



DISTRIBUIDORA DE ELECTRICIDAD DEL SUR, S.A. DE C.V.

El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 22 de Junio de 2010

Clasificación	Categoría (*)		Definición de Categoría
	Actual	Anterior	
Emisor	EAA.sv	EAA.sv	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 o en la economía. Los factores de protección son fuertes, el riesgo es modesto.
Emisión US\$30 millones CIDELSUR1	AA-.sv	AA-.sv	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.
Perspectiva	Estable	Estable	

"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"

-----MM de US\$ al 31.03.10-----		
ROAA: 4.0%	ROAE: 15.1%	Activos: 168.1
Ingresos: 50.1	Utilidad: 1.5	Patrimonio: 46.5

Historia: Emisor EAA (16.02.10), CIDELSUR1 AA- (16.02.10)

La información financiera utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados al 31 de diciembre 2007, 2008 y 2009 y no auditados al 31 de marzo de 2010 y 2009 así como información adicional proporcionada por la Entidad.

Fundamento: El Comité de Clasificación de Equilibrium, S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo, dictaminó mantener la calificación EAA.sv a Distribuidora de Electricidad Del-sur S.A. de C.V. (DELSUR) y en AA-.sv la de los certificados CIDELSUR1 con base a la evaluación efectuada al 31 de marzo de 2010.

En las calificaciones otorgadas se han valorado los siguientes aspectos: (i) la capacidad de la Compañía en la generación de flujo efectivo de operación (EBITDA) el cual otorga un adecuado nivel de cobertura sobre el costo financiero y el servicio de la deuda, (ii) la disminución en el nivel de endeudamiento y mejora en la eficiencia, (iii) la mejora en la relación patrimonio/activos lo cual favorece la flexibilidad financiera y soporte patrimonial de la entidad y (iv) su importancia y presencia en el mercado de distribución de energía eléctrica en el país.

La calificación del emisor y sus instrumentos se ve condicionada por: (i) la estrecha relación resultado neto/ingresos, (ii) la disminución en la rentabilidad patrimonial y sobre activos, (iii) el decrecimiento en la base de ingresos y (iii) la incertidumbre regulatoria e interferencia política en el sector. La potencial sensibilización en los ingresos en virtud a la entrada en vigencia del pliego tarifario quinquenal ha sido valorado en la calificación de riesgo de DELSUR. La perspectiva de la calificación es estable en razón a la certidumbre en la generación de flujos por parte de la Compañía y la capacidad de estos para cubrir las obligaciones contratadas.

Considerando la estabilidad en su base de clientes, DELSUR dispone de flujos de efectivo predecibles, mostrando un EBITDA que ha permanecido por encima de los US\$20 millones en los últimos años (El promedio móvil de doce meses al 31 de marzo de 2010 indica un EBITDA de US\$22.3 millones frente a US\$27.6 millones en marzo

2009). El margen EBITDA permite estimar una cobertura de gasto financiero de 4.3 veces y 1.9 veces sobre el servicio de la deuda al 31 de marzo de 2010 (8.1 veces y 0.85 veces en similar período de 2009). La capacidad de la empresa en la generación de flujos con referencia al EBITDA es uno de los aspectos favorables ponderados en la calificación del emisor y sus instrumentos. El EBITDA del período se ubica en US\$5.9 millones (US\$5 millones en marzo 2009).

A la misma fecha el Flujo de Caja Operativo (FCO) se ubicó en US\$11.8 millones menor al reflejado en marzo 2009 (US\$16.1 millones). El nivel de cobertura del FCO sobre el gasto financiero se ubica en 9.7 veces, mientras que de considerar el servicio de la deuda el índice disminuye a 3.7 veces. Ambos índices resultan ser menores a los promedios históricos en virtud a la nueva estructura de pasivos.

El fortalecimiento en la posición de liquidez y el incremento en propiedad, planta y equipo determinan la evolución de los activos en el interanual registrándose un incremento de US\$2.7 millones (1.7%). La estructura del balance determina que el activo fijo representa la mayor proporción, integrándose principalmente por subestaciones y sistemas de distribución y comunicación. El segundo componente de importancia en la estructura de activos corresponde a las cuentas por cobrar, entre las que se incluyen las relacionadas a clientes y a la compensación de costos de energía.

En la estructura de pasivos a corto plazo sobresalen las obligaciones con los proveedores de energía eléctrica y las obligaciones bancarias. En el largo plazo el principal componente es la deuda financiera y los pasivos por impuesto diferido. DELSUR había registrado históricamente niveles mínimos de endeudamiento hasta antes de la disminución

de capital y contratación de obligaciones bancarias. Una vez materializados dichos eventos, la relación deuda/patrimonio se ubicó por encima de 4 veces en virtud a la nueva posición financiera de la Compañía. En el interanual dicho índice pasa a 2.6 veces desde 2.9 veces acorde al pago de préstamos bancarios a largo plazo y al fortalecimiento de la base patrimonial como factores más relevantes. Por otra parte, la relación Deuda Financiera/EBITDA fue de 2.8 veces (2.6 veces en marzo 2009), menor al requerimiento de algunas instituciones financieras en términos de *covenants*.

Cabe destacar que los niveles actuales de patrimonio se consideran relativamente holgados, no obstante compararse desfavorablemente con los promedios históricos de la Compañía. Al respecto, en Junta General de Accionistas del 21 de mayo de 2008 se acordó la disminución del capital social en US\$24.6 millones mediante la reducción del valor nominal de las acciones. Posteriormente se materializó una revaluación de los activos lo cual mejoró la relación de capitalización de la entidad. Al 31 de marzo de 2010, DELSUR registra una relación patrimonio/activos de 27.6% (25.4% en marzo 2009), la cual es menor a los promedios históricos registrados por la Compañía. DELSUR cierra el primer trimestre del año con una utilidad de US\$1.5 millones, registrando un incremento de US\$212 mil respecto de marzo 2009. La disminución en los costos de operación (asesoría administrativa, gastos por cuenta de consumidores y gastos por servicios a terceros) son los aspectos que determinan dicha evolución. El índice margen neto/ingresos se continua considerando relativamente bajo en relación a los promedios históricos mostrados por DELSUR en años anteriores, siendo la nueva estructura financiera en términos de servicio de deuda el aspecto determinante en la tendencia de dicho indicador. La rentabilidad patrimonial pasa a 15.1% desde 19% en

marzo 2009, mientras que el ROAA se ubica en 4% (8% en similar período de 2009).

