capacidad instalada de generación eléctrica en El Salvador era de 1,562 megavatios (MW, por sus siglas en inglés). La matriz energética está concentrada en generación térmica, que representaba 56.7% (885 MW) a la fecha mencionada. Las plantas hidroeléctricas tienen una potencia de 472 MW y las plantas geotérmicas de 204 MW. El Salvador tiene poca capacidad extra para satisfacer la demanda, la cual creció 1.1% en 2015, totalizando cerca de 6.10 gigavatios por hora (GWh, por sus siglas en inglés).

La mayor porción de la generación en El Salvador es térmica. De la generación firme del país (1,150 MW), 70% se basa en combustible fósil y el resto, en plantas hidroeléctricas y geotérmicas. Dada la dependencia alta de la generación térmica, el gobierno intervino en el mercado mediante diferentes subsidios en los precios de energía (directa o indirectamente). Para ello, estableció mecanismos que limitan el aumento del precio de la energía para los usuarios finales.

Proyectos Nuevos de Generación Eléctrica – El Salvador

Proyecto	Tipo	Capacidad (MW)	Entrada en Operación
5 de Noviembre	Hidroeléctrica	80	2016
Berlín	Geotérmico	50	No definido
LTC 100 MW	Solar	94	2016
Chaparral	Hidroeléctrica	67	No definido
Cerrón Grande	Hidroeléctrica	87	2018
Quantum GLU	Gas natural líquido	355	2020
Berlín U5	Geotérmico	28	2018
Chinameca	Geotérmico	50	2019
San Vicente	Geotérmico	30	2020
Total MW		841	

Fuente: Fitch.

El incremento de la capacidad de generación es posible en el mediano plazo y podría evitar una escasez de electricidad en El Salvador. Además, el sistema de integración regional, Sistema de Interconexión Eléctrica de los Países de América Central (SIEPAC), ofrecerá un suministro de energía adicional y competencia en otros mercados de Centroamérica. Asimismo, la interconexión de El Salvador con Guatemala representa la posibilidad de importar o exportar hasta 150 MW.

Distribución Eléctrica

La distribución eléctrica en El Salvador posee un riesgo de negocio bajo, dadas las características intrínsecas de esta industria. El servicio de distribución por zona geográfica no es exclusivo. Es por esto que las firmas pueden competir por los consumidores dentro del marco legal y regulatorio.

Pese a lo anterior, la exposición a riesgos regulatorios es alta, debido a que una parte importante de los flujos de efectivo de las empresas eléctricas dependen del pago de los subsidios por el gobierno. Como consecuencia, en ocasiones, las compañías han tenido que buscar financiamiento para cubrir sus necesidades de capital de trabajo.

Tarifas de Distribución Eléctrica

La tarifa de distribución eléctrica incorpora tres cargos: de energía, de distribución y de servicio al cliente. Cada tres meses, la Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones ajusta el cargo de energía para reflejar los cambios en el precio del mercado ocasional (*spot*) de electricidad y en el precio de la energía indexado de los contratos. Por otro lado, aprueba el ajuste a los cargos de distribución y de servicio al cliente cada 5 años, los cuales se modifican anualmente con base en la inflación.

Dichas tarifas están sujetas a las máximas para los cargos de distribución y servicio al cliente y se fijan para 5 años. Las tarifas máximas se basan en los gastos operativos y de capital de las compañías del año base en que fueron utilizadas para el cálculo tarifario y son indexadas cada año por la inflación. Estas pretenden atender los niveles de servicio y de crecimiento de la demanda eléctrica. El 1 de enero de 2013, el reajuste de tarifa entró en vigor por un período de 5 años que expira el 31 de diciembre de 2017.

La metodología nueva utilizada para calcular los cargos de distribución, comercialización y pérdidas de energía toma como base los datos reales de 2011 y considera los costos reales de las redes de distribución de las empresas. La metodología anterior se basaba en un modelo de costos de una empresa optimizada. Otros cambios incluyen el reconocimiento de los costos del capital invertido. Además, considera un reconocimiento de 100% de las pérdidas técnicas y 50% de las pérdidas no técnicas. Anteriormente, la metodología solo reconocía las pérdidas técnicas de una red de distribución optimizada.

