

# FONDO DE TITULARIZACIÓN RICORP TITULARIZADORA SOCIEDADES DISTRIBUIDORAS CERO UNO FTRTSD 01

## Informe de mantenimiento de clasificación de riesgo

**Sesión Ordinaria: N° 6172019 del 18 de octubre de 2019.**

**Fecha de ratificación:** 31 de octubre del 2019.

**Información Financiera:** no auditada al 30 junio de 2019.

Contactos: Claudia Córdova Larios  
 Marco Orantes Mancía

Analista Senior [ccordova@scriesgo.com](mailto:ccordova@scriesgo.com)  
 Analista Senior [morantes@scriesgo.com](mailto:morantes@scriesgo.com)

### 1. CLASIFICACIÓN DE RIESGO

El presente informe corresponde al análisis de la emisión con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras Cero Uno FTRTSD 01 en adelante el Fondo, con información financiera de los Originadores no auditada al 30 de junio del 2019.

Con base en esta información, se otorgó la siguiente clasificación de riesgo:

Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01				
Emisión	Anterior		Actual	
	Clasificación	Perspectiva	Clasificación	Perspectiva
VTRTSD01	AA (SLV)	Estable	AA (SLV)	Estable

\* La clasificación actual no varió respecto a la anterior.

#### Explicación de la clasificación otorgada<sup>1</sup>:

**AA:** 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:** se percibe una baja probabilidad de que la clasificación varíe en el mediano plazo.

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 riesgo, mientras que el signo “-” indica un nivel mayor de riesgo.

**(SLV):** Indicativo de país para las clasificaciones que SCRiesgo otorga en El Salvador. El indicativo no forma parte de la escala de clasificación en El Salvador. La escala

utilizada por la Clasificadora está en estricto apego a la Ley del Mercado de Valores y a las Normas técnicas sobre las Obligaciones para las Sociedades Clasificadoras de Riesgo.

### 2. FUNDAMENTOS

#### Fortalezas

- Emisión respaldada por los derechos sobre los flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos mensuales que los Originadores perciben de los pagos recibidos por las ventas realizadas a supermercados, principalmente a Operadora del Sur, S.A. de C.V. y a Calleja, S.A. de C.V.
- Los pagadores que direccionan los flujos a las cuentas colectoras, son las cadenas principales de supermercados en el País. De manera combinada las sociedades cedentes los abastacen en promedio en un 70%.
- La estructura legal de la transacción es favorecida por el Fondo Titularización y la existencia de un contrato de cesión con cada originador, el cual aísla el riesgo crediticio de los originadores y el redireccionamiento de los flujos provenientes de la recolección de las cuentas por cobrar.
- Una reserva retenida en efectivo por el Fondo de Titularización que cubrirá hasta cuatro pagos mensuales de capital e intereses de los bonos emitidos.
- Los indicadores financieros de cumplimiento que contractualmente se vuelven compromisos para los Originadores, generando seguridad en la estructura del Fondo.

*“La clasificación de riesgo emitida representa la opinión de la Sociedad Clasificadora basada en análisis objetivos realizados por profesionales. No es una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor. Se recomienda analizar el prospecto, información financiera y los hechos relevantes de la entidad calificada que están disponibles en las oficinas del emisor, en la Superintendencia del Sistema Financiero, Bolsas de Valores y corredores de bolsa representantes.”*

<sup>1</sup>El detalle de toda la escala de clasificación que utiliza la Clasificadora podrá ser consultado en nuestra página [www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

- Liderazgo de los Originadores en la comercialización de productos de consumo masivo, lo cual le brinda poder de negociación con clientes y proveedores, fortaleciendo la generación de flujo.
- Exceso de flujos derivados de la distribución y comercialización de productos de consumo masivo, mitiga el riesgo de retrasos en el pago del servicio de la deuda.
- El flujo cedido genera amplias coberturas sobre el servicio de la deuda y evaluados ante diferentes escenarios de tensión se mantienen estables.
- La emisión cuenta con ciertos eventos de amortización anticipada definidos en el contrato a fin de proteger el pago de los bonos.
- Alta experiencia y trayectoria del staff ejecutivo de los originadores dentro la industria de productos de comercialización y consumo masivo.
- El riesgo de desabastecimiento en sus inventarios esta mitigado por la alta diversificación de sus proveedores, administración de marcas exclusivas y la adecuada gestión de compras.
- La robusta red de distribución y logística le permite una amplia dispersión geográfica.

## Retos

- Mantener en debido cumplimiento los covenants ante la adquisición de deuda proveniente del mercado bursátil a través de la titularización.
- Fortalecer la estructura de gobierno corporativo.
- Continuar con el crecimiento en el volumen de ventas es deseable para fortalecer los márgenes y ratios de rentabilidad.
- Adaptarse a los nuevos gustos y preferencia de los cambios generacionales.

## Amenazas

- El lento desempeño de la economía local puede dificultar el ambiente operativo y de negocios. Lo anterior, es importante toda vez que la fuente de pago

de los bonos provendrá de la capacidad de generación de ingresos futuros.

- Retrasos en el traslado de mercancías proveniente de otros países.
- Niveles altos de competitividad, puede provocar reemplazos en los productos de las entidades cedentes ante la amenaza de productos sustitutos.
- Cambios regulatorios podrían afectar el ambiente operativo y de negocios.

## 3. RESUMEN DE LA EMISIÓN

El Fondo se creó con el propósito exclusivo de titularizar los derechos sobre flujos financieros futuros correspondientes a una porción de los primeros ingresos mensuales de las Sociedades Distribuidoras: Distribuidora Zablah, S.A. de C.V. (DISZASA); Distribuidora Nacional, S.A de C.V. (DISNA) y Unión Distribuidora Internacional S.A. de C.V. (UDISA) en adelante los Originadores. Estas transfirieron al Fondo de forma irrevocable y a título oneroso, los derechos sobre los flujos financieros futuros provenientes de los pagos recibidos por las ventas efectuadas a Operadora del Sur, S.A. de C.V. y a Calleja, S.A. de C.V. a través de una Instrucción Irrevocable de Pago (IIP); de acuerdo con Contrato de Cesión de Derechos sobre Flujos Financieros Futuros. Los originadores giraron dichas Instrucciones a quienes efectúan la labor de pago de dichas ventas.

Como respaldo operativo de la emisión, los Originadores y Ricorp Titularizadora, S.A. suscribieron como parte de los documentos de la emisión los Convenios de Administración de Cuentas - Orden Irrevocable de Pago (OIP) con los Bancos Administradores, siendo inicialmente suscrito con el Banco de América Central, S.A.

Los ingresos que se destinarán al Fondo serán hasta por un monto máximo de US\$39,012,000.00, los cuales serán trasladados al Fondo de Titularización a través de 120 cuotas mensuales sucesivas por cada uno de los originadores y tendrán dos incrementos a lo largo de la emisión.

Valores de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01 - FRTSD 01.	
Emisor	Ricorp Titularizadora, S.A.
Originadores	DISZASA, DISNA y UDISA
Custodia-Depósito	Anotaciones electrónicas depositadas en los registros electrónicos de CEDEVAL, S.A. de C.V.

Monto autorizado	US\$25,000,000.00
Monto colocado	US\$24,712,000.00
Tramos	Tramo 1 por US\$13,580,000.0 Tramo 2 por US\$3,650,000.0 Tramo 3 por US\$212,000.0 Tramo 4 por US\$7,270,000.0
Plazo	Tramos 1, 3 y 4: 10 años. Tramo 2: 5 años.
Activos subyacentes	Derechos sobre flujos futuros derivados de los pagos a supermercados, principalmente Operadora del Sur, S.A. de C.V. y Calleja, S.A. de C.V. efectúa a los Originadores.
Protección y mejoradores crediticios	Exceso de flujos de efectivo derivado de la distribución y comercialización de productos de consumo masivo.  Reserva de fondos equivalentes al pago de los cuatro próximos montos mensuales de flujos financieros futuros.
Pago intereses y principal	Mensual
Uso de los fondos	Sustitución de deuda y capital de trabajo.

Fuente: Información proporcionada por Ricorp Titularizadora, S.A.

## 4. CONTEXTO ECONÓMICO

### 4.1 Análisis de la plaza

El Salvador continúa favorecido por la demanda constante de EEUU vinculada a sus productos manufacturados y el aumento en las entradas de remesas familiares. No obstante, la probabilidad de una recesión en dicho país plantea riesgos en las perspectivas de El Salvador, tal contexto debilitaría el envío de remesas impactando directamente en el consumo interno y por otra parte afectaría los niveles de exportación ante una reducción de la demanda de los productos salvadoreños en EEUU.

El nuevo gobierno ha iniciado procesos para fortalecer las relaciones comerciales, mejorar el entorno empresarial y la percepción de país; combatiendo la criminalidad con el denominado Plan Control Territorial; y la corrupción a través de la instalación de una Comisión Internacional Contra la Impunidad en El Salvador (CICIES). Los altos niveles de deuda suponen un desafío para las finanzas del estado, la reforma de pensiones en 2017 ha flexibilizado temporalmente la liquidez del gobierno, permitiendo que el déficit fiscal promedie por debajo del 2.5% del Producto Interno Bruto (PIB). Sin embargo, el gasto público en

materia de seguridad e inversión puede incrementarse presionando los ingresos del gobierno.

En opinión de SCRiesgo, aún persiste un nivel de incertidumbre para lograr consensos que permitan agilizar la aprobación del presupuesto, contratación de deuda de manera expedita y realizar cambios estructurales, reflejo de la tensión entre el ejecutivo y la mayoría del congreso.

### 4.2 Producción nacional

El crecimiento económico de El Salvador se ubicó en 2.0% a junio 2019, menor al observado en junio 2018 cuando registró un 2.9%, la disminución obedece a contracciones en sectores como actividades profesionales, científicas y técnicas (-4.5%) y actividades artísticas (-1.3%). Adicionalmente, la disminución en el flujo de remesas, las cuales crecieron a una tasa menor (+3.5%) que la registrada hace un año (+9.0%). Las actividades de suministro de electricidad, gas y aire acondicionado (7.1%); construcción (6.6%) y financieras y seguros (5.4%) fueron los sectores con mayor dinamismo.

### 4.3 Finanzas Públicas

El déficit fiscal del Gobierno Central al primer semestre de 2019 registró un 0.5% del PIB a precios corrientes, manteniendo una tendencia a la baja, favorecido por la reforma de pensiones y por ajustes en el gasto por subsidios. El cambio realizado en materia de pensiones ha aliviado temporalmente la presión financiera que la deuda previsional provocaba sobre el presupuesto nacional.