Los ingresos por venta de energía registran un decrecimiento del 0.2%, equivalente en términos monetarios a US\$83 mil mientras que los relacionados a servicios por uso de red crecen en US\$76 mil.

Frente a la tendencia a la baja en los gastos de operación, el resultado operativo mejora en US\$893 mil, mientras que el margen operativo pasa a 8.2% desde 6.4%. En relación al índice de eficiencia, la Compañía mejora a 64.8% desde 72.1% en el interanual. Sin embargo, dicho índice refleja los esfuerzos que en términos de reducción de gastos operativos debe continuar impulsando la Entidad.

DELSUR ha mostrado una adecuada capacidad de generar ingresos derivados de las operaciones, permitiéndole reflejar aceptables indicadores de liquidez que le brindan capacidad de responder a sus obligaciones inmediatas o de corto plazo. En el interanual, la relación activo corriente/pasivo corriente se mantiene en 1.6 veces mientras que el capital de trabajo mejora a US\$27.4 millones desde US\$22.7 millones. DELSUR ha establecido como política mantener un criterio conservador en la administración de liquidez que permita administrar los pagos en concepto de compromisos de compra de energía y otros gastos. La utilización de líneas rotativas de corto plazo complementa la estrategia para el cumplimiento de compromisos financieros.

Como evento subsecuente, el Gobierno de la República acordó recientemente que absorberá el incremento al precio de la energía para aquellos usuarios residenciales con un consumo de hasta 300 Kwh. Dicho subsidio abarca el período de abril a octubre 2010 y será canalizado a través del Fondo de Inversión Nacional en Electricidad y Telefonía (FINET).

Fortalezas

1. Posicionada como una de las principales Compañías distribuidoras de energía eléctrica en el país.
2. Adecuado nivel de rentabilidad patrimonial
3. Importante generación de flujos operativos

Debilidades

1. Moderados niveles de eficiencia operacional
2. Menor desempeño en términos de generación de utilidades
3. Moderados Niveles de respaldo patrimonial

Oportunidades

1. Crecimiento en nuevos clientes y negocios
2. Potencial reducción del plazo para la recuperación del activo regulatorio
3. Emisión de deuda en el mercado de valores
4. Implementación de nuevos sistemas de información e inversión en tecnología

Amenazas

1. Tendencia de los precios de energía
2. Entorno económico desfavorable
3. Interferencia política e Incertidumbre regulatoria

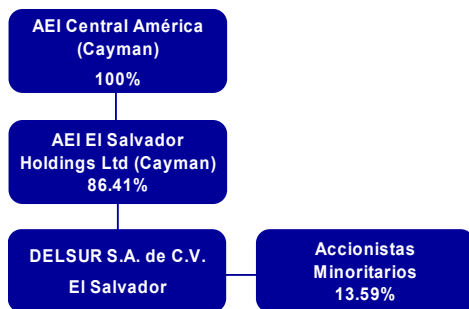
PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Distribuidora de Electricidad Delsur fue constituida como sociedad anónima de capital variable el 16 de noviembre de 1995 bajo las leyes y jurisdicción de El Salvador. La actividad de la Compañía es la distribución de energía eléctrica en diferentes municipios, principalmente en la zona centro sur del país. Negocios complementarios (Línea Elektrica y Línea Hogar) han venido aportando un flujo creciente de ingresos para la Compañía.

El 24 de mayo de 2007, la Compañía AEI El Salvador Holdings Ltd. (Cayman) perteneciente al grupo AEI adquirió las compañías PPLG El Salvador (Cayman) y PPLG II (Cayman), las cuales, en ese entonces eran las propietarias de la sociedad Electricidad de Centroamérica Limitada de Capital Variable, que a su vez era la propietaria de una participación equivalente al 86.41% de las acciones de DELSUR.

El 29 de agosto de 2008, la compañía AEI El Salvador Holdings Ltd (Cayman) antes mencionada adquirió de la compañía PPLG El Salvador (Cayman) la participación equivalente al 86.41% de las acciones de DELSUR, participación que PPLG El Salvador había adquirido en esa misma fecha de parte de Electricidad de Centro América, Ltd. de Capital Variable (El Salvador), la cual fue la sociedad controlante de DELSUR, hasta el día 29 de agosto de 2008. AEI El Salvador Holdings Ltd (Cayman) es también la accionista mayoritaria de la sociedad Electricidad de Centro América, Limitada de Capital Variable (El Salvador) antes mencionada.

La estructura corporativa del Grupo es como se muestra a continuación:



AEI El Salvador Holdings Ltd (Cayman) es una empresa constituida bajo las leyes de Islas Cayman dedicada a la operación de activos esenciales de energía en mercados emergentes. AEI administra negocios en empresas de generación y empresas de distribución de energía eléctrica, distribución de gas natural, transportes y servicios de gas natural y distribución de combustible al menudeo. Actualmente AEI administra y opera 37 compañías en 19 naciones, ubicadas en América Latina, Europa y Asia. AEI atiende a más de 7.1 millones de clientes alrededor del mundo.

Por otra parte, la Junta Directiva de DELSUR está integrada por:

Presidente	Roberto Figueroa Larraondo
Vicepresidente	José Germán Obiols Noval
Secretario	José Alfredo Sarmiento Cáceres
Director Propietario	Emilio Alberto Vicens Jubes
Director Propietario	Javier Antonio Marrero Castells
Director Propietario	Javier Pariente Tejada
Director Suplente	Francisco Sugranes
Director Suplente	Otto Fernando González Nicolas
Director Suplente	Richard Alan Romero
Director Suplente	Brian Robert Zatarian
Director Suplente	María Elena Grannen
Director Suplente	César Augusto Zamora

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

Denominación de la Emisión: CIDELSUR1

Clase de Valor: Certificado de Inversión

Monto: US\$30,000,000 que serán colocados en diferentes tramos.

