

FONDO DE TITULARIZACIÓN RICORP TITULARIZADORA SOCIEDADES DISTRIBUIDORAS CERO UNO

Informe de mantenimiento de clasificación de riesgo

Sesión Ordinaria: N° 6062020 del 20 de abril de 2020.

Fecha de ratificación: 30 de abril del 2020.

Información Financiera: auditada al 31 diciembre de 2019.

Contactos: Claudia Córdova Larios
 Marco Orantes Mancía

Analista Senior ccordova@scriesgo.com
 Analista Senior 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 en adelante el Fondo, con información financiera auditada al 31 de diciembre 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 otorgada¹:

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 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 cumplimientos que contractualmente se vuelven compromisos para los Originadores, generando seguridad en la estructura del Fondo.

“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.”

¹ El detalle de toda la escala de clasificación que utiliza la Clasificadora podrá ser consultado en nuestra página 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

- La emergencia COVID-19 generará efectos negativos en la economía y un entorno operativo retador. 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 colocado	US\$25,000,000.0

Página 2 de 18

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Cartago, Costa Rica
(506) 2552 5936

Ciudad Panamá, Panamá
(507) 6674 5936

San Salvador, El Salvador
(503) 2243 7419

Tramos	Tramo 1 por US\$13,580,000.0 Tramo 2 por US\$3,650,000.0 Tramo 3 por US\$500,000.0 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

Los efectos negativos por el brote del nuevo Coronavirus contraerán el crecimiento económico mundial, generando una desaceleración significativa de las materias primas y bienes de consumo. Esta situación traerá incidencias negativas en las economías emergentes; principalmente en los sectores financieros, turismo, servicios, transporte, y sus subsectores. Lo anterior impone condiciones adversas para las proyecciones de crecimiento estimadas inicialmente para El Salvador. Las disposiciones tomadas por el Gobierno con el propósito de minimizar los contagios por COVID-19, tendrá afectaciones en el desempeño de los sectores de construcción, financiero, servicios, inmobiliario, hoteles y restaurantes, estimando que su reactivación podría ser lenta ante una prolongación de la pandemia.

La crisis inicia en un contexto en que El Salvador mostraba signos de recuperación