El saldo de la deuda pública total fue de US\$19,280.9 millones a junio 2019, dicho monto exhibió un crecimiento interanual del 3.7%, equivalente a US\$679.3 millones. El creciente endeudamiento es explicado por las dificultades para reducir las necesidades de financiamiento por parte del Gobierno.

### 4.4 Comercio Exterior

Las exportaciones registraron un saldo de US\$3,033.9 millones a junio 2019, reflejando una contracción del 0.4% (US\$13.6 millones) sobre el monto registrado hace un año, principalmente por el bajo desempeño de las actividades de maquila (-2.5%) y de industria manufacturera (-0.3%). Por otra parte, la actividad que mostró mayor dinamismo fue agricultura y ganadería (+0.4%).

Al término de junio 2019, las importaciones alcanzaron US\$5,975.7 millones, con un crecimiento de 4.0% (US\$227.4 millones) en el periodo de un año. Los sectores que mostraron un mayor dinamismo fueron: agricultura y ganadería (21.4%); industrias manufactureras de maquila (4.6%) e industrias manufactureras (3.3%).

#### 4.5 Inversión Extranjera Directa

El Salvador continúa captando la inversión extranjera directa (IED) más baja de Centroamérica. De acuerdo con datos preliminares del Banco Central de Reserva (BCR), la IED acumuló un valor neto de US\$435.9 millones durante el primer semestre de 2019, US\$67.3 millones menos que lo reflejado en igual periodo del año pasado significando una contracción del 13.4%.

Los sectores con disminuciones de IED más sensibles son: industrias manufactureras (-US\$201.6 millones); y transporte y almacenamiento (-US\$116.6 millones). Los sectores que recibieron más IED fueron información y comunicaciones (+US\$157.0 millones) y suministro de electricidad (+US\$132.0 millones).

#### 4.6 Remesas Familiares

El flujo de remesas al país continúa creciendo, pero muestra señales de disminuir su acelerado crecimiento de los últimos dos años. Según datos publicados por el BCR a junio 2019, la tasa de crecimiento interanual de las remesas familiares fue del 3.5%, acumulando US\$2,743.6 millones, cifra superior en US\$92.3 millones a la registrada en el período anterior.

#### 4.7 Inflación

La inflación medida por las variaciones en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró 0.5% al cierre del segundo trimestre de 2019. Entre los rubros en los que se observan disminuciones destacan: transporte (-1.9%); comunicaciones (-1.1%) y prendas de vestir y calzado (-1.1%). Por otro lado, los rubros con aumento de precios fueron principalmente alimentos y bebidas no alcohólicas (+2.8%) y bebidas alcohólicas y tabaco (1.8%).

### 5. SOCIEDAD TITULARIZADORA

La Ley de Titularización de Activos aprobada por la Asamblea Legislativa en el año 2007, regula las operaciones que se realizan en el proceso de titularización de activos, a las personas que participan en dicho proceso y a los valores

emitidos en el mismo. En tal contexto, RICORP Titularizadora, S.A. recibió la autorización por parte de la Superintendencia del Sistema Financiero el 28 de julio de 2011 en sesión No. CD-15/2011. Por su parte, el inicio de operaciones fue autorizado en sesión No. CD-12/2011 celebrada en fecha siete de junio de 2011.

Como sociedad titularizadora autorizada por el regulador local para constituir, integrar y administrar fondos de titularización y emitir valores con cargo a dichos fondos, la Compañía realiza sus procesos empresariales mediante las actividades siguientes: Estudios de factibilidad de titularización, titularización y colocación, administración de las emisiones.

Los miembros de Junta Directiva y el equipo gerencial cuentan con experiencia amplia, tanto en el sector financiero, mercado de valores, como en la titularización de activos. Lo anterior, ha generado condiciones para avanzar con las estrategias establecidas. Cabe señalar, que la Titularizadora, ya gestiona varias transacciones importantes en el mercado de valores. En este sentido, las prácticas corporativas de RICORP son adecuadas y su cultura empresarial es definida acorde a sus buenas prácticas. Pertenece a un grupo de amplia trayectoria y experiencia en el mercado financiero y de valores local.

La Junta Directiva está integrada por siete miembros titulares, con igual número de suplentes. A la fecha, la regulación local no exige el nombramiento de miembros independientes. Debido a su naturaleza regulada y supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF), las políticas de gobernanza corporativa están bien definidas y autorizadas por la alta administración. Las políticas de gobierno corporativo han sido continuamente actualizadas y están acompañadas por políticas de ética y conducta, de manera que el perfil de RICORP en la gestión de la emisión es neutral en la clasificación otorgada.

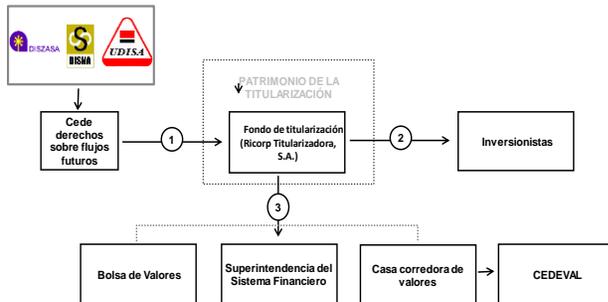
La Junta Directiva ha acordado la conformación de comités que permiten dar seguimiento periódico a áreas como:

- La administración integral de riesgos por medio de un Comité de riesgos, que incluye la identificación, evaluación, medición y mitigación de los riesgos.
- El cumplimiento de políticas de ética y conducta por medio de un Comité de ética y conducta.
- La verificación del control interno y cumplimiento de la sociedad por medio de un Comité de auditoría.
- La gestión integral del riesgo de lavado de dinero a través de un Comité de prevención de lavado de dinero.

## 6. CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

### 6.1 Proceso de titularización

Grupo Zablah por medio de sus empresas UDISA, DISZASA y DISNA cedieron al Fondo de Titularización gestionado por la Sociedad Ricorp Titularizadora, S.A. los flujos financieros futuros derivados de los pagos por las ventas a supermercados, inicialmente con Operadora del Sur, S.A. de C.V. y Calleja, S.A. de C.V. a favor de las dichas sociedades.



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

### 6.2 Componentes de la estructura

- 1. Estructurador:** Ricorp Titularizadora, S.A. sociedad autorizada por la Superintendencia del Sistema Financiero para operar como sociedad titularizadora de conformidad a la Ley de Titularización de Activos, el veintiocho de julio de dos mil once.
- 2. Originadores:** UDISA, DISZASA y DISNA, empresas de comercialización de productos de consumo masivo.
- 3. Emisor:** Ricorp Titularizadora a cargo del FTRTSD01.
- 4. Patrimonio de la titularización:** Fondo de Titularización creado como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador. Adquiere los derechos sobre los primeros flujos futuros de los ingresos de cada mes.
- 5. Cuentas Colectoras:** Serán restringidas para los Originadores y Ricorp Titularizadora, S.A. en su calidad de administradora del Fondo, debido a que su finalidad es única y exclusivamente la colecturía de los flujos antes mencionados y la concentración de fondos que perciba los Originadores para proveer los pagos de las cantidades establecidas en el Contrato de Cesión.
- 6. Banco Colector:** Banco de América Central, S.A.
- 7. Cuenta discrecional:** Cuenta de depósito bancaria abierta por el Fondo de Titularización en los bancos debidamente autorizados para realizar operaciones pasivas por la Superintendencia del Sistema Financiero, en la cual se depositarán los ingresos cedidos mediante la aplicación de la Orden Irrevocable de Pago (OIP).
- 8. Instrucción Irrevocable de Pago:** Los Originadores se obligarán a transferir a las Cuentas Colectoras los flujos correspondientes a la cesión de derechos a través de girar la o las Instrucciones Irrevocables de Pago a quien o quienes hagan la función de pago por las ventas realizadas a Operadora del Sur S.A. de C.V. y a Calleja S.A. de C.V.
- 9. Cuenta restringida:** Cuenta de depósito bancaria abierta en una institución debidamente autorizada por la Superintendencia del Sistema Financiero, que funciona como un fondo de liquidez, cuyo saldo será equivalente al pago de las próximas cuatro cuotas mensuales de cesión de cada Originador; inicialmente será constituida por el monto US\$1,080,000.00. Estos se tomarán de la colocación de emisión proporcionalmente a cada cedente. Esta cuenta servirá para la amortización del capital e intereses a pagarse a los Tenedores de Valores, en caso sea necesario.
- 10. Aportes adicionales:** Los Originadores deberán adicionar recursos en caso de que la cuota de cesión no sea cubierta. En este sentido, Ricorp Titularizadora, S.A. requerirá por escrito que en el plazo máximo de sesenta días proceda a adicionar una nueva instrucción irrevocable de pago, en los términos antes relacionados.
- 11. Contratos de Cesión:** Las sociedades cedentes otorgaron de manera irrevocable, a título oneroso a Ricorp Titularizadora, S.A., para el Fondo FTRTSD 01, los derechos sobre Flujos Financieros Futuros sobre una porción de los primeros ingresos mensuales que los Originadores estén facultados a percibir de los Supermercados, que inicialmente serán Operadora del Sur, S.A. de C.V. y Calleja, S.A. de C.V., hasta el monto de US\$39,012,000.00, los cuales serán integrados al Fondo de Titularización a través de 120 cuotas mensuales. Dichos flujos mensuales serán depositados inicialmente en la denominada Cuenta Colectora mancomunada entre cada uno de los

Página 5 de 19

#### Más información

[www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

#### Oficinas

Cartago, Costa Rica  
(506) 2552 5936

Ciudad Panamá, Panamá  
(507) 6674 5936

San Salvador, El Salvador  
(503) 2243 7419

Originadores y Ricorp Titularizadora, S.A. en su calidad de administradora del Fondo, será abierta en el Banco Administrador para que los flujos correspondientes al monto de la cuota mensual sean trasladados mediante una Orden Irrevocable de Pago (OIP). Los excedentes respecto a la cuota cedida, serán trasladados inmediatamente a la Cuenta Operativa de cada una de las sociedades cedentes.