Temas Regulatorios

Fitch considera que la exposición de Delsur al riesgo regulatorio en El Salvador es alta, debido a que una parte importante de los flujos de las compañías eléctricas ha dependido de la cancelación de los subsidios del gobierno. Ocasionalmente, esto ha obligado a las empresas a buscar financiamiento para cubrir sus necesidades de capital de trabajo, en casos de atrasos en el pago de subsidios.

La Ley General de Electricidad (LGE) decreta la implementación de un mercado de despacho con base en costos marginales de producción, costos fijos y de inversión, así como la regulación de los contratos de compra de energía de largo plazo para incorporarlos al pliego tarifario. El reglamento de operación del sistema de transmisión y del mercado mayorista está basado en costos de producción y entró en vigencia el 1 de agosto de 2012. En este, el despacho de las unidades generadoras está determinado por el precio de transacción de la energía en el mercado regulador del sistema (MRS), el cual será igual al costo marginal de operación del sistema.

Mediante el Decreto Ejecutivo No.88 del 2 de julio de 2010, se reformó el reglamento de la LGE. A través de este, se determinó la obligación por parte de las empresas distribuidoras para suscribir

contratos de largo plazo a través procesos de libre competencia. Esto sería por mínimo 80% de la demanda de potencia máxima y su energía asociada. Asimismo, el decreto establece que la obligación de contratación de energía será de 70% en diciembre de 2017.

Durante 2013, las compañías distribuidoras asignaron una licitación de 350 MW en un contrato a 20 años. Esta especifica que la potencia contratada sea de proyectos nuevos que incrementen la capacidad instalada. En 2014, se realizó un proceso de licitación para contratar otros 100 MW renovables, 94MW de los cuales se adjudicaron con tecnología fotovoltaica. La firma del contrato se realizó el 25 de julio de 2014 y el inicio del suministro sería en octubre de 2016.

Delsur licitó 150 MW adicionales (100 MW fotovoltaicos y 50 MW eólicos). Considerando la presentación de ofertas en septiembre de 2016, pretende que el inicio de suministro sea en febrero de 2019 para el parque fotovoltaico y, un año después, para las plantas eólicas.

Comportamiento de las Acciones

El capital social de Delsur se constituye de 3,070,573 acciones emitidas, inscritas y en circulación en el mercado salvadoreño. Las acciones tienen un valor nominal de USD4. En 2015, el precio de la acción fue de aproximadamente de USD25 y el volumen de transacciones fue bajo.

Gobierno Corporativo

Delsur sigue las prácticas de gobierno corporativo y controles de la Bolsa de Valores de El Salvador. La junta directiva está conformada por cinco directores. Los miembros cuentan con experiencia amplia en la industria. Las transacciones con partes relacionadas no representan presiones materiales ni conflictos de interés para la administración. La ejecución de la estrategia de la compañía ha estado a cargo de un equipo experimentado y estable.

Características Principales de las Emisiones

Denominación	Tipo de Instrumento	Moneda	Monto Autorizado (millones)	Plazo	Garantía	Series
CIDELSUR 1	Programa de Bonos	Dólares	30	5 y 10 Años	Patrimonial	Series 1-3

Fuente: Delsur.

Clasificaciones en Escala de Fitch

Las clasificaciones de riesgo vigentes en escala de Fitch se detallan a continuación:

- clasificación de emisor de largo plazo: 'AA-(slv)', Perspectiva Estable;
- clasificación de largo plazo de CIDELSUR 1: 'AA-(slv)'.

Distribuidora de Electricidad del Sur, S.A. de C.V.