Redención de los Certificados de Inversión: El emisor definirá posteriormente esta característica y sus condiciones en el correspondiente aviso de oferta pública, para cada uno de los tramos que coloque.

Plazo: La emisión de certificados de inversión representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta tendrá un plazo desde uno hasta diez años contados a partir de la fecha de colocación de cada tramo.

Forma y Lugar de Pago: El capital se pagará al vencimiento del plazo, y los intereses se pagarán trimestralmente, a partir de la fecha de colocación a través del procedimiento establecido por la Central de Depósito de Valores S.A. de C.V. (CEDEVAL, S.A. DE C.V.)

Garantía: Esta emisión no cuenta con garantía específica.

Tasa: Tasa Básica Pasiva promedio ponderada a seis meses + spread ó LIBOR a seis meses + spread. Más una sobretasa no menor al 0.10% anual.

INFORMACIÓN DEL MERCADO

La Ley General de Electricidad vigente a partir de 1996 sentó las bases para la realización de una reestructuración del sector eléctrico con el objeto de abrirlo a la competencia y permitir la participación privada. Con esta nueva estructura de mercado se creó la Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones (SIGET), que es la entidad reguladora encargada de vigilar el cumplimiento de las disposiciones establecidas en la Ley, así como de aprobar las tarifas eléctricas vigentes en el país.

Posteriormente, en 1998 se reprivatizó la distribución de electricidad, se separaron las principales actividades de CEL formándose las empresas LaGeo, S.A. de C.V. (Geotérmica Salvadoreña, 1999) y ETESAL (Empresa Transmisora Salvadoreña, 1999); además se creó la Unidad de Transacciones (UT).

El Mercado Mayorista, administrado por la Unidad de Transacciones (UT) está compuesto por el Mercado de Contratos y el Mercado Regulador del Sistema (MRS); el primero, es a futuro y convenido entre operadores en forma independiente de la UT, pero despachado por ésta. El Mercado Regulador del Sistema es de corto plazo, es el mercado Spot de energía eléctrica y es el que equilibra la oferta y la demanda.

Por su parte, la generación de energía eléctrica proviene de recursos hidráulicos, geotérmicos y térmicos; esta energía es inyectada al sistema pasando por la red de transmisión que sirve para transportar electricidad desde las plantas de generación hasta los puntos de distribución del sistema, donde es tomada por las empresas distribuidoras para luego llevarla hasta las instalaciones de los usuarios finales (clientes residenciales, comerciales o industriales). Cabe señalar que la alta participación de la inyección térmica ha sensibilizado los precios de la energía acorde a la evolución de los precios internacionales del petróleo.

En otro aspecto, las tarifas eléctricas que cobran las distribuidoras y calidad de servicio que éstas brindan hacia los usuarios finales se encuentran reguladas, siendo la SIGET el organismo gubernamental encargado de velar por su cumplimiento. El cargo de energía se establece el día 12 de los meses de abril y octubre, y se determina considerando el precio promedio ponderado de la energía retirada por cada una de las empresas distribuidoras en el Mercado Mayorista, valorada a precio Spot del semestre inmediato anterior. Los cargos de Distribución y de Comercialización tienen una vigencia de cinco años, con revisiones anuales, previa autorización de SIGET.

Distribuidoras de energía eléctrica¹

Al cierre de marzo 2010 operan en El Salvador 8 distribuidoras de energía eléctrica, de las cuales 4 forman parte del Grupo AES (CLESA; DEUSEM; EEO y CAESS) el cual sirve un aproximado del 75% de la demanda de energía del país. Las distribuidoras operan en un marco geográfico no concesionado aunque delimitado por zonas.

DESEMPEÑO FINANCIERO

Los estados financieros de la Compañía han sido preparados de acuerdo con las Normas de Información Financiera adoptadas en El Salvador, las cuales comprenden las Normas Internacionales de Contabilidad vigentes al 31 de octubre de 2003 emitidas por el Comité de Normas Internacionales de Contabilidad. En la misma línea, la Corporación AEI prepara sus estados financieros de acuerdo a los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en Estados Unidos de América (USGAAP).

¹ Fuente: SIGET

Operaciones

La actividad de DELSUR es la distribución de energía eléctrica en diferentes municipios, principalmente en los departamentos de La Libertad, La Paz, San Vicente y San Salvador. La energía distribuida es adquirida de diferentes empresas generadoras en el Mercado de Contratos, Mercado Regulador del Sistema "SPOT" e importaciones del Mercado Eléctrico Regional (MER). Asimismo, se realizan compras a través de interconexiones con otros distribuidores y generadores conectados a la red de media tensión.

Cabe señalar que la expectativa del sector en relación a la actual estructura para determinar el costo de energía es que el mismo pueda modificarse hacia un sistema marginal de costos, el cual permita determinar las transacciones de una forma más transparente y equitativa. Por otra parte, la estructura de energía comprada por DELSUR al 31 de marzo de 2010 muestra una importante participación del mercado SPOT, tendencia que se mantiene relativamente estable en el interanual.

Al 31 de marzo de 2010, DELSUR presta sus servicios de distribución a 316,744 clientes, registrando un incremento interanual del 2.3% equivalente a 7,075 nuevos usuarios. DELSUR atiende un área geográfica de 4.604,0 km² (22% del territorio nacional). De acuerdo a la Administración, las zonas centro-sur del país son consideradas de alto potencial de crecimiento, dado que en ella se ubican el aeropuerto de Comalapa, complejos industriales, importantes zonas residenciales y potenciales desarrollos turísticos.