Montos cedidos durante la emisión

Originadores	Meses					
	1 al 24		25 al 60		61 al 120	
DISZASA	\$ 136,800.00	76%	\$ 205,200.00	76%	\$ 316,312.00	76%
UDISA	\$ 21,600.00	12%	\$ 32,400.00	12%	\$ 49,944.00	12%
DISNA	\$ 21,600.00	12%	\$ 32,400.00	12%	\$ 49,944.00	12%
Total	\$ 180,000.00	100%	\$ 270,000.00	100%	\$ 416,200.00	100%

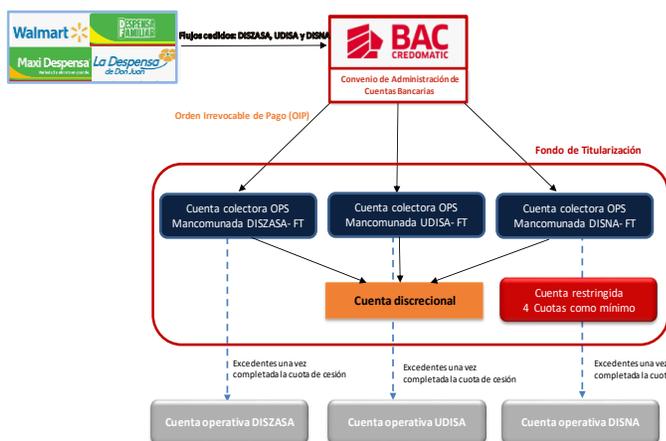
Fuente: Información proporcionada por Ricorp Titularizadora, S.A.

12. **Activo Subyacente.** Son los derechos sobre los flujos futuros derivados de los pagos que los supermercados realizan, en principio serán Calleja, S.A. de C.V y Operadora del Sur, S.A. de C.V. Estas son empresas de alta trayectoria en el país, el primero administra la cadena de supermercados más grandes del país (Super Selectos); mientras que el segundo administra la cadena supermercados Wall-Mart en El Salvador.

### 6.3 Estructura operativa de la transacción

El pagador principal es Operadora del Sur, S.A. de C.V. a través de sus líneas de supermercados, revistiendo importancia Walmart. Dichos flujos se concentran en las cuentas colectoras a través de sendas Órdenes Irrevocables de Pago (OIP).

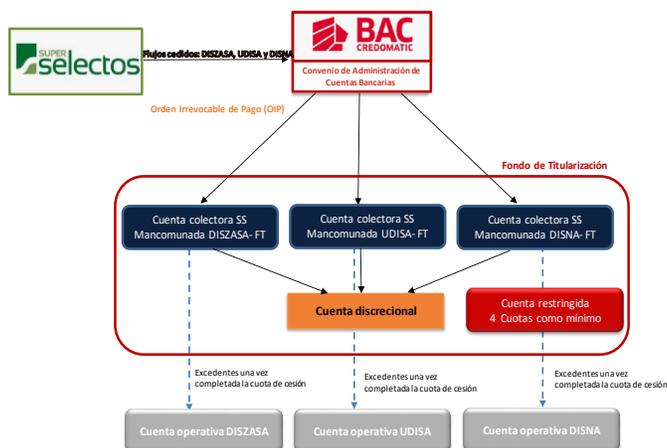
Pagador principal: Captura de Flujo



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

Como respaldo operativo adicional de la emisión, las sociedades cedieron el flujo de un segundo pagador, Calleja S.A. de C.V. a través de la cadena de supermercado Selectos. Dicho flujo también estará centralizado en cada una de las cuentas colectoras, los flujos derivados de las cuentas por cobrar de la cadena de supermercados Selectos estarán activas desde el principio de la transacción. Cabe señalar, que solo por instrucción y requerimiento de la Titularizadora se trasladarán los pagos del pagador de respaldo a la cuenta discrecional, estrictamente si al 25 de cada mes o el próximo día hábil, no se hayan completado los montos de cuotas de cesión con los flujos provenientes del pagador principal.

Pagador de respaldo: Captura de Flujo



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

### 6.4 Mejoras Crediticias

- Los fondos mantenidos en la cuenta restringida serán en un monto equivalente al menos al pago de las próximas cuatro cuotas de cesión, siendo inicialmente por el monto de US\$1,080,000.00.
- Exceso de flujo derivado de otras cuentas por cobrar a otros clientes.
- En caso de incumplimiento existe compromiso de fiador solidario entre cada uno de los originadores en los mismos términos y condiciones pactadas.

### 6.5 Condiciones especiales

Mantener válidas y vigentes las Instrucciones Irrevocables de Pago por cada Originador mientras no se haya liquidado el capital e intereses de la emisión de Valores de Titularización VTRTSD 01.

No promover acción alguna u omisión que provoque la caducidad anticipada o terminación de las relaciones con Operadora del Sur, S.A. de C.V o con Calleja, S.A. de C.V.

Dar cumplimiento a la regulación para la prevención del lavado de dinero y activos y del financiamiento al terrorismo.

## 6.6 Ratios de cumplimiento

**Deuda entre Patrimonio:** Esta relación financiera deberá de ser menor o igual a uno punto setenta y cinco veces y deberá cumplirse semestralmente en los meses de junio y diciembre.

**Deuda entre EBITDA:** Esta relación financiera deberá de ser menor o igual a nueve veces y deberá cumplirse semestralmente en los meses de junio y diciembre.

**Revisión de cumplimiento de las razones financieras:** El auditor externo de cada Originador será el encargado de certificar el cumplimiento de las razones financieras antes descritas. Únicamente la certificación correspondiente al treinta y uno de diciembre deberá emitirse con los estados financieros anuales auditados y remitirse a Ricorp Titularizadora, S.A. a más tardar al último día hábil de abril de todos los años comprendidos dentro del plazo de la cesión. La certificación al treinta de junio deberá remitirse a Ricorp Titularizadora, S.A. a más tardar el día quince de julio o el próximo día hábil de todos los años comprendido dentro del plazo de la cesión.

## 6.7 Eventos de pérdidas y amortización anticipada.

De producirse situaciones que impidan la generación de los Flujos Financieros Futuros de fondos proyectados y una vez agotados los recursos del Fondo de Titularización, los Tenedores de Valores deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones, sin perjuicio de exigir el cumplimiento de lo establecido en el Contrato de Cesión y de Titularización.

En caso de presentarse eventos que pongan en riesgo la generación de los Flujos Financieros Futuros de fondos cedidos especificados en el Contrato de Cesión y Titularización, corresponderá a los Tenedores de Valores decidir si se da una redención anticipada de los valores, para la cual será necesario el acuerdo tomado por la Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores. Cualquier saldo no cubierto con la liquidación del Fondo como

consecuencia de este acuerdo será asumido por los Tenedores de Valores.

A partir del quinto año de la emisión, los Valores de Titularización – Títulos de Deuda podrán ser redimidos total o parcialmente en forma anticipada, a un precio igual al cien por ciento del principal vigente de los títulos a redimir más sus intereses devengados y no pagados; con un pre aviso mínimo de 15 días de anticipación.

La redención anticipada de los valores podrá ser acordada únicamente por la Junta Directiva de Ricorp Titularizadora, S.A, pudiendo ser a solicitud de los Originadores o cualquiera de ellos sobre la porción que le corresponda, debiendo realizarse a través de CEDEVAL, S.A. de C.V. El Fondo de Titularización por medio de la Sociedad Titularizadora, deberá informar al Representante de Tenedores, a la Superintendencia del Sistema Financiero, a la Bolsa de Valores y a CEDEVAL, S.A. de C.V. con 15 días de anticipación. El monto de capital redimido dejará de devengar intereses desde la fecha fijada para su pago.

## 6.8 Procedimiento en caso de mora

Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones, se determina que no existen en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización, fondos suficientes para pagar en un cien por ciento el valor de la cuota de intereses y/o capital próxima siguiente, la Sociedad Titularizadora procederá a disponer de los fondos en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización, para realizar los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda.

Si los fondos depositados en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización no son suficientes para realizar el pago inmediato de la cuota de intereses y/o principal próxima siguiente de la presente emisión, se le notificará inmediatamente al Originador para que éste proceda a depositar en la Cuenta Discrecional los fondos faltantes y si no lo hace en los 10 días siguientes a la notificación, entonces habrá lugar a una situación de mora.

Dicha situación deberá ser comunicada al Representante de los Tenedores de los Valores de Titularización con el objetivo que convoque a una Junta General de Tenedores y se determinen los pasos a seguir. Asimismo, la Sociedad Titularizadora lo deberá informar inmediata y simultáneamente a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

## 6.9 Caducidad

La caducidad del plazo del que disponen las sociedades cedentes, en cualquiera de las cláusulas de caducidad del Contrato de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de Derechos sobre Flujos Financieros Futuros, las obligaciones a cargo de los originadores serán exigibles en su totalidad, enterando al Fondo, el saldo que a esa fecha se encuentre pendiente de enterar hasta completar el monto máximo de US\$39,012,000.00, quedan distribuidas de la siguiente manera.

DISZASA		UDISA		DISNA	
US\$29,959,200	76%	US\$4,730,400	12%	US\$4,730,400	12%

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

## 6.10 Procedimiento en caso de liquidación

En un escenario de proceso de liquidación del Fondo de Titularización, se deberá seguir el orden de prelación de pagos detallado en el Art. 70 de la Ley de Titularización de Activos, como sigue:

1. Deuda Tributaria.
2. Obligaciones a favor de tenedores de valores.
3. Otros saldos adeudados a terceros.
4. Comisiones por gestión a favor de la Titularizadora.

## 7. ANÁLISIS DE LOS ORIGINADORES

Las empresas cedentes pertenecen al Grupo Corporativo Zablah, dichas entidades tienen establecidas sus prácticas corporativas y de conducta basadas en un manejo íntegro, ético, coordinado y estructurado hacia sus grupos de interés. La máxima autoridad dentro de la estructura corresponde al Directorio. Sus miembros cuentan con un alto perfil profesional y con amplia trayectoria en el giro principal de cada uno de los originadores.

La evolución del Grupo se remonta a 1917, cuando la familia Zablah-Touche inició sus operaciones como una pequeña tienda de nombre Almacén J. Antonio Zablah. Luego en 1969, la Familia incursionó en el negocio de distribución y comercialización de diversos productos por medio de la empresa que hoy se conoce como Distribuidora Zablah, S.A. de C.V. (DISZASA). Actualmente, el Grupo cuenta con empresas ubicadas en diversos sectores económicos, y dentro de sus proyecciones esperan alcanzar US\$220.0 millones en ventas para el 2018.

Debido al objetivo común y directrices de Grupo, las empresas originadoras comparten políticas de control interno y Gobierno corporativo. Como es común en empresas corporativas familiares, se observan importantes espacios de mejora en la estructuración formal de un Gobierno Corporativo; evidenciado por la falta de códigos y reglamentos de Gobierno corporativo, conformación de Comités de riesgo, tecnología, ejercicios de plan estratégicos, entre otros. Sin embargo, hasta el momento no ha sido factor que limite la toma de decisiones y el negocio en marcha de las entidades cedentes. Si bien, existe experiencia comprobada de sus principales ejecutivos en el mercado objetivo, el fortalecimiento de un gobierno corporativo es factor clave para entidades de este tipo en largo plazo.

