

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

Informe de Clasificación

Clasificaciones

Escala Nacional

Emisor	EAA-(slv)
CIDELSUR 1	AA-(slv)

Perspectiva

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

Resumen Financiero

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

(USD millones)	31 dic 2016	31 dic 2015
Ventas	235	297
EBITDA	27	28
Margen EBITDA (%)	11.5	9.5
Activos Totales	174	178
Patrimonio	53	54
Efectivo e Inversiones	13	15
Corrientes		
Deuda Total Ajustada	59	61
Deuda Total Ajustada/EBITDAR (x)	2.2	2.2
Deuda Total Ajustada/FGO (x)	3.4	2.0
EBITDA/Intereses (x)	9.6	11.5

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 limitado, dadas las economías de escala de las entidades.

Incremento de Riesgo Regulatorio y Político: Fitch Ratings considera que Distribuidora de Electricidad del Sur, S.A. de C.V. (Delsur) está expuesta altamente a los riesgos regulatorios y los subsidios gubernamentales recibidos. La agencia opina que hay un incremento del riesgo regulatorio y político, dado que el complicado ambiente político ha provocado una reducción de las opciones de financiamiento del gobierno. En este sentido, Fitch cree que el pago de los subsidios de energía sería afectado por la reducción de las opciones de financiamiento del gobierno. Durante 2017, el gobierno no ha pagado los subsidios del período.

Perfil Financiero Afectado por Riesgo Político: Fitch espera que los indicadores de apalancamiento (deuda sobre EBITDA) de la compañía permanezcan en niveles cercanos a 3.0 veces (x) y 3.5x en 2017 y 2018. El moderado apalancamiento actual de Delsur (diciembre 2016: 2.2x) le brinda cierto margen para soportar el retraso o falta de pago de los subsidios. La compañía posee una caja cercana a USD22 millones (abril 2017) que compara positivamente con un servicio de deuda proyectado de USD7.9 millones en el escenario base de Fitch para 2017.

Generación de Operativa Estable: La compañía mantiene una generación operativa relativamente estable. En 2016, los ingresos operaciones de Delsur se redujeron 21% debido al costo menor de energía, mientras que el EBITDA fue de US\$26.9 millones con un margen de 11.5%, que reflejó un fortalecimiento de la rentabilidad operativa. Fitch espera que, en los próximos años el EBITDA se aproxime a USD21 millones y su margen sea estable en cerca de 8%.

Sensibilidad de las Clasificaciones

Deterioro del Entorno Operativo: Cambios regulatorios o en las condiciones económicas del país, que pudieran derivar en un apalancamiento bruto sostenido superior a 4.0x, podrían presionar las clasificaciones.

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.

Cambios Regulatorios Inesperados: Una decisión regulatoria mayor, que influyera negativamente en el desempeño de 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. Las clasificaciones del emisor podrían ser influidas positivamente por señales claras y sostenibles de independencia del financiamiento del gobierno o por la definición de mecanismos confiables de financiamiento alternos a los subsidios en el mediano plazo.

Perfil Financiero

Apalancamiento Proyectado Moderado

A pesar de que Fitch estima que el apalancamiento futuro se vería afectado por el riesgo regulatorio, este se mantendrá en niveles de 3.0x a 3.5x en 2017 y 2018, acordes con la categoría de clasificación actual.

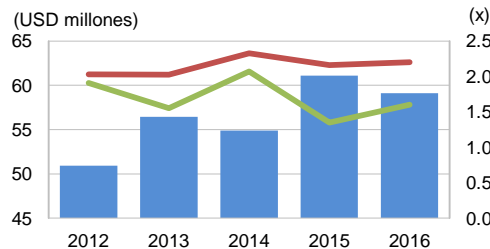
Fitch prevé que el flujo de efectivo será afectado por el retraso o falta de pago de subsidios por parte del gobierno. Además, el flujo de caja proyectado por Delsur no será suficiente para cubrir la inversión de capital (capex), los dividendos y el servicio de la deuda, por lo que la empresa podría necesitar recursos de terceros para apoyar su caja.