Uno de los objetivos de la entidad es mantener y/o disminuir el nivel de pérdidas de energía eléctrica el cual se compara favorablemente con el registrado por otras empresas de distribución de energía de la región. Vale señalar que dicho porcentaje ha pasado a 9.5% desde 8.9% en el interanual. El nivel de pérdidas referencial establecido por la Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones (SIGET) es del 7.6% como promedio.

Deuda de Corto y Largo Plazo

Como hecho relevante, la política de financiamiento y gestión de tesorería se modificó con el ingreso del nuevo accionista (AEI) observándose durante el ejercicio 2008 operaciones financieras que en conjunto determinaron la salida de US\$73.5 millones. En ese contexto, la posición financiera actual determina una Compañía con un nivel de endeudamiento relativamente adecuado así como con una importante participación de acreedores financieros a diferencia de periodos previos.

Al respecto, con fecha 29 de agosto de 2008, DELSUR suscribió una deuda con HSBC Salvadoreño, TCW Global Project Fund III Ltd, Scotiabank El Salvador y Banco General por un monto total de US\$75 millones. El plazo es de 7 años a una tasa variable basada en la tasa LIBOR a 3 meses (con un piso de 3%) más un margen entre 350 a 400 puntos básicos. Los intereses y el capital se pagan trimestralmente.

El préstamo está garantizado por el 86.41% de las acciones

que AEI El Salvador Holdings Ltd posee en DELSUR, la cuenta de reserva de deuda y el compromiso de la Compañía de no preñar activos. Al 31 de marzo de 2010, el saldo de la porción circulante de préstamos bancarios es de US\$7.8 millones mientras que el saldo de las obligaciones bancarias a largo plazo es de US\$55.6 millones.

Por otra parte, el índice de endeudamiento pasa a 2.6 veces desde 2.9 veces acorde al pago de préstamos bancarios a largo plazo y al fortalecimiento de la base patrimonial. Por otra parte, la relación Deuda Financiera/EBITDA fue de 2.8 veces (2.6 veces en marzo 2009), menor al requerimiento de algunas instituciones financieras en términos de *covenants*.

Capital de trabajo y Liquidez

DELSUR ha mostrado una adecuada capacidad de generar ingresos derivados de las operaciones, permitiéndole reflejar adecuados indicadores de liquidez que le brindan capacidad de responder a sus obligaciones inmediatas o de corto plazo. No obstante, factores externos han tenido una repercusión en ciertos meses dada la presión fiscal del Estado y que llevó a retrasos en los pagos por subsidios al precio de la energía eléctrica, generándose brechas temporales de liquidez que fueron cubiertas con líneas de crédito en años anteriores.

Al respecto la eliminación del subsidio por arriba de un consumo mayor a 99 Kwh, no obstante que no tiene repercusiones en los flujos operativos de la empresa, disminuye la incertidumbre política y regulatoria del sector eléctrico. Un potencial menor consumo por la eliminación del subsidio podría materializarse, no obstante por ser un servicio básico la expectativa es que la demanda de energía no disminuya.

Durante los últimos años, la Compañía ha mostrado un capital de trabajo relativamente estable, ubicándose al cierre del período evaluado en US\$27.4 millones (US\$22.7 millones en marzo 2009). En términos de cobertura sobre los pasivos de corto plazo, es de hacer notar que la relación activo corriente/pasivo corriente se mantiene en 1.6 veces.

Estructura de Capital

DELSUR refleja moderados niveles de respaldo patrimonial si se compara con los promedios de años anteriores. Al cierre de marzo de 2010, la relación patrimonio/activos se ubica en 27.6%, mejorando respecto del 25.4% reflejado en similar período de 2009. Por otro lado, es importante mencionar que en virtud de los movimientos patrimoniales ocurridos en períodos previos así como por los dividendos distribuidos anteriormente, la Compañía debería establecer una política de reparto de dividendos que permita estimar con mayor certidumbre su nivel de solvencia patrimonial.

Por otra parte, AEI El Salvador Holdings Ltd. es poseedora del 86.41% de las acciones de la Compañía, integrándose el resto por accionistas minoritarios. A su vez, AEI El Salvador Holdings Ltd. es propiedad en un 100% de AEI Central América. Debido a que AEI cuenta con una amplia

trayectoria a nivel mundial en el sector energético, su presencia en el accionariado de DELSUR resulta favorable para sus prácticas de gestión.

Rentabilidad

DELSUR cierra el primer trimestre del año con una utilidad de US\$1.5 millones, registrando un incremento de US\$212 mil respecto de marzo 2009. La disminución en los costos de operación (asesoría administrativa, gastos por cuenta de consumidores y gastos por servicios a terceros) son los aspectos que determinan dicha evolución. El índice margen neto/ingresos se continua considerando relativamente bajo en relación a los promedios históricos mostrados por DELSUR en años anteriores, siendo la nueva estructura financiera en términos de servicio de deuda el aspecto determinante en la tendencia de dicho indicador. La rentabilidad patrimonial pasa a 15.1% desde 19% en marzo 2009, mientras que el ROAA se ubica en 4% (8% en similar período de 2009).

El principal componente en la estructura de ingresos de la Compañía esta representado por la venta de energía eléctrica que concentra el 74.2% de los ingresos totales (74.2% al cierre de marzo 2009) mientras que el resto se genera por los servicios por uso de red, venta de energía a otras distribuidoras e ingresos complementarios. Es de señalar que los ingresos por uso de red están asociados al consumo de energía. Los ingresos por venta de energía registran un decrecimiento del 0.2%, equivalente en términos monetarios a US\$83 mil mientras que los relacionados a servicios por uso de red crecen en US\$76 mil.

Por otra parte, se observa una leve disminución del 0.6% en los costos por compra de energía equivalente a US\$241 mil. En ese contexto, el margen por compra – venta de energía registra un incremento del 1.4% en el interanual. En términos porcentuales, dicha relación pasa a 23.2% desde 22.8%.

Frente a la tendencia a la baja en los gastos de operación, el resultado operativo mejora en US\$893 mil, mientras que el margen operativo pasa a 8.2% desde 6.4%. En relación al índice de eficiencia, la Compañía mejora a 64.8% desde 72.1% en el interanual. Sin embargo, dicho índice refleja los esfuerzos que en términos de reducción de gastos operativos debe continuar impulsando DELSUR.