Los Originadores cuentan con los manuales siguientes: Manual de Prevención de Lavado de Dinero y Financiamiento al Terrorismo y Manuales de Políticas. Entre las políticas se destacan las de Recursos Humanos, Políticas de Finanzas, de Administración, Compras y de Ventas.

### 7.1 DISZASA

Empresa líder en la distribución y comercialización de productos de consumo masivo, caracterizada por la distribución de sus líneas de productos con marcas exclusivas tanto nacionales como internacionales. Su capacidad de almacenamiento, logística y red de distribución con cobertura en todo el país lo posicionan como una de las primeras opciones entre sus proveedores y clientes estratégicos. De las Sociedades cedentes, esta empresa es la que reviste una mayor relevancia, al concentrar cerca del 70% de los flujos que serán destinados al Fondo de titularización para los pagos del servicio de la deuda.

Dado la magnitud de la empresa y la diversidad de su productos, clientes y proveedores, DISZASA ha diseñado una estructura corporativa amplia. Actualmente cuenta con las siguientes gerencias: Auditoría Interna, Legal, Recursos Humanos, Gerencia de Ventas, también cuenta con tres direcciones: Dirección de Logística, de Administración y Finanzas, y Tecnología y Proyectos. Actualmente, DISZASA realiza importaciones desde Europa, Asia, Centro, Norte y Suramérica. Entre algunas de las marcas de renombre que distribuyen están: SC Johnson, Essity, Nivea BDF, Cargill, Pernod Ricard, E&J Gallo, Hersheys, BIC, etc.

La Entidad cuenta con 32,600 metros cuadrados de área de almacenaje (en seco 29,600 m<sup>2</sup> y refrigerado 3,000 m<sup>2</sup>); para

dar cobertura a 24,000 clientes efectivos en todo el país, lo diversificado de sus líneas de negocios les permite tener clientes de todos los canales de distribución entre estos: mayoreo (36.0%); Calleja S.A. (24.0%); Walmart (16%); ruteo (14.0%) y otros (10%).

DISZASA cuenta con 1,332 empleados, donde el 55.0% pertenece al área de ventas, 25.0% a logística, 14.0% a mercadeo y 6% a administración.

#### Distribuidora Zablah, S.A. de C.V.

Junta Directiva	
Jorge Alfonso Zablah Siri	Director Presidente
Rodrigo José Zablah Siri	Director Vicepresidente
Eduardo Antonio Zablah Hasbun	Director Secretario
Jorge José Zablah Hasbun	Primer Director Suplente
Gabriela Zablah Jiménez	Segundo Director Suplente
Paola García Zablah Siri	Tercer Director Suplente

Fuente: Información proporcionada por Ricorp Titularizadora, S.A.

### 7.2 DISNA

DISNA fue constituida el 24 de agosto de 1981 por la Familia Henríquez Cohen, su principal giro era realizar negocios de importación, y luego de distribución en el país. A lo largo de su trayectoria la empresa ha estado bajo la dirección y administración de otros propietarios entre estos: Familia Jaspersen y la familia Gutiérrez Bosch.

El 01 de noviembre de 2003, fue adquirida por Grupo Zablah con el objetivo de consolidar el proceso de expansión en la distribución y comercialización de productos en El Salvador. De acuerdo con los funcionarios, DISNA figura entre las primeras diez empresas proveedoras de mayor importancia en el canal de supermercados del país y en el canal tradicional, se ubica dentro de las primeras 12 a nivel nacional.

DISNA es una entidad de escala más pequeña comparado con DISZASA, aunque su modelo de negocios es similar al caracterizarse por la distribución y comercialización de productos de consumo masivo, distribución de líneas de productos con marcas exclusivas en su mayoría internacionales. La Entidad tiene una alta capacidad de almacenamiento para el tamaño de operaciones, logística y red de distribución con cobertura en todo el país, de las tres entidades cedentes es la única que tiene presencia en Honduras. Esta empresa concentrará cerca del 12% de los flujos que serán destinados al Fondo de titularización para los pagos del servicio de la deuda.

Con 169 empleados, la Entidad cuenta con 10,000 metros cuadrados de área de almacenaje en unión con UDISA; para dar cobertura a 9,500 clientes efectivos en todo el país. Dentro de los canales de distribución revisten mayor importancia: cadenas de supermercados y mayoreo, institucional y menor medida ruteo. Entre las marcas reconocidas cabe mencionar Mabesa, Riunite, Kraft-Heinz, Colombina, Madrigal, Ron Barceló y Evian.

#### Distribuidora Internacional, S.A. de C.V.

Junta Directiva	
Rodrigo José Zablah Siri	Director Presidente
Eduardo Antonio Zablah Hasbun	Director Vicepresidente
Jorge José Zablah Hasbún	Director Secretario
Jorge Alfonso Zablah Siri	Primer Director Suplente
Gabriela Zablah Jiménez	Segundo Director Suplente
Andrés Zablah Jiménez	Tercer Director Suplente

Fuente: Información proporcionada por Ricorp Titularizadora, S.A.

### 7.3 UDISA

UDI, S.A. de C.V. inició operaciones en el año 1990, lo cual la convierte en la sociedad originadora de más reciente constitución. Entró al mercado con la distribución de las marcas Quaker, Gatorade y L'Oreal; acción que le brindó posicionarse como un participante importante dentro de los distribuidores nacionales. En la actualidad, UDISA figura como una de las proveedoras más importantes en el canal de supermercados. A la fecha ha adicionado a su abanico de producto marcas de reconocimiento mundial, entre estas: Clorox, Pinesol y Vijosa.

UDISA también es de escala pequeña comparado con (DISZASA). Su modelo de negocios es similar al de las demás Sociedades y comparte una estructura matricial, objetivos, políticas y clientes similares debido al Grupo al que pertenecen, administrando marcas exclusivas y todas internacionales. La capacidad de almacenaje es alta comparado con el volumen de operaciones lo cual le brinda ventajas competitivas. Esta empresa concentrará cerca del 12% de los flujos que serán destinados al Fondo de titularización para los pagos del servicio de la deuda.

Con más de 1,000 clientes, la Entidad cuenta con 10,000 metros cuadrados de área de almacenaje en unión con DISNA. Dentro de los canales de distribución revisten mayor importancia: cadenas de supermercados y mayoreo, institucional y menor medida ruteo. UDISA cuenta con la colaboración de 79 empleados.

## Unión Distribuidora Nacional, S.A. de C.V.

### Junta Directiva

Rodrigo José Zablah Siri	Director Presidente
Eduardo Antonio Zablah Hasbun	Director Vicepresidente
Jorge José Zablah Hasbún	Director Secretario
Jorge Alfonso Zablah Siri	Primer Director Suplente
Gabriela Zablah Jiménez	Segundo Director Suplente
Andrés Zablah Jiménez	Tercer Director Suplente

Fuente: Información proporcionada por Ricorp Titularizadora, S.A.

## 8. ANÁLISIS FINANCIERO Y DE GESTIÓN

Los estados financieros a diciembre 2017 y 2018 del originador DISZASA, fueron auditados por la firma independiente KPMG, S.A. Los de DISNA y UDISA fueron auditados por la firma independiente Grant Thornton, Perez, Mejía Navas. Todos de conformidad con las Normas Internacionales de Auditoría (NIA). Los auditores emitieron opinión limpia. Los estados financieros fueron elaborados en base a las Normas Internacionales de Información Financiera para Pequeñas y Medianas Empresas (NIIF para PYMES). SCRiesgo, recibió información financiera adicional que en nuestra opinión es suficiente para soportar el análisis y emitir la clasificación de riesgo.

Todas las operaciones están denominadas en dólares estadounidenses, moneda que en El Salvador tiene curso legal irrestricto. Aunque DISZASA, DISNA y UDISA presentan una participación alta en comercio exterior, principalmente en la importación de mercancías que forman parte de su portafolio de productos, la moneda de las transacciones es en dólares estadounidenses. En consecuencia, las Entidades mantienen controlado el riesgo derivado de las fluctuaciones en el tipo de cambio y no muestra exposiciones en moneda extranjera que puedan afectar el patrimonio.

## 9. DISZASA

### 9.1 Estructura financiera

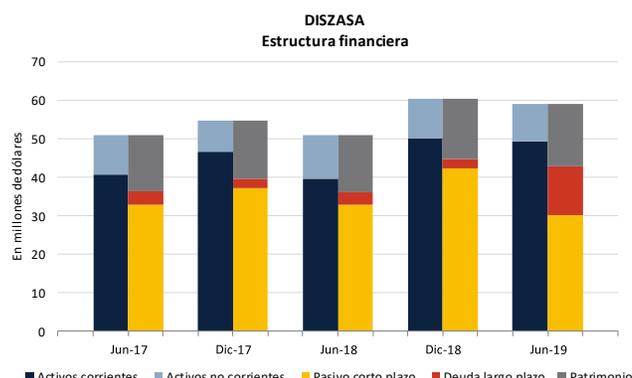
Con un total de US\$59.0 millones a junio de 2019, los activos totales de DISZASA crecieron en el orden del 16.0%, principalmente por el mayor dinamismo en las cuentas por cobrar cuya participación pasó de 28.7% a un 33.4% y las disponibilidades de 3.5% a 5.7%. El sector al que pertenece, continúa determinado por una creciente demanda de productos de consumo masivo en algunas líneas de negocios, una ligera tendencia a crecer en la capacidad de consumo en segmentos poblacionales de clase media y

altos niveles de competitividad. El modelo de negocios tiene fuertes ciclos estacionales durante el mes de diciembre, lo cual es propio del sector en el que operan las sociedades cedentes.

Por su parte, los pasivos acumularon un saldo de US\$42.8 millones, revistiendo importancia las cuentas por pagar comerciales (31.6%), documentos por pagar derivados de la titularización (30.7%) y préstamos bancarios de corto plazo (26.1%). La deuda bancaria se ha destinado a financiar requerimientos de capital de trabajo. Estratégicamente, el Originador obtuvo recursos en el mercado de valores utilizando el vehículo de la titularización de flujos futuros, condición que le permitió flexibilizar su deuda reconfigurando su pasivo, al sustituir deuda de corto plazo por largo plazo.

Los pasivos de corto plazo representaron el 51.3% del total del balance. El patrimonio exhibe una alta participación dentro de la estructura financiera (27.5%); exhibió un crecimiento del 10.4%, sobre el saldo a junio 2018 (US\$14.7 millones), favorecido por las mayores utilidades retenidas.