Fitch considera que los subsidios de energía, como un sistema de bienestar social, podrían ser afectados por el riesgo político. En 2016, Delsur facturó subsidios por cerca de USD20 millones, equivalente a 9% de los ingresos, y el monto proyectado para 2017 es de USD12 millones (5% de los ingresos proyectados del 2017). Durante 2017, las distribuidoras de energía no han recibido ningún pago de subsidios correspondientes a este período. En este sentido, Fitch considera que la reducción en la confiabilidad del sistema de subsidios aumenta el riesgo de que las compañías reflejen mayores pérdidas comerciales.

Fitch estima que el bajo nivel de endeudamiento brinda a Delsur un margen de maniobra para enfrentar el incremento del riesgo político. A diciembre de 2016, la relación de deuda sobre EBITDA fue de 2.2x. A la misma fecha, la deuda financiera de Delsur se componía de préstamos bancarios con un saldo de USD38.2 millones y bonos por USD20.9 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 2017 y 2018.

Deuda Total y Apalancamiento

■ Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio (eje izq.)
 ■ Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo (eje der.)
 ■ Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR Operativo (eje der.)

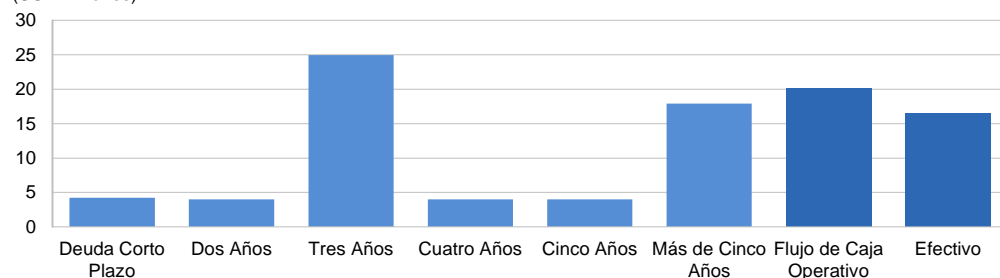


Fuente: Estados financieros del emisor.

Vencimientos de Deuda

Diciembre 2016

(USD millones)



Fuente: Estados financieros del emisor.

Metodología Relacionada

Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (Marzo 1, 2017).

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 ocasionaron que el monto de los subsidios se redujera de manera importante durante 2016. Sin embargo, a partir de septiembre de dicho año, la Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL) no fue capaz de cancelar oportunamente la totalidad de los subsidios a las compañías distribuidoras. Los pagos se realizaron de manera escalonada, lo que afectó moderadamente el período en que las distribuidoras recuperan los subsidios, de entre 6 y 10 días en promedio. En marzo de 2017, el gobierno canceló los montos atrasados de 2016.

En noviembre de 2016, el gobierno de El Salvador anunció un cambio en la definición de subsidios y una mejora en su sistema de asignación de estos, que redujo la cantidad de usuarios subsidiados. Se determinó un monto fijo de subsidio por cliente dependiendo su consumo, lo que evita volatilidades en el monto del subsidio, a criterio de Fitch. Además, el gobierno busca mecanismos alternos de financiamiento de los subsidios, puesto que no ha sido capaz de cancelar durante 2017 los montos correspondientes a este período. Fitch estima que el gobierno tiene opciones de financiamiento limitadas, lo que incrementa el riesgo de impago. Recientemente, la agencia bajó la clasificación soberana de El Salvador a 'CCC' en escala internacional.

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) o no se encontraran fuentes de financiamiento para estos subsidios. Cerca de 60% de los usuarios de Delsur son sujetos a soporte de subsidios. Si la compañía fuera requerida a reflejar el costo total de energía en 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 2016, el EBITDA fue de USD26.9 millones (2015: USD28.2 millones). El margen de EBITDA mostró una mejora a pesar de la reducción del monto del EBITDA, relacionada con la baja en el volumen de ventas, influido a su vez por el costo más bajo de la energía. El flujo de fondos libre (FFL) presentó un saldo negativo en USD5.8 millones a causa del retraso de los subsidios y un pago mayor de impuestos.

Para 2017 y 2018, Fitch espera que Delsur registre valores de FGO de entre USD16 millones y USD20 millones, así como un capex de USD11 millones a 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. Al cierre de 2016 y diciembre de 2015, los indicadores se mantuvieron superiores a 6.0x. Fitch estima que las coberturas sean mayores en 2017 y 2018, cercanas a 7.0x.