Estructura de Activos

En términos comparativos, en el primer trimestre del año los activos crecen en US\$5.4 millones, principalmente cuentas por cobrar del activo regulatorio y otros activos mientras que en similar período de 2009 crecen a un menor ritmo principalmente en otros rubros. El primer trimestre del año es época seca por lo que la mayor parte de la generación de energía es con combustible y consecuentemente los precios estuvieron altos, lo cual explica la tendencia al alza en el activo regulatorio.

La estructura del balance determina que el activo fijo representa la mayor proporción, integrándose principalmente por subestaciones y sistemas de distribución y comunica-

ción. El segundo componente de importancia en la estructura de activos corresponde a las cuentas por cobrar, entre las que se incluyen las relacionadas a clientes y a la compensación de costos de energía

Estas últimas representan la diferencia entre el precio de la energía comprada por la Compañía a diferentes generadores y la tarifa cobrada al consumidor final. Dicha diferencia es recuperada durante un período de seis meses posterior a la aplicación de los ajustes tarifarios correspondientes. Presiones sobre la liquidez inmediata de la Compañía podrían materializarse en virtud al esquema de recuperación descrito. Por otra parte, las cuentas por cobrar energía totalizan US\$14.3 millones (US\$16.7 millones en 2009) ubicándose el índice de mora a más de 90 días en 8% (6.5% en similar período de 2009).

En las cuentas por cobrar se incluyen de igual manera las relacionadas a subsidios otorgados a los consumidores con una demanda de energía mensual de 99 Kwh o menos. Estos fondos son aportados por el Gobierno de El Salvador a través de FINET (Fondo de Inversión Nacional en Electricidad y Telefonía).

Las cuentas por cobrar a relacionadas corresponden a un préstamo otorgado a AEI El Salvador Holdings Limited con un plazo de 7 años y por el cual DELSUR cobra una tasa de interés variable equivalente a LIBOR a 3 meses (con un piso de 3%) más un margen de 450 puntos básicos. El objetivo de dicho préstamo fue liquidar parcialmente un crédito puente adquirido por el accionista principal para la compra de DELSUR.

EBITDA y Cobertura

Considerando la estabilidad en su base de clientes, DELSUR dispone de flujos de efectivo predecibles, mostrando un EBITDA que ha permanecido por encima de los US\$20 millones en los últimos años (El promedio móvil de doce meses al 31 de marzo de 2010 indica un EBITDA de US\$22.3 millones frente a US\$27.6 millones en marzo 2009). El margen EBITDA permite estimar una cobertura de gasto financiero de 4.3 veces y 1.9 veces sobre el servicio de la deuda al 31 de marzo de 2010 (8.1 veces y 0.85 veces en similar período de 2009). La capacidad de la empresa en la generación de flujos con referencia al EBITDA es uno de los aspectos favorables ponderados en la calificación del emisor y sus instrumentos. El EBITDA del período se ubica en US\$5.9 millones (US\$5 millones en

marzo 2009).

Los factores que guardan una relación con lo expresado se manifiestan en la posición de mercado con la que cuenta DELSUR y al hecho de que la energía servida es un recurso básico para todos los usuarios.

En otro aspecto, el margen EBITDA mejora a 11.8% desde 9.9%, siendo el menor promedio de los últimos cuatro períodos. Por otra parte, la cobertura del margen EBITDA sobre el servicio de la deuda (pago de intereses y préstamos del período) se ubica en 1.9 veces (0.9 veces en marzo 2009).

Flujos Operativos

El efectivo provisto por las actividades de operación de ubica en (US\$96 mil) contrastando con el desempeño observado en similar período de 2009 siendo el aumento en las cuentas por cobrar el factor determinante en dicha evolución. La cobertura sobre el gasto financiero resulta mínima (0.1) versus el promedio de marzo 2009 (1.8) y al registrado en otros trimestres.

Al cierre de marzo 2010, DELSUR registra un Flujo de Caja Operativo (FCO) de US\$11.8 millones menor al reflejado en marzo 2009 (US\$16.1 millones). El nivel de cobertura del FCO sobre el gasto financiero se ubica en 9.7 veces, mientras que de considerar el servicio de la deuda el índice disminuye a 3.7 veces. Ambos índices resultan ser menores a los promedios históricos en virtud a la nueva estructura de pasivos. Por otra parte, la cobertura del FCO sobre el servicio de la deuda (pago de intereses y de cuotas de préstamos en el período sujeto a análisis) se ubica en 3.74 veces.

Por otra parte, el Flujo Libre de Caja (FLC) pasa a US\$11.1 millones desde US\$14.8 millones en marzo 2009 valorándose el menor monto de CAPEX en el presente año respecto de similar período en 2008. Al convertirse en un flujo depurado, su cobertura sobre el gasto financiero, servicio de la deuda y proveedores tiende a ser menor de comparar con la otorgada por el FCO. Vale señalar que la generación de caja en relación a la deuda es adecuada, no resultando comparable con los promedios de años anteriores en virtud al nuevo perfil financiero de DELSUR.