Conviene señalar que DISZASA ha mostrado dificultades para dar cumplimiento a ciertas condiciones financieras requeridas por algunos acreedores bancarios. De acuerdo con el informe auditado al 31 de diciembre de 2017 y el de 2018, la Entidad excedió su umbral de relación total deudas bancarias y nivel de deuda. Lo anterior genera desafíos futuros de cumplimiento de covenants ante la adquisición de deuda proveniente del mercado bursátil a través de la titularización.



Fuente: Estados financieros auditados e internos de DISZASA.

### 9.2 Liquidez y análisis de generación de flujos

Actualmente, la maduración de la deuda se concentra en el corto plazo y según las proyecciones ésta se desplazará hacia el largo plazo con la colocación total de los bonos

Página 10 de 19

#### Más información

[www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

#### Oficinas

Cartago, Costa Rica  
(506) 2552 5936

Ciudad Panamá, Panamá  
(507) 6674 5936

San Salvador, El Salvador  
(503) 2243 7419

vinculados a la titularización, condición que generará una mayor flexibilidad financiera para aliviar el pago del servicio de la deuda. Cabe señalar, que el mayor financiamiento estará limitado por el cumplimiento de covenants, los cuales restringen la contratación de deuda en función de dichos límites.

DISZASA continuará con su estrategia de crecimiento dentro de su mercado objetivo con la incorporación de nuevos productos y su potencial de cobertura a nivel nacional. No obstante, este Originador enfrenta desafíos debido a los altos niveles de competitividad en un mercado relativamente pequeño. La Entidad tiene el reto de gestionar adecuadamente sus inversiones de capital sin generar presiones temporales en las posiciones de liquidez y en sus *ratios* de apalancamiento.

Al cierre de junio 2019, los activos corrientes fueron de US\$49.3 millones y cubren en 1.6 veces la deuda a corto plazo, registrando una mejora respecto a lo observado en junio 2018 (1.2 veces). Sin embargo, este resultado se reduce al excluir los inventarios ubicándose en 1.0 veces, aunque muestra cambios favorables respecto a lo observado en su histórico reciente.

Por otra parte, el efectivo en caja y bancos presentó un saldo de US\$3.4 millones a junio 2019, los cuales representan el 5.7% de los activos totales y cubren en 11.2% los pasivos corrientes. Cabe señalar, que la Compañía cuenta con inversiones financieras de depósitos a plazo fijo por un valor de US\$1.8 millones; sin embargo, éste ha sido dado en garantía a una empresa aseguradora para respaldar cartas de crédito requeridas por algunos proveedores para la importación de mercancías, por lo cual no estaría disponible para cubrir otras necesidades de liquidez.

DISZASA: Indicadores de Liquidez					
	Jun-17	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
Activos corrientes / Pasivos corrientes	1.2	1.3	1.2	1.2	1.6
Liquidez ácida (x veces)	0.7	0.8	0.7	0.7	1.0
Efectivo / Pasivos corrientes	1.8%	1.4%	5.4%	0.9%	11.2%
Capital de trabajo neto*	7,685	9,315	6,584	7,758	18,981

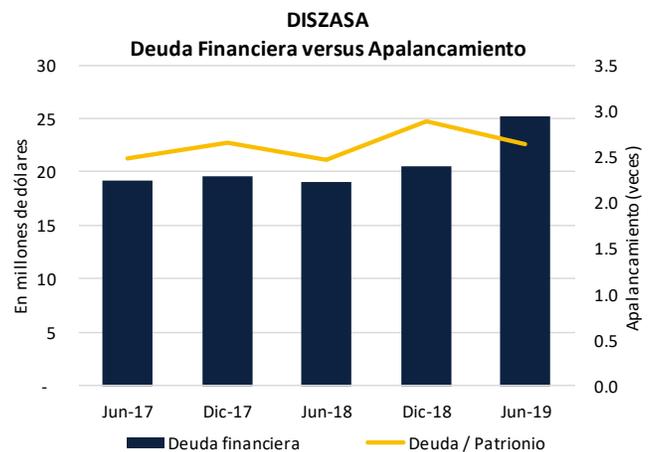
\* En miles de dólares

Fuente: Estados financieros auditados e internos de DISZASA.

### 9.3 Endeudamiento

Ante el desempeño de la deuda total de la Entidad, la gestión del riesgo de refinanciamiento se mantiene relativamente controlada. El 52.1% de la deuda corresponde al financiamiento obtenido en el mercado de valores a través de la titularización de flujos futuros, mientras que, el 47.9% proviene de préstamos bancarios de

corto plazo y es destinada a capital de trabajo. A junio 2019, los niveles de apalancamiento (pasivo / patrimonio) se ubicaron en 2.6 veces y no ha mostrado cambios significativos en el último año.



Fuente: Estados financieros auditados e internos de DISZASA.

A junio 2019, la deuda financiera cerró con US\$25.3 millones, mayor en 32.7% respecto a igual periodo de 2018; no obstante, los niveles de apalancamiento frente a la generación EBITDA disminuyeron, como resultado del mayor dinamismo en ventas que incremento el flujo EBITDA. En consecuencia, la deuda financiera bancaria cubrió en 5.6 veces el EBITDA a junio 2019 (junio 2018: 6.3 veces); mientras que, la deuda total a EBITDA cerró en 9.5 veces desde 12.0 veces un año antes.

DISZASA : Indicadores de endeudamiento					
	Jun-17	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
Pasivo / Patrimonio (veces)	2.5	2.7	2.5	2.9	2.6
Endeudamiento de C.P. / Patrimonio	2.2	2.5	2.2	2.7	1.9
Patrimonio / Activos	28.7%	27.4%	28.9%	25.7%	27.5%
Deuda financiera bancaria / EBITDA	5.9	6.0	6.3	7.8	5.6
Deuda / EBITDA	11.1	12.2	12.0	17.1	9.5
Activos / Patrimonio	3.5	3.7	3.5	3.9	3.6

Fuente: Estados financieros auditados e internos de DISZASA.

### 9.4 Indicadores de cobertura y calidad crediticia

Al finalizar el primer semestre del 2019, la utilidad operativa alcanzó US\$1.7 millones, expandiéndose interanualmente en 91.8%, explicado por la contención de los gastos operativos en 13.2% anual. Por su parte, los gastos financieros crecieron en 61.4% anual, resultado del incremento en el volumen de deuda financiera. En este sentido, la relación que mide el nivel de cobertura del EBIT a intereses pagados fue de 2.5 veces, aumentando frente al 2.1 veces de junio 2018.

Página 11 de 19

#### Más información

[www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

#### Oficinas

Cartago, Costa Rica  
(506) 2552 5936

Ciudad Panamá, Panamá  
(507) 6674 5936

San Salvador, El Salvador  
(503) 2243 7419

Los indicadores de cobertura han exhibido una mejora con el alargamiento en los plazos de deuda, debido a que cuenta con amortizaciones programadas de la deuda proveniente de la titularización generando mayor flexibilidad financiera.

DISZASA: Indicadores de coberturas					
	Jun-17	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
Deuda financiera bancaria/EBITDA	5.9	6.0	6.3	7.8	5.6
EBITDA / Gasto financiero	4.2	3.1	3.5	2.0	3.2
Cobertura EBIT/intereses	2.9	2.0	2.1	1.2	2.5
Deuda a corto plazo /EBITDA	10.0	11.4	10.9	16.1	6.7
Deuda largo plazo/EBITDA	1.1	0.8	1.1	1.0	2.8

Fuente: Estados financieros auditados e internos de DISZASA.

## 9.5 Indicadores de actividad

El indicador de rotación de cuentas por cobrar presentó una disminución respecto al año anterior al ubicarse en 7.6 veces (junio 2018: 8.1 veces), lo que significa que la empresa sostiene una mayor cantidad de cuentas por cobrar en relación a sus registros históricos. Las relaciones comerciales entre las compañías del Grupo, exhiben saldos moderados en las cuentas por cobrar y por pagar entre compañías relacionadas (7.1%).

A junio 2019, los inventarios acumularon un saldo de US\$18.7 millones, aumentando un 16.8% de forma interanual explicado por la estacionalidad propia de su modelo de negocios. Si bien, los inventarios muestran un mayor dinamismo, la rotación de inventarios mejoró al ubicarse en 6.0 veces (junio 2018: 5.7 veces). Cabe señalar, que la mayor parte de los inventarios se encuentra disponible para la venta y una parte residual está en tránsito. Las compras provienen tanto de proveedores extranjeros como de locales, teniendo una participación similar en el volumen.

DISZASA : Indicadores de Actividad					
	Jun-17	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
Rotación de inventario	5.9	5.2	5.7	5.0	6.0
Periodo medio de inventario	60.5	68.9	62.7	72.6	59.9
Rotación de CxC	8.0	7.0	8.1	6.4	7.6
Periodo medio cobro	45.1	51.7	44.2	56.2	47.7
Periodo medio de pago	47.4	61.1	55.0	68.2	48.9
Rotación Gtos. Admón.	40.7	13.3	41.2	14.2	46.4

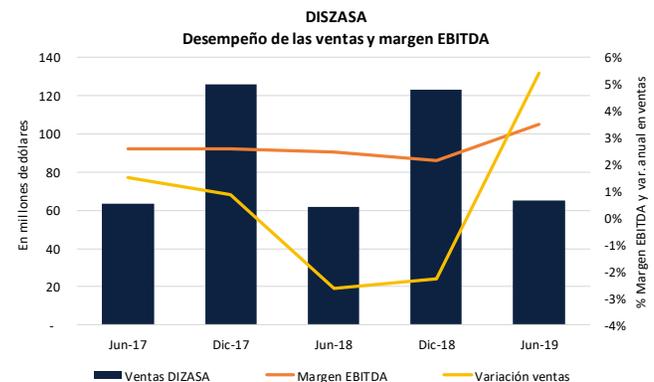
Fuente: Estados financieros auditados e internos de DISZASA.

## 9.6 Rentabilidad

Los ingresos totales de DISZASA consolidaron un saldo de US\$64.8 millones, reportando un crecimiento del orden del 5.4%. Por su parte, el costo de venta se incrementó en 8.6% anual; registrando una participación del 80.6% de los ingresos netos. El EBITDA presentó un aumento del 49.5%

respecto a junio 2018, totalizando US\$2.3 millones desde US\$1.5 millones, cabe señalar que esta condición se favoreció del alto volumen de ventas y la significativa reducción de los gastos operativos, beneficiando los indicadores de cobertura y rentabilidad. El *ratio* EBIT a ingresos totales se ubicó en 2.7% desde un 1.5% reportado en junio 2018.