(USD miles)	Histórico			Proyecciones de Fitch		
	31 dic 2013	31 dic 2014	31 dic 2015	31 dic 2016	31 dic 2017	31 dic 2018
Resumen de Estado de Resultados						
Ventas	343,809	343,515	297,107	286,708	298,177	310,104
Variación en Ventas (%)	6.7	(0.1)	(13.5)	(3.5)	4.0	4.0
EBITDA	27,860	23,619	28,248	27,875	28,990	29,460
Margen de EBITDA (%)	8.1	6.9	9.5	9.7	9.7	9.5
EBITDAR	27,860	23,619	28,248	27,875	28,990	29,460
Margen de EBITDAR (%)	8.1	6.9	9.5	9.7	9.7	9.5
EBIT	23,258	17,680	22,348	20,675	21,290	21,460
Margen de EBIT (%)	6.8	5.1	7.5	7.2	7.1	6.9
Intereses Brutos	(2,668)	(2,452)	(2,531)	(2,895)	(2,755)	(2,599)
Ganancia antes de Impuestos	21,703	16,969	21,450	17,779	18,535	18,861
Resumen de Balance						
Efectivo Disponible	13,276	5,980	22,913	9,922	5,766	4,458
Deuda Total con Deuda Asimilable a Patrimonio	56,453	54,909	61,079	57,773	55,273	51,273
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable a Patrimonio	56,453	54,909	61,079	57,773	55,273	51,273
Deuda Neta	43,177	48,929	38,166	47,851	49,506	46,815
Resumen de Flujo de Caja						
EBITDA	27,860	23,619	28,248	27,875	28,990	29,460
Intereses Financieros Brutos	(2,668)	(2,452)	(2,531)	(2,895)	(2,755)	(2,599)
Costo Financiero Implícito (%)	4.7	4.4	4.4	4.9	4.9	4.9
Impuesto de Caja	0	0	0	0	0	0
Dividendos Asociados Menos Distribuciones a Intereses No Controlados	0	0	0	0	0	0
Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	7,118	269	4,372	(5,867)	(6,116)	(6,224)
FGO	32,310	21,436	30,089	19,112	20,118	20,637
Margen de FGO (%)	9.4	6.2	10.1	6.7	6.7	6.7
Variación en Capital de Trabajo	(154)	4,960	7,663	(3,197)	926	1,055
Flujo de Caja Operativo (Definido por Fitch)	32,156	26,396	37,752	15,915	21,044	21,691
Flujo de Caja No Recurrente/No Recurrente Total						
Inversión de Capital	(10,748)	(17,275)	(13,581)	(12,900)	(11,700)	(9,000)
Intensidad de Capital (Inversión de Capital/Ventas) (%)	3.1	5.0	4.6	4.5	3.9	2.9
Dividendos Comunes	(17,513)	(14,102)	(11,011)	(12,700)	(11,000)	(10,000)
Adquisiciones/Desinversiones Netas						
Inversión de Capital, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes de Flujo de Fondos Libre (FFL)	(28,261)	(31,377)	(24,592)	(25,600)	(22,700)	(19,000)
FFL después de Adquisiciones y Desinversiones	3,895	(4,981)	13,160	(9,685)	(1,656)	2,691
Margen de FFL (%)	1.1	(1.5)	4.4	(3.4)	(0.6)	0.9
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	(3,052)	3,251	(8,438)	0	0	0
Variación Neta de Deuda	4,028	0	5,375	(3,306)	(2,500)	(4,000)
Variación Neta de Capital	0	0	0	0	0	0
Variación Total en Caja	4,871	(1,730)	10,097	(12,991)	(4,156)	(1,309)
Indicadores de Cobertura (veces)						
FGO/Intereses Financieros Brutos	12.7	9.0	12.2	7.6	8.3	8.9
FGO/Cargos Fijos	12.7	9.0	12.2	7.6	8.3	8.9
EBITDAR/Intereses Financieros Brutos + Alquileres	10.4	9.6	11.2	9.6	10.5	11.3
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	10.4	9.6	11.2	9.6	10.5	11.3
Indicadores de Apalancamiento (veces)						
Deuda Total Ajustada/EBITDAR	2.0	2.3	2.2	2.1	1.9	1.7
Deuda Neta Total Ajustada/EBITDAR	1.6	2.1	1.4	1.7	1.7	1.6
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable a Patrimonio/EBITDA	2.0	2.3	2.2	2.1	1.9	1.7
Apalancamiento Ajustado respecto al FGO	1.7	2.5	2.0	2.6	2.4	2.2
Apalancamiento Neto Ajustado respecto al FGO	1.3	2.2	1.2	2.2	2.2	2.0

Cómo Interpretar las Proyecciones Presentadas

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

Fuente: Informes de la empresa y Fitch.

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

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.

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.

Dentro de una escala de clasificación se podrán utilizar los signos "+" y "-", para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo "-" indica un nivel mayor de riesgo.

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

Derechos de autor © 2016 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus clasificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de clasificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión clasificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una clasificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus clasificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las clasificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las clasificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una clasificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una clasificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las clasificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la clasificación. La clasificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una clasificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las clasificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las clasificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las clasificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las clasificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una clasificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.