DISTRIBUIDORA DE ELECTRICIDAD DEL SUR S.A. DE C.V.
BALANCES GENERALES
(En US\$)

	Dic.07	%	Dic.08	%	mar-09	%	Dic.09	%	mar-10	%
ACTIVOS										
Activo Circulante										
Efectivo y equivalentes de efectivo	6,162,804	5.3%	1,539,878	1.0%	1,257,685	0.8%	8,970,568	5.5%	6,673,120	4.0%
Cuentas por cobrar	33,386,473	28.6%	37,306,361	23.1%	39,982,279	24.2%	39,723,313	24.4%	40,635,301	24.2%
Cuentas por cobrar Activo Regulatorio	-	0.0%	20,045,214	12.4%	18,660,522	11.3%	14,877,179	9.1%	20,173,780	12.0%
(-) Estimación para Cuentas Incobrables	(818,515)	-0.7%	(926,140)	-0.6%	(1,043,988)	-0.6%	(1,115,163)	-0.7%	(1,162,037)	-0.7%
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	4,761	0.0%	1,828,304	1.1%	1,838,222	1.1%	1,842,492	1.1%	1,819,362	1.1%
Inventarios	3,267,169	2.8%	2,690,799	1.7%	3,088,831	1.9%	3,089,268	1.9%	3,160,148	1.9%
Gastos pagados por anticipado	8,574,406	7.4%	340,664	0.2%	450,101	0.3%	429,094	0.3%	432,681	0.3%
Otros activos	473,404	0.4%	1,999,234	1.2%	2,086,857	1.3%	182,437	0.1%	718,354	0.4%
Total Activo Circulante	51,050,502	43.8%	64,824,314	40.1%	66,320,509	40.1%	67,999,188	41.8%	72,450,709	43.1%
Activo no Circulante										
Reserva por servicio de deuda	-	0.0%	3,252,358	2.0%	3,255,351	2.0%	3,257,050	2.0%	3,257,077	1.9%
Préstamos por cobrar a partes relacionadas	-	0.0%	14,361,111	8.9%	13,933,333	8.4%	11,390,000	7.0%	10,962,222	6.5%
Propiedad planta y equipo	78,334,813	67.2%	83,871,075	51.9%	85,837,840	51.9%	90,939,186	55.9%	91,614,128	54.5%
(-) Depreciación Acumulada	(20,914,136)	-17.9%	(23,135,223)	-14.3%	(23,904,318)	-14.5%	(26,028,454)	-16.0%	(26,426,449)	-15.7%
Revaluación de Propiedad Planta y Equipo	-	0.0%	9,789,780	6.1%	9,782,162	5.9%	9,667,850	5.9%	9,436,690	5.6%
(-) Depreciación Acumulada de Revaluación	-	0.0%	(213,436)	-0.1%	(426,172)	-0.3%	(1,038,417)	-0.6%	(1,189,726)	-0.7%
Obras en Proceso	4,282,095	3.7%	4,513,664	2.8%	3,776,288	2.3%	2,967,329	1.8%	2,437,617	1.5%
Activos intangibles, netos	1,455,888	1.2%	2,547,993	1.6%	2,324,527	1.4%	1,670,593	1.0%	1,445,925	0.9%
Inversión en valores a largo plazo	84,286	0.1%	84,286	0.1%	84,286	0.1%	84,286	0.1%	144,772	0.1%
Activo por impuesto a la renta diferido	2,283,865	2.0%	1,835,713	1.1%	4,319,597	2.6%	1,814,069	1.1%	3,945,913	2.3%
Total Activo No Circulante	65,526,811	56.2%	96,907,321	59.9%	98,982,894	59.9%	94,723,492	58.2%	95,628,169	56.9%
TOTAL ACTIVO	116,577,313	100%	161,731,635	100%	165,303,403	100%	162,722,680	100%	168,078,878	100%
PASIVOS										
Pasivo Circulante										
Préstamos Bancarios a corto plazo	-	0.0%	7,362,550	4.6%	7,777,778	4.7%	7,309,736	4.5%	7,777,777	4.6%
Proveedores de Energía Eléctrica	19,118,422	16.4%	25,666,410	15.9%	27,299,332	16.5%	25,881,144	15.9%	30,883,513	18.4%
Cuentas por pagar a partes relacionadas	301,141	0.3%	462,043	0.3%	850,129	0.5%	206,647	0.1%	-	0.0%
Cuentas por Pagar Comerciales	672,150	0.6%	860,765	0.5%	1,071,310	0.6%	1,178,442	0.7%	141,911	0.1%
Otras Cuentas por pagar y gastos acumulados	7,319,597	6.3%	6,376,533	3.9%	4,463,879	2.7%	5,923,529	3.6%	3,983,702	2.4%
Impuestos por pagar	1,492,275	1.3%	354,857	0.2%	1,535,411	0.9%	2,300,150	1.4%	1,976,336	1.2%
Dividendos por pagar	92,230	0.1%	-	0.0%	-	0.0%	179,957	0.1%	178,862	0.1%
Otros créditos diferidos	3,225	0.0%	703,116	0.4%	613,795	0.4%	176,935	0.1%	145,349	0.1%
Total Pasivo Circulante	28,999,040	24.9%	41,786,274	25.8%	43,611,634	26.4%	43,156,540	26.5%	45,087,450	26.8%
Pasivo no Circulante										
Préstamos Bancarios a largo plazo	-	0.0%	62,977,965	38.9%	63,333,333	38.3%	55,741,236	34.3%	55,555,556	33.1%
Depósitos de consumidores	1,281,511	1.1%	1,567,458	1.0%	1,616,378	1.0%	1,747,180	1.1%	1,754,786	1.0%
Cuentas por pagar Accionistas	18,901	0.0%	168,043	0.1%	164,981	0.1%	56,284	0.0%	56,884	0.0%
Pasivo por impuesto sobre la renta diferido	5,786,134	5.0%	11,305,610	7.0%	8,519,983	5.2%	10,484,317	6.4%	12,338,011	7.3%
Ingreso diferido a largo plazo	3,607,853	3.1%	3,376,735	2.1%	3,334,464	2.0%	3,785,596	2.3%	3,791,729	2.3%
Pasivo por obligaciones laborales	2,336,671	2.0%	2,591,146	1.6%	2,693,793	1.6%	2,942,264	1.8%	3,041,679	1.8%
Total Pasivo No Circulante	13,031,070	11.2%	81,986,957	50.7%	79,662,932	48.2%	74,756,877	45.9%	76,538,645	45.5%
TOTAL PASIVO	42,030,110	36.1%	123,773,231	76.5%	123,274,566	74.6%	117,913,417	72.5%	121,626,095	72.4%
PATRIMONIO										
Capital social	35,092,263	30.1%	10,527,679	6.5%	10,527,679	6.4%	10,527,679	6.5%	10,527,679	6.3%
Superavit por revaluación	-	0.0%	8,302,098	5.1%	11,384,429	6.9%	7,270,562	4.5%	6,903,972	4.1%
Reserva legal	7,018,452	6.0%	7,018,452	4.3%	7,018,452	4.2%	7,018,452	4.3%	7,018,452	4.2%
Utilidades por Aplicar de ejercicios anteriores y otros	14,898,750	12.8%	320,025	0.2%	11,790,151	7.1%	13,513,035	8.3%	20,482,065	12.2%
Resultado del periodo	17,537,738	15.0%	11,790,150	7.3%	1,308,126	0.8%	6,479,535	4.0%	1,520,615	0.9%
TOTAL PATRIMONIO NETO	74,547,203	63.9%	37,958,404	23.5%	42,028,837	25.4%	44,809,263	27.5%	46,452,783	27.6%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	116,577,313	100%	161,731,635	100%	165,303,403	100%	162,722,680	100%	168,078,878	100%