En busca de la rentabilidad de sus activos y la diversificación de sus ingresos la Compañía arrienda bodegas para productos refrigerados y congelados a sus clientes principales donde se almacenan sus productos; dichos ingresos reportan una participación del 1.3% a junio 2019.



Fuente: Estados financieros auditados e internos de DISZASA.

A junio 2019, los gastos operativos representaron el 16.7% de los ingresos totales, declinando en 13.2% anual. Por su parte, la utilidad neta mostró un desplazamiento positivo del 119.8% para cerrar con un saldo de US\$747.6 mil, impactada principalmente por el mayor crecimiento de los ingresos fundamentales y la disminución de gastos operativos. Lo anterior, generó que el retorno sobre el patrimonio se ubique en 9.7% y el del activo 2.7% durante el periodo de análisis.

DISZASA: Indicadores de Rentabilidad					
	Jun-17	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
ROA	2.3%	2.1%	1.3%	2.0%	2.7%
ROE	8.0%	7.7%	4.6%	7.6%	9.7%
Margen EBITDA	2.6%	2.6%	2.5%	2.1%	3.5%
EBIT/Ingresos totales	1.8%	1.7%	1.5%	1.2%	2.7%
EBIT/Activos promedio	4.5%	3.9%	3.5%	2.7%	6.3%
Margen neto	0.9%	0.9%	0.6%	0.9%	1.2%

Fuente: Estados financieros auditados e internos de DISZASA.

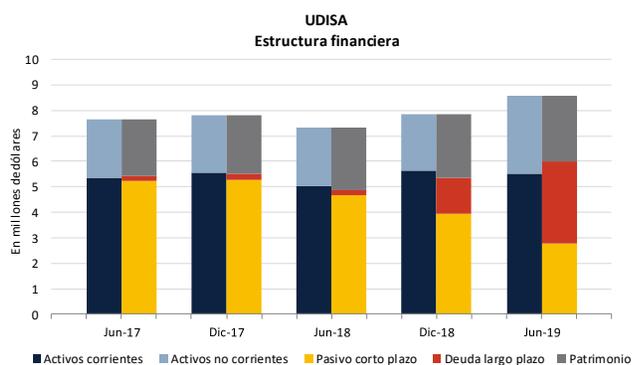
## 10. UDISA

### 10.1 Estructura financiera

A junio 2019, los activos totales registraron un saldo de US\$8.6 millones, mostrando un incremento interanual del 17.4% (junio 2018: -4.5%). Cuentas por cobrar (28.6%), inmuebles, mobiliario y equipo neto (29.8%) e inventario (21.6%), continúan como las cuentas más influyentes dentro de los activos. La Entidad tiene por actividad económica la distribución y comercialización de bienes de consumo y productos alimenticios, en consecuencia, está sujeta a ciclos estacionales que determinan sus niveles de inventarios e ingresos en ciertos períodos.

Las obligaciones totales acumularon un saldo de US\$6.0 millones, expandiéndose interanualmente en 22.7%, principalmente por la obtención de fondos en el mercado de valores a través del vehículo de la titularización de flujos futuros. Dentro de las cuentas más relevantes destacan la titularización (35.0%) los préstamos bancarios (30.0%) y cuentas por pagar (19.8%). Cabe señalar, que los préstamos bancarios son destinados para financiar capital de trabajo y en su totalidad son líneas rotativas de corto plazo.

Se señala como factor positivo, la alta participación de los recursos propios en la estructura de balance (30.3%), el cual se ha favorecido de la continua generación interna y de los aportes de capital social. A junio 2019, el patrimonio acumuló un saldo por US\$2.6 millones y mostró una expansión interanual del 6.6% en términos de un año. El capital social pagado representó el 71.1%, las utilidades acumuladas el 14.7% y las reservas de capital el 14.2%. UDISA muestra una adecuada generación interna de capital y políticas moderadas de distribución de dividendos, condición que ha permitido fortalecer su base patrimonial y seguir rentabilizando su estructura.



Fuente: Estados financieros auditados e internos de UDISA.

### 10.2 Liquidez y análisis de generación de flujos

Las disponibilidades en efectivo se han mantenido históricamente estrechas, debido a la previsibilidad de los pagos y la facilidad de crédito con empresas relacionadas. No obstante, a junio 2019, los niveles de liquidez se incrementaron como resultado del alto flujo de fondos que provino de la captación de recursos en el mercado de valores a través de la titularización, favoreciendo los indicadores de liquidez. Las cuentas de caja y bancos registraron un monto de US\$426.5 mil a junio 2019, el indicador que mide los niveles de efectivo a pasivos de corto plazo, mejoró al ubicarse en 15.3% desde el 0.4% de junio 2018. SCRiesgo considera que los indicadores se estabilizaran en la medida que los recursos captados se destinen a la finalidad con la cual fueron contratados de capital de trabajo y reestructuración de pasivos.

La sociedad presenta en su balance una cobertura de activos corrientes frente a pasivos circulantes de 2.0 veces (junio 2018: 1.1 veces). El capital de trabajo se ubicó en US\$2.7 millones a junio 2019; mientras que, la liquidez medida a través del *ratio* de liquidez ácida, registró 1.3 veces frente al 0.8 veces observado un año antes, ante la moderada participación de los inventarios en la estructura de balance.

UDISA: Indicadores de Liquidez					
	Jun-17	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
Activos corrientes / Pasivos corrientes	1.0	1.0	1.1	1.4	2.0
Liquidez ácida (x veces)	0.7	0.8	0.8	1.0	1.3
Efectivo / Pasivos corrientes	-1.2%	1.2%	0.4%	4.4%	15.3%
Capital de trabajo neto*	152.8	260.6	362.7	1,671.4	2,732.7

\* En miles de dólares

Fuente: Estados financieros auditados e internos de UDISA.

### 10.3 Endeudamiento

Los requerimientos de financiamiento de la Entidad han estado en función de las necesidades de capital de trabajo. La deuda financiera registró US\$3.9 millones a junio 2019, incrementándose interanualmente en 55.0%, impulsado por el flujo de fondos proveniente de la titularización. Lo anterior generó un incremento de los niveles de apalancamiento de la Entidad. La relación pasiva / patrimonio se ubicó en 2.3 veces desde 2.0 veces en junio 2018.

Cabe señalar, que antes de la titularización, la totalidad de la deuda financiera era de corto plazo, por lo que estratégicamente la Entidad obtuvo recursos en el mercado de valores, para lograr una mayor flexibilidad financiera, al

Página 13 de 19

#### Más información

[www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

#### Oficinas

Cartago, Costa Rica  
(506) 2552 5936

Ciudad Panamá, Panamá  
(507) 6674 5936

San Salvador, El Salvador  
(503) 2243 7419

sustituir deuda de corto plazo por largo plazo. A junio 2019, la deuda de corto plazo significó el 22.7% del total.

UDISA: Indicadores de endeudamiento					
	Jun-17	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
Pasivo / Patrimonio (veces)	2.42	2.39	2.00	2.15	2.30
Endeudamiento de C.P. / patrimonio	2.33	2.30	1.91	1.59	1.07
Patrimonio / Activos	29.2%	29.5%	33.3%	31.7%	30.3%
Deuda financiera bancaria / EBITDA	8.15	4.52	6.65	3.89	9.61
Deuda / EBITDA	17.44	9.70	12.32	8.30	14.80
Activos / patrimonio	3.42	3.39	3.00	3.15	3.30

Fuente: Estados financieros auditados e internos de UDISA.

## 10.4 Indicadores de cobertura y calidad crediticia

El indicador de deuda financiera bancaria sobre EBITDA reportó una desmejora al ubicarse en 9.6 veces, desde el 6.7 veces observado en junio 2018, influenciado por los mayores niveles de deuda contratados al cierre del primer semestre del 2019. Por otra parte, el crecimiento más que proporcional de los gastos financieros (+33.5%) frente al aumento de la utilidad de operación (+14.2%), contribuyó a que la relación que mide el nivel de cobertura del EBIT a intereses pagados disminuyera, ubicándose en 1.7 veces, desde 2.0 veces observado un año antes.

UDISA: Indicadores de Coberturas					
	Jun-17	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
Deuda financiera bancaria/EBITDA	8.2	4.5	6.7	3.9	9.6
EBITDA / Gasto financiero	1.9	3.5	2.3	3.2	1.7
Cobertura EBIT/intereses	1.7	3.2	2.0	3.0	1.7
Deuda a corto plazo / EBITDA	16.8	9.3	11.8	6.1	6.9
Deuda largo plazo/EBITDA	0.7	0.4	0.5	2.2	7.9

Fuente: Estados financieros auditados e internos de UDISA.

## 10.5 Rentabilidad

A junio 2019, el EBITDA presentó un desplazamiento positivo del 2.2% anual, totalizando US\$202.3 mil desde US\$197.9 mil. Los ingresos totales del Originador consolidaron un saldo de US\$6.8 millones, reportando una contracción del 0.9%. Por su parte, la utilidad operativa se expandió en 14.2% en términos de un año; explicado por un menor ritmo de crecimiento de los gastos operativos (-5.2%) y del costo de venta (-0.5%). Lo anterior, implicó que la rentabilidad medida por el margen EBITDA se ubicará en 3.0% desde un 2.6% reportado en junio 2018.

El costo de venta absorbió el 79.7% de los ingresos totales, mientras que los gastos operativos representaron el 17.4%. Por su parte, la utilidad neta sostuvo un crecimiento de 2.4%, para cerrar con un saldo de US\$157.5 mil. No obstante, ante el crecimiento más que proporcional de las

cuentas de balance (activo y patrimonio) frente a las utilidades, los indicadores de retorno sobre el patrimonio y el activo registraron una desmejora en relación a lo observado un año antes, 12.5% (junio 2018: 13.1%); y 4.0% (junio 2018: 4.1%); respectivamente.

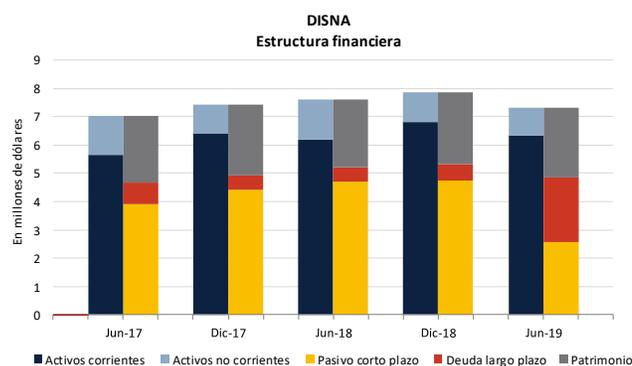
UDISA: Indicadores de Rentabilidad					
	Jun-17	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
ROA	3.4%	3.2%	4.1%	3.8%	4.0%
ROE	11.7%	10.4%	13.1%	12.3%	12.5%
Margen EBITDA	2.3%	4.2%	2.9%	4.8%	3.0%
EBIT/Ingresos totales	2.0%	3.9%	2.6%	4.4%	3.0%
EBIT/Activos promedio	3.6%	7.1%	4.7%	7.7%	5.1%
Margen neto	1.9%	1.8%	2.2%	2.2%	2.3%

Fuente: Estados financieros auditados e internos de UDISA.