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 internacional, la cual posee 86.41% de su participación accionaria. Esta es una empresa de servicios públicos en Medellín, Colombia, que pertenece en 100% a dicha municipalidad y provee los servicios de electricidad, agua potable, administración del alcantarillado, gas natural y telecomunicaciones en su área metropolitana y alrededores.

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
20 oct 2016	EAA-(slv)	Estable
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.

Operaciones

Delsur es la segunda compañía distribuidora de electricidad en El Salvador., con más de 378,000 clientes. Durante 2016, vendió 1,450.2 gigavatios por hora (GWh) de energía servida (diciembre 2015: 1,511 GWh), lo que representó cerca de 20% del total del mercado. La entidad atiende un área geográfica de 4,604 kilómetros cuadrados (22% del territorio nacional) y una población cercana a 2 millones. Las zonas centro y sur de El Salvador se consideran con 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.

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 2016, las pérdidas de distribución de energía reportadas fueron de 9.28% (diciembre 2015: 9.14%), similar al nivel 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 2016, la empresa adquirió aproximadamente 52% de la energía mediante contratos de libre competencia, 39% en el mercado ocasional y el resto por medio de operaciones específicas con otros agentes de mercado. El nivel de contratación a abril de 2017 rondaba 68%.

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.

Análisis de la Industria

A diciembre de 2016, la capacidad instalada de generación eléctrica en El Salvador era cercana a 1,562 megavatios (MW). 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 GWh.

La mayor porción de la generación en El Salvador es térmica (42.1% en 2016). 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	2017
Berlín	Geotérmico	50	No definido
LTC 100 MW	Solar	94	2017
Chaparral	Hidroeléctrica	67	No definido
Cerrón Grande	Hidroeléctrica	87	2018
Quantum GLU	Gas natural líquido	380	2021
Berlín U5	Geotérmico	28	2018
Chinameca	Geotérmico	50	2019
San Vicente	Geotérmico	30	2020
Total MW		866	

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 depende del pago de los subsidios por parte del 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, por lo que el 1 de enero 2018 entrará a regir un nuevo pliego tarifario

La metodología actual 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. Incluyen también 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.

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. 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 de 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, 94 MW 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 2016, el precio de la acción fue de aproximadamente USD25 y el volumen de transacciones fue bajo.

Características Principales de las Emisiones

Denominación	Tipo de Instrumento	Moneda	Monto Autorizado (millones)	Plazo	Garantía	Serios
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)'.

Principales Supuestos de Proyección

- Se considera un crecimiento orgánico de la demanda de electricidad.
- La actualización del esquema tarifario para el período 2018-2023 tiene un efecto neutro sobre la rentabilidad de la compañía.
- Los subsidios del gobierno se reducen cerca de 50%, pero las compañías no reciben el pago de estos. El plan de inversión de capital es similar al planteado por la compañía.