DISTRIBUIDORA DE ELECTRICIDAD DEL SUR S.A. DE C.V.
ESTADOS DE RESULTADOS
(En US\$)

	Dic.07	%	Dic.08	%	mar-09	%	Dic.09	%	mar.10	%
INGRESOS										
Ingresos de Operación										
Venta de energía	112,230,611	67.6%	122,215,068	71.2%	37,236,527	74.2%	162,451,023	75.8%	37,153,001	74.2%
Venta de energía a distribuidoras	793,320	0.5%	1,873,005	1.1%	292,897	0.6%	1,233,386	0.6%	404,655	0.8%
Servicio por uso de red	45,942,314	27.7%	38,167,934	22.2%	9,985,869	19.9%	40,171,768	18.7%	10,061,936	20.1%
Otros ingresos	7,120,814	4.3%	9,441,383	5.5%	2,645,266	5.3%	10,550,489	4.9%	2,456,884	4.9%
Total de Ingresos de Operación	166,087,059	100%	171,697,390	100%	50,160,559	100%	214,406,666	100%	50,076,476	100%
Costo de energía										
Compra de energía	(111,230,899)	-67.0%	(123,367,151)	-71.9%	(38,702,633)	-77.2%	(165,089,558)	-77.0%	(38,461,969)	-76.8%
Margen Compra Venta de Energía	54,856,160	33.0%	48,330,239	28.1%	11,457,926	22.8%	49,317,108	23.0%	11,614,507	23.2%
Costos y gastos de operación										
Depreciación	(2,982,494)	-1.8%	(3,319,357)	-1.9%	(996,884)	-2.0%	(4,079,543)	-1.9%	(1,016,935)	-2.0%
Amortización	(770,272)	-0.5%	(747,337)	-0.4%	(223,466)	-0.4%	(901,022)	-0.4%	(224,667)	-0.4%
Gastos de Distribución	(6,320,621)	-3.8%	(6,154,475)	-3.6%	(1,353,923)	-2.7%	(6,470,740)	-3.0%	(1,483,721)	-3.0%
Gastos de Comercialización	(1,001,081)	-0.6%	(852,158)	-0.5%	(176,525)	-0.4%	(835,267)	-0.4%	(186,922)	-0.4%
Gastos por cuenta de consumidores	(3,962,816)	-2.4%	(4,040,805)	-2.4%	(1,083,489)	-2.2%	(3,956,581)	-1.8%	(946,966)	-1.9%
Gastos de Información y servicio al cliente	(221,305)	-0.1%	(259,370)	-0.2%	(44,556)	-0.1%	(239,865)	-0.1%	(62,609)	-0.1%
Gastos de Venta	(213,908)	-0.1%	(172,996)	-0.1%	(42,773)	-0.1%	(168,918)	-0.1%	(94,916)	-0.2%
Gastos de Administración	(9,301,776)	-5.6%	(5,119,753)	-3.0%	(1,333,220)	-2.7%	(5,118,048)	-2.4%	(1,415,249)	-2.8%
Asesoría Administrativa	-	0.0%	(2,570,219)	-1.5%	(752,326)	-1.5%	(4,421,670)	-2.1%	-	0.0%
Gastos de Mantenimiento	(4,608,480)	-2.8%	(4,134,855)	-2.4%	(1,045,226)	-2.1%	(4,593,672)	-2.1%	(1,103,013)	-2.2%
Gastos por Servicios a Terceros	(1,095,290)	-0.7%	(2,029,210)	-1.2%	(549,198)	-1.1%	(2,396,493)	-1.1%	(427,886)	-0.9%
Costos por otros ingresos y otros gastos	(881,215)	-0.5%	(707,206)	-0.4%	(168,025)	-0.3%	(730,944)	-0.3%	(195,375)	-0.4%
Otros gastos de operación	(1,461,690)	-0.9%	(1,372,244)	-0.8%	(489,617)	-1.0%	(1,206,164)	-0.6%	(363,901)	-0.7%
Total Gastos de operación	(32,820,948)	-19.8%	(31,479,985)	-18.3%	(8,259,228)	-16.5%	(35,118,927)	-16.4%	(7,522,160)	-15.0%
Resultado de operación	22,035,212	13.3%	16,850,254	9.8%	3,198,698	6.4%	14,198,181	6.6%	4,092,347	8.2%
Otros ingresos y gastos de operación	-		-		-	0.0%	-	0.0%	-	
(+) Ingreso financiero	362,726	0.2%	541,759	0.3%	306,288	0.6%	1,317,736	0.6%	311,788	0.6%
(-) Gasto financiero	(39,673)	0.0%	(1,969,871)	-1.1%	(1,421,743)	-2.8%	(5,395,708)	-2.5%	(1,217,945)	-2.4%
(+) Ingresos no Operacionales	1,396,525	0.8%	1,143,175	0.7%	249,112	0.5%	843,209	0.4%	278,630	0.6%
Resultado antes de Impuestos	23,754,790	14.3%	16,565,317	9.6%	2,332,355	4.6%	10,963,418	5.1%	3,464,820	6.9%
Impuesto sobre la Renta	(3,228,168)	-1.9%	(1,419,424)	-0.8%	(952,180)	-1.9%	(4,939,683)	-2.3%	(1,944,205)	-3.9%
Impuesto sobre la Renta Diferido	(2,988,884)	-1.8%	(3,355,743)	-2.0%	(72,049)	-0.1%	455,801	0.2%	-	0.0%
Resultado neto	17,537,738	10.6%	11,790,150	6.9%	1,308,126	2.6%	6,479,536	3.0%	1,520,615	3.0%