## 11. DISNA, S.A.

### 11.1 Estructura financiera

A junio 2019, los activos totales registraron un saldo de US\$7.3 millones, mostrando una contracción interanual del 3.9% (junio 2018: +8.4%). Los inventarios (32.2%); cuentas por cobrar (34.6%); inversiones en asociadas (12.2%); y en menor medida cuentas por cobrar a partes relacionadas (11.9%), continúan como las cuentas más influyentes dentro de los activos.



Fuente: Estados financieros auditados e intermedios de DISNA.

Las obligaciones totales registraron un monto de US\$4.8 millones a junio 2019, disminuyendo interanualmente en 7.1%. Dentro de las cuentas más relevantes destacan la titularización (43.3%) y cuentas por pagar (36.8%). Cabe señalar, que el flujo de fondos obtenido con la titularización se utilizó para reestructurar pasivos, cancelando deuda bancaria de corto plazo y cuentas por pagar a compañías relacionadas. Lo anterior, le brinda una mayor flexibilidad financiera, al trasladar sus obligaciones a largo plazo.

A junio 2019, el patrimonio acumuló un saldo por US\$2.5 millones y mostró una expansión interanual del 2.9% en

Página 14 de 19

### Más información

[www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

### Oficinas

Cartago, Costa Rica  
(506) 2552 5936

Ciudad Panamá, Panamá  
(507) 6674 5936

San Salvador, El Salvador  
(503) 2243 7419

términos de un año. El capital social pagado representó el 89.3%, las utilidades acumuladas el 2.9% y las reservas de capital el 7.8%. El comportamiento del patrimonio ha estado en función de la capacidad de generación interna de la Compañía y se ha favorecido de una política conservadora de no distribución de dividendos en los últimos tres años.

## 11.2 Liquidez y análisis de generación de flujos.

La incursión en el mercado de valores a través de la figura de la titularización, generó una mejora en los niveles de liquidez del Originador, no obstante, se espera que se estabilicen conforme a su histórico al destinar fondos líquidos al propósito para el cual fueron contratados, capital de trabajo y reestructuración de pasivos.

La cobertura de activos corrientes frente a pasivos circulantes se ubicó en 2.5 veces (junio 2018: 1.3 veces). El capital de trabajo fue de US\$3.8 millones a junio 2019. Por otra parte, la liquidez medida a través del indicador de liquidez ácida, registró 1.6 veces frente al 0.7 veces observado un año antes, ante la alta participación de los inventarios en la estructura de balance.

DISNA: Liquidez y flujos del periodo					
	Jun-17	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
Activos corrientes / Pasivos corrientes	1.5	1.4	1.3	1.4	2.5
Liquidez ácida (x veces)	0.9	1.1	0.7	1.0	1.6
Efectivo / Pasivos corrientes	-1.5%	0.6%	-0.3%	3.1%	12.4%
Capital de trabajo neto*	1,762	1,978	1,469	2,087	3,783

\*En miles de dólares

Fuente: Estados financieros auditados e intermedios de DISNA.

## 11.3 Endeudamiento

Las cuentas por pagar a proveedores registraron un saldo por US\$1.8 millones, exhibiendo un crecimiento del orden del 13.1%. Lo anterior, estuvo en función de los requerimientos de capital de trabajo. Las cuentas por pagar a partes relacionadas disminuyeron a una tasa anual del 53.1%, resultado de la estrategia de estructuración de pasivos, acumulando un saldo de US\$424.1 mil.

La deuda financiera registró US\$2.4 millones a junio 2019, mostrando un incremento del 14.7% anual. Estratégicamente, la Entidad obtuvo recursos en el mercado de valores utilizando el vehículo de la titularización de flujos futuros, condición que le permitió una mayor flexibilidad financiera, al sustituir deuda de corto plazo por largo plazo. A junio 2019, el 9.9% de la deuda financiera es de corto plazo y el 90.1% es de largo plazo.

La disminución de la deuda global (+7.1%) generó que el apalancamiento simple (pasivo/patrimonio) fuera menor (1.9 veces) a la observado en junio 2018 (2.2 veces).

DISNA: Indicadores de endeudamiento					
	Jun-17	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
Pasivo / Patrimonio (veces)	2.0	2.0	2.2	2.1	1.9
Endeudamiento de C.P./patrimonio	1.6	1.8	2.0	1.9	1.0
Patrimonio / Activos	33.8%	33.8%	31.7%	32.1%	33.9%
Deuda financiera bancaria/EBITDA	14.0	5.7	11.8	6.8	12.9
Deuda / EBITDA	28.5	13.6	30.4	17.5	25.8
Activos / patrimonio	3.0	3.0	3.2	3.1	2.9

Fuente: Estados financieros auditados e intermedios de DISNA.

## 11.4 Indicadores de cobertura y calidad crediticia

Los indicadores de endeudamiento y cobertura de intereses mostraron una ligera desmejora a junio 2019, debido a que la deuda financiera registró un incremento superior (+14.7%) al crecimiento observado en la generación EBITDA (+9.6%). En consecuencia, el indicador de apalancamiento (deuda financiera a EBITDA) mostró un desplazamiento negativo al pasar a 12.9 veces, desde 11.8 veces en el lapso de un año. Es importante mencionar, que este indicador resulta alto durante el primer semestre del año y llega a niveles administrables hasta el cierre de cada año (diciembre 2018: 6.8 veces), debido a los ciclos estacionales que determinan sus niveles de ingresos en ciertos períodos, siendo el mes de diciembre el más alto.

La generación EBITDA, cubre el monto de intereses incurrido en 1.1 veces, desmejorando en relación a lo observado en junio 2018 (1.5 veces). Mientras que, el indicador que mide la relación (EBIT/Intereses) registró un indicador igual al reportado un año antes (1.1 veces).

DISNA : indicadores de coberturas					
	Jun-17	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
Deuda financiera bancaria/EBITDA	14.0	5.7	11.8	6.8	12.9
EBITDA / Gasto financiero	1.3	2.5	1.5	2.5	1.1
Cobertura EBIT/intereses	1.1	2.4	1.1	2.5	1.1
Deuda a corto plazo / EBITDA	23.9	12.2	27.6	15.5	13.6
Deuda largo plazo/EBITDA	4.6	1.4	2.9	1.9	12.2

Fuente: Estados financieros auditados e intermedios de DISNA.

## 11.5 Rentabilidad

Las ventas se expandieron interanualmente en 2.9% (junio 2018: +8.3%), acumulando un saldo de US\$9.1 millones, US\$257.6 mil más que junio 2018. El costo de venta aumentó en 3.4% en relación a la base acumulada un año antes y los gastos operativos se contrajeron interanualmente en 0.4%. Lo anterior permitió que la

Página 15 de 19

### Más información

[www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

### Oficinas

Cartago, Costa Rica  
(506) 2552 5936

Ciudad Panamá, Panamá  
(507) 6674 5936

San Salvador, El Salvador  
(503) 2243 7419

utilidad operativa se desplazará a una tasa anual del 47.4%, acumulando un saldo de US\$93.8 mil.

El costo de venta absorbió el 78.4% de los ingresos totales, mientras que los gastos operativos representaron el 20.6%. El margen EBITDA se situó en 1.0%, igual al reportado en junio 2018. Mientras que, el retorno sobre el patrimonio y el activo mostraron una mejora en relación a lo observado un año antes, 2.0% (junio 2018: 0.9%); y 0.7% (junio 2018: 0.3%); respectivamente.

DISNA: Indicadores de Rentabilidad					
	Jun-17	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
ROA	0.3%	1.7%	0.3%	1.6%	0.7%
ROE	0.8%	5.1%	0.9%	4.9%	2.0%
Margen EBITDA	1.0%	2.1%	1.0%	1.6%	1.0%
EBIT/Ingresos totales	0.9%	1.9%	0.7%	1.6%	1.0%
EBIT/Activos promedio	2.0%	4.6%	1.7%	4.0%	2.5%
Margen neto	0.1%	0.7%	0.1%	0.6%	0.3%

Fuente: Estados financieros auditados e intermedios de DISNA.

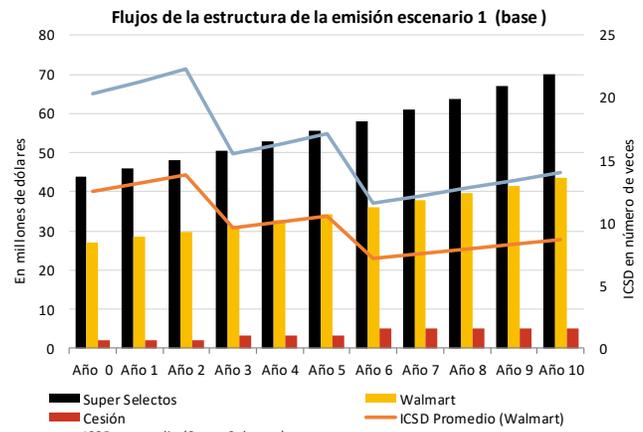
## 12. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

SCRiesgo aplicó diversos escenarios crediticios simulando niveles de estrés económicos y financieros para asignar su calificación. En tal contexto, se realiza un análisis de la suficiencia de los flujos durante la vida de la transacción para garantizar el pago en tiempo y forma del servicio de la deuda. Para la transacción objeto de este informe, se tomó en cuenta el comportamiento del flujo histórico de las cuentas por cobrar derivadas de las ventas efectuadas a Operadora del Sur, S.A. de C.V. y a Calleja, S.A. de C.V. La estructura se sometió a diferentes escenarios de estrés por variables económicas para mostrar su desempeño.

### Escenario 1:

El escenario base contempló las siguientes variables: la tasa de crecimiento anual de 1.5% en los niveles de flujo cedidos tanto para Operadora del Sur, S.A. de C.V. y Calleja, S.A. de C.V. en línea con los volúmenes registrados históricamente. Asimismo, se consideró un escenario de las ventas proyectadas con un crecimiento del promedio de 1.5% durante toda la vida de la emisión.