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

(USD miles)	Histórico			Proyecciones de Fitch		
	31 dic 2014	31 dic 2015	31 dic 2016	31 dic 2017	31 dic 2018	31 dic 2019
Resumen de Estado de Resultados						
Ingresos Netos	343,515	297,107	234,826	244,219	251,546	259,092
Crecimiento de Ingresos (%)	-0.1	-13.5	-21.0	4.0	3.0	3.0
EBITDA Operativo	23,619	28,248	26,948	20,270	20,878	21,505
Margen de EBITDA Operativo (%)	6.9	9.5	11.5	8.3	8.3	8.3
EBITDAR Operativo	23,619	28,248	26,948	20,270	20,878	21,505
Margen de EBITDAR Operativo (%)	6.9	9.5	11.5	8.3	8.3	8.3
EBIT Operativo	17,680	22,348	21,355	14,794	15,083	15,626
Margen de EBIT Operativo (%)	5.1	7.5	9.1	6.1	6.0	6.0
Intereses Financieros Brutos	-2,452	-2,531	-2,812	-2,912	-3,054	-2,816
Resultado antes de Impuestos	16,969	21,450	20,301	11,882	12,029	12,810
Resumen de Balance General						
Efectivo Disponible	5,980	22,913	16,148	9,970	2,710	4,419
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	54,909	61,079	59,122	64,886	59,886	54,886
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	54,909	61,079	59,122	64,886	59,886	54,886
Deuda Neta	48,929	38,166	42,974	54,916	57,177	50,467
Resumen de Flujo de Caja						
EBITDA Operativo	23,619	28,248	26,948	20,270	20,878	21,505
Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas Menos Distribuciones a Participaciones Minoritarias				0	0	0
Intereses Pagados en Efectivo	-2,441	-2,461	-2,797	-2,912	-3,054	-2,816
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4.7	4.6	-4.7	-4.7	-4.9	-4.9
Interés Efectivo Recibido				0	0	0
Impuestos Pagados en Efectivo	-6,079	-6,484	-11,169	-3,921	-3,970	-4,227
Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones	6,337	10,786	3,595	3,500	5,500	8,000
Flujo Generado por la Operaciones (FGO)	21,436	30,089	16,577	16,937	19,355	22,461
Margen de FGO (%)	6.2	10.1	7.1	6.9	7.7	8.7
Variación del Capital de Trabajo	4,960	7,663	3,535	-4,543	-954	7
Flujo de Caja Operativo (FCO)	26,396	37,752	20,112	12,395	18,401	22,469
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total						
Inversiones de Capital (Capex)	-17,275	-13,581	-11,899	-11,000	-12,700	-7,700
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)	5.0	4.6	5.1	2.8	3.1	2.5
Dividendos Comunes	-14,102	-11,011	-14,037	-13,337	-12,291	-13,254
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto				0	0	0
Capex, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes de Flujo de Fondos Libre	-31,377	-24,592	-25,936	-24,337	-20,661	-15,760
Flujo de Fondos Libre después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	-4,981	13,160	-5,824	-11,942	-2,260	6,709
Margen del Flujo de Fondos Libre (después de Adquisiciones Netas) (%)	-1.5	4.4	-2.5	-4.9	-0.9	2.6
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	3,251	-8,438	5,592	0	0	0
Variación Neta de Deuda		5,375	-2,477	5,764	-5,000	-5,000
Variación Neta de Capital				0	0	0
Variación de Caja y Equivalentes	-1,730	10,097	-2,709	-6,178	-7,260	1,709
Razones de Cobertura (Veces)						
FGO/Intereses Financieros Brutos	9.1	12.6	6.3	6.8	7.3	9.0
FGO/Cargos Fijos	9.1	12.6	6.3	6.8	7.3	9.0
EBITDAR Operativo/Intereses Financieros Brutos + Alquileres ^a	9.7	11.5	9.6	7.0	6.8	7.6
EBITDA Operativo/Intereses Financieros Brutos ^a	9.7	11.5	9.6	7.0	6.8	7.6
Razones de Apalancamiento (Veces)						
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo ^a	2.3	2.2	2.2	3.2	2.9	2.6
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR Operativo ^a	2.1	1.4	1.6	2.7	2.7	2.3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo ^a	2.3	2.2	2.2	3.2	2.9	2.6
Deuda Ajustada respecto al FGO	2.5	2.0	3.4	3.3	2.7	2.2
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO	2.2	1.2	2.4	2.8	2.6	2.0

^a EBITDA/R después de dividendos de compañías asociadas menos distribuciones a participaciones minoritarias.

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 reporte) se produce estando sujeta estrictamente a las limitaciones de responsabilidad.

Fuente: Informes de la empresa y Fitch.

Información Regulatoria de El Salvador

Nombre del Emisor o Sociedad Administradora	Distribuidora de Electricidad Delsur, S.A. de C.V.
Fecha del Consejo de Clasificación	24/abr/2017
Fecha de la Información Financiera en que Se Basó la Clasificación	Auditada: 31/dic/2016
Clase de Reunión (Ordinaria/Extraordinaria)	Ordinaria
Clasificación Anterior (si aplica)	Emisor: EAA-(slv) CIDELSUR 1: AA-(slv)
Link del Significado de la Clasificación	http://www.fitchca.com/DocumentosWeb/Escala%20de%20Calificaciones%20Nacionales%20regulatorias_EI%20Salvador.pdf

Se aclara que cuando en los documentos que sustentan la calificación (RAC/Reporte) se alude a calificación debe entenderse incluido el término clasificación.

La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá una sugerencia o recomendación para invertir ni un aval o garantía de la emisión, sino un factor complementario a las decisiones de inversión.

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

TODAS LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CLASIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. 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 © 2017 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus clasificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de clasificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión clasificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una clasificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus clasificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las clasificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las clasificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una clasificación o una proyección.

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

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