DISTRIBUIDORA DE ELECTRICIDAD DEL SUR S.A. DE C.V.
INDICADORES FINANCIEROS

	Dic.07	Dic.08	mar.09	Dic.09	mar.10
Rentabilidad					
ROAA	15.9%	7.6%	8.0%	4.0%	4.0%
ROAE	23.7%	21.0%	19.3%	15.7%	15.1%
Utilidad de Operación / Ingresos	13.3%	9.8%	6.4%	6.6%	8.2%
Utilidad Neta / Ingresos	10.6%	6.9%	2.6%	3.0%	3.0%
Costo financiero promedio	0.0%	2.8%	2.0%	8.6%	1.9%
Eficiencia Operacional	59.8%	65.1%	72.1%	71.2%	64.8%
Rentabilidad del activo fijo	22.4%	14.1%	6.1%	7.1%	6.6%
Liquidez					
Activo corriente / Pasivo Corriente	1.8	1.6	1.5	1.6	1.6
Liquidez general sin relacionadas (veces)	1.8	1.5	1.5	1.5	1.6
Capital de Trabajo	\$ 22,051,462	\$ 23,038,040	\$ 22,708,875	\$ 24,842,648	\$ 27,363,259
Flujos					
FCO (Flujo de Caja Operativo)	\$ 16,797,077	\$ 12,137,879	\$ 16,123,415	\$ 19,636,699	\$ 11,821,162
FLC Flujo Libre de Caja* (sin restar dividendos pagados)	\$ 10,086,473	\$ 4,942,437	\$ 14,793,879	\$ 13,618,826	\$ 11,136,435
FLC Flujo Libre de Caja (restando dividendos)	\$ (6,344,872)	\$ (27,437,139)	\$ 14,793,879	\$ 13,516,732	\$ 11,136,435
Efectivo neto de las actividades de operación	\$ 20,038,368	\$ 8,760,713	\$ 2,567,001	\$ 18,386,266	\$ (96,028)
EBIT (12 meses)	\$ 22,035,212	\$ 16,850,254	\$ 16,722,019	\$ 14,198,181	\$ 15,091,830
EBITDA (12 meses)	\$ 27,547,229	\$ 22,601,882	\$ 27,567,925	\$ 21,339,691	\$ 22,289,610
Margen EBITDA	16.6%	13.2%	9.9%	10.0%	11.8%
Gasto Financiero (12 meses)	39,673	1,969,871	3,387,553	5,395,708	5,191,910
EBITDA (período)	\$ 27,547,229	\$ 22,601,882	\$ 4,974,448	\$ 21,339,691	\$ 5,924,367
Coberturas de Gasto Financiero					
FLC / Gasto financiero	254.2	2.5	10.4	2.5	9.1
FCO / Gasto financiero	423.4	6.2	11.3	3.6	9.7
Efectivo neto de las actividades de operación / G. financiero	505.1	4.4	1.8	3.4	(0.1)
EBITDA / Gasto financiero (12 meses)	694.4	11.5	8.1	4.0	4.3
Coberturas de Servicio de Deuda					
Flujo Libre de Caja / Servicio de deuda	254.24	1.26	2.52	1.03	3.52
Flujo de Caja Operativo / Servicio de deuda	423.39	3.10	2.75	1.49	3.74
Efectivo de las actividades de operación / Servicio de deuda	505.09	2.24	0.44	1.40	(0.03)
EBITDA / Servicio de deuda + Proveedores (período)	4.36	2.16	1.18	1.65	(3.22)
EBITDA / Servicio de deuda (período)	694.36	5.77	0.85	1.62	1.87
Coberturas de serv. de deuda + proveedores					
Flujo Libre de Caja / Serv. de deuda + Proveedores	1.60	0.47	3.49	1.05	(6.05)
Flujo de Caja Operativo / Serv. de deuda + Proveedores	2.66	1.16	3.81	1.52	(6.42)
Efectivo de las actividades de operación / Serv. de Deuda + P.	3.17	0.84	0.61	1.42	0.05
Estructura financiera					
Endeudamiento patrimonial (veces)	0.6	3.3	2.9	2.6	2.6
Endeudamiento de corto plazo / patrimonio (veces)	0.4	1.1	1.0	1.0	1.0
Endeudamiento financiero (veces)	0.0	1.9	1.7	1.4	1.4
Endeudamiento financiero corto plazo/deuda financiera total	0.0%	10.5%	10.9%	11.6%	12.3%
Deuda Financiera / EBITDA	-	3.11	2.58	2.95	2.84
Capital / Activos	30.1%	6.5%	6.4%	6.5%	6.3%
Patrimonio / Activos	63.9%	23.5%	25.4%	27.5%	27.6%
Revaluación / Activos	0.0%	5.1%	6.9%	4.5%	4.1%
CAPEX (sin revaluación)	\$ 6,710,604	\$ 7,195,442	\$ 1,329,536	\$ 6,017,873	\$ 684,727
Depreciación y amortización	\$ 3,752,766	\$ 4,066,694	\$ 1,220,349	\$ 5,008,043	\$ 1,241,602
Exceso / (deficit) de depreciación	\$ (2,957,838)	\$ (3,128,748)	\$ (109,187)	\$ (1,009,830)	\$ 556,875
Gestión Administrativa					
Rotación de cobranzas comerciales	72	78	72	67	73
Rotación de cobranzas global (incluye relacionadas)	72	82	75	70	76