La relación de ingresos totales a monto de cesión presenta una cobertura de 80.1 veces al inicio de la transacción (Año 1). En la medida que la cesión aumenta el indicador disminuye gradualmente hasta finalizar el año en 53.7 veces. Por su parte, ICSD Promedio (Walmart), se ubica en 12.6 veces en el año 1, hasta finalizar en 8.7 veces. Mientras que el ICSD promedio (Super Selectos) se ubica en 20.3 veces hasta finalizar en 14.0 veces.



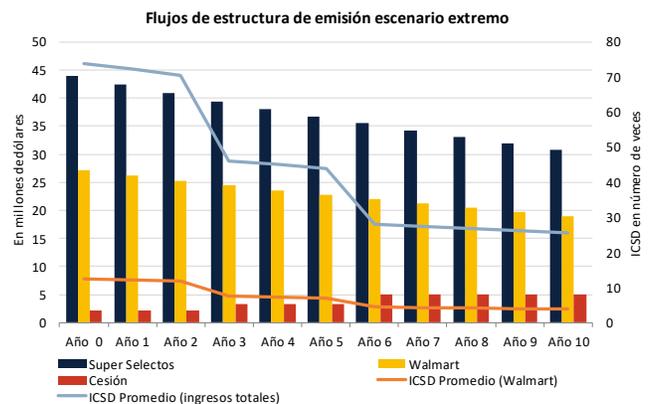
Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

Variables	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
ICSD Promedio (Ingresos totales)	80.1	84.1	58.9	61.8	64.9	44.2	46.4	48.7	51.2	53.7
ICSD promedio (Super Selectos)	21.3	22.3	15.6	16.3	17.1	11.6	12.2	12.8	13.4	14.0
ICSD Promedio (Walmart)	13.2	13.8	9.6	10.1	10.6	7.2	7.6	7.9	8.3	8.7
Cesión/Ingresos totales	1.2%	1.2%	1.7%	1.6%	1.5%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

### Escenario Extremo

El escenario extremo supone una caída constante en el volumen de ventas del 2.2% y del 3.5% en los niveles de flujo cedidos tanto para Operadora del Sur, S.A. de C.V. y Calleja, S.A. de C.V.



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

El escenario reproduce una caída constante en la relación de ingresos totales a monto de la cesión, iniciando con una cobertura del 74.6 veces al inicio de la transacción y cae hasta un 26.4 veces en el año 10. Por su parte, el ICSD Promedio (Walmart), se ubica en 12.1 veces en el año 1, hasta finalizar en 3.8 veces. Mientras que el ICSD promedio (Super Selectos) se ubica en 19.6 veces hasta finalizar en 6.2 veces.

Variables	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
ICSD Promedio (ingresos totales)	74.6	73.0	47.6	46.5	45.5	28.9	28.2	27.6	27.0	26.4
ICSD promedio (Super Selectos)	19.6	18.9	12.2	11.7	11.3	7.1	6.8	6.6	6.4	6.2
ICSD Promedio (Walmart)	12.1	11.7	7.5	7.3	7.0	4.4	4.2	4.1	3.9	3.8
Cesión/ingresos totales	1.3%	1.4%	2.1%	2.1%	2.2%	3.5%	3.5%	3.6%	3.7%	3.8%

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

SCRiesgo da clasificación de riesgo a este emisor desde el año 2018. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de clasificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no

considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía.

“SCRiesgo considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis.”

“La clasificación expresa una opinión independiente sobre la capacidad de la entidad calificada de administrar riesgos”

## ANEXO 1

### Distribuidora Zablah, S.A. de C.V

<b>DIZASA</b>					
<b>Balance general (En dólares)</b>	<b>Jun-17</b>	<b>Dic-17</b>	<b>Jun-18</b>	<b>Dic-18</b>	<b>Jun-19</b>
Activo Circulante	40,579,994	46,504,297	39,552,115	50,067,858	49,257,600
Activo No Circulante	10,474,453	8,179,673	11,369,641	10,316,556	9,791,400
<b>Activo</b>	<b>51,054,447</b>	<b>54,683,970</b>	<b>50,921,756</b>	<b>60,384,414</b>	<b>59,049,000</b>
Pasivo Circulante	32,894,765	37,189,225	32,968,156	42,310,036	30,277,100
Pasivo No Circulante	3,516,969	2,519,609	3,238,332	2,534,691	12,522,000
Pasivo	36,411,734	39,708,834	36,206,488	44,844,727	42,799,100
Patrimonio	14,642,619	14,975,136	14,715,274	15,539,687	16,249,700
<b>Pasivo + Capital</b>	<b>51,054,353</b>	<b>54,683,970</b>	<b>50,921,762</b>	<b>60,384,414</b>	<b>59,048,800</b>
<b>DIZASA</b>					
<b>Estados de Resultado (En dólares)</b>	<b>Jun-17</b>	<b>Dic-17</b>	<b>Jun-18</b>	<b>Dic-18</b>	<b>Jun-19</b>
Ventas netas	63,177,400	125,974,470	61,520,800	123,086,433	64,846,800
Costos y gastos	62,042,100	123,842,642	60,620,800	121,557,173	63,121,000
Utilidad operativa	1,135,300	2,131,828	900,000	1,529,260	1,725,800
Otros Gastos/Ingresos	-253,500	-285,759	-388,461	115,912	-476,700
Utilidad antes de impuestos	881,800	1,846,069	511,539	1,645,172	1,249,100
Impuestos	264,540	621,067	153,492	399,016	374,800
Contribución especial para la seguridad	30,863	78,789	17,907	81,605	39,300
<b>Utilidad Neta</b>	<b>586,397</b>	<b>1,146,213</b>	<b>340,140</b>	<b>1,164,551</b>	<b>747,600</b>

### Unión Distribuidora Internacional S.A. de C.V.

<b>UDISA</b>					
<b>Balance general (En dólares)</b>	<b>Jun-17</b>	<b>Dic-17</b>	<b>Jun-18</b>	<b>Dic-18</b>	<b>Jun-19</b>
Activo Circulante	5,365,524	5,549,427	5,023,667	5,625,507	5,521,900
Activo No Circulante	2,296,848	2,253,064	2,293,661	2,219,085	3,066,100
<b>Activo</b>	<b>7,662,372</b>	<b>7,802,491</b>	<b>7,317,328</b>	<b>7,844,592</b>	<b>8,588,000</b>
Pasivo Circulante	5,212,761	5,288,843	4,660,944	3,954,116	2,789,200
Pasivo No Circulante	209,368	213,293	217,219	1,400,263	3,198,600
Pasivo	5,422,129	5,502,136	4,878,163	5,354,379	5,987,800
Patrimonio	2,240,242	2,300,355	2,439,165	2,490,213	2,600,200
<b>Pasivo + Capital</b>	<b>7,662,372</b>	<b>7,802,491</b>	<b>7,317,328</b>	<b>7,844,592</b>	<b>8,588,000</b>
<b>UDISA</b>					
<b>Estados de Resultado (En dólares)</b>	<b>Jun-17</b>	<b>Dic-17</b>	<b>Jun-18</b>	<b>Dic-18</b>	<b>Jun-19</b>
Ventas netas	6,735,028	13,486,618	6,867,274	13,559,360	6,802,700
Costos y gastos	6,597,213	12,955,976	6,690,201	12,956,727	6,600,400
Utilidad de Operación	137,815	530,642	177,073	602,633	202,300
Otros gastos/Ingresos	66,388	-148,978	66,999	-186,080	47,700
Utilidad antes de impuestos	204,203	381,664	244,073	416,553	250,000
Reserva legal	14,294	28,131	17,085	0	17,500
Impuestos	61,261	117,348	73,222	121,432	75,000
<b>Utilidad Neta</b>	<b>128,648</b>	<b>236,185</b>	<b>153,766</b>	<b>295,121</b>	<b>157,500</b>

### Distribuidora Nacional, S.A de C.V.

<b>DISNA</b>					
<b>Balance general (En dólares)</b>	<b>Jun-17</b>	<b>Dic-17</b>	<b>Jun-18</b>	<b>Dic-18</b>	<b>Jun-19</b>
Activo Circulante	5,665,616	6,397,570	6,185,281	6,819,762	6,336,700
Activo No Circulante	1,367,320	1,015,398	1,435,315	1,023,570	985,400
<b>Activo</b>	<b>7,032,935</b>	<b>7,412,968</b>	<b>7,620,596</b>	<b>7,843,332</b>	<b>7,322,100</b>
Pasivo Circulante	3,903,205	4,419,985	4,715,977	4,733,204	2,554,200
Pasivo No Circulante	750,063	489,155	489,124	589,445	2,282,500
Pasivo	4,653,268	4,909,140	5,205,101	5,322,649	4,836,700
Patrimonio	2,379,626	2,503,828	2,415,493	2,520,683	2,485,400
<b>Pasivo + Capital</b>	<b>7,032,894</b>	<b>7,412,968</b>	<b>7,620,595</b>	<b>7,843,332</b>	<b>7,322,100</b>
<b>DISNA</b>					
<b>Estados de Resultado (En dólares)</b>	<b>Jun-17</b>	<b>Dic-17</b>	<b>Jun-18</b>	<b>Dic-18</b>	<b>Jun-19</b>
Ventas netas	8,122,107	17,444,460	8,793,866	19,040,434	9,051,500
Costos y gastos	8,051,727	17,107,456	8,730,223	18,735,561	8,957,700
Utilidad de Operación	70,380	337,004	63,643	304,873	93,800
Otros gastos/Ingresos	-56,260	-133,608	-46,713	-105,308	-69,100
Utilidad antes de impuestos	14,120	203,396	16,930	199,565	24,700
Reserva legal	988	13,743	1,185	0	0
Impuestos	3,939	65,075	4,723	77,445	0
<b>Utilidad Neta</b>	<b>9,192</b>	<b>124,578</b>	<b>11,021</b>	<b>122,120</b>	<b>24,700</b>

## ANEXO 2

Concepto	Monto US\$	Interés	Tasa de interés	Fecha de colocación	Fecha de vencimiento	Plazo
Tramo 1	13,580,000.00	fija	7.4%	21/3/2019	22/3/2029	10 años
Tramo 2	3,650,000.00	fija	6.5%	21/3/2019	22/3/2024	5 años
Tramo 3	212,000.00	fija	7.4%	7/6/2019	22/3/2029	10 años
Tramo 4	7,270,000.00	fija	7.4%	17/9/2019	22/3/2029	10 años
<b>Total Colocado</b>	<b>24,712,000.00</b>					
<b>Monto autorizado</b>	<b>25,000,000.00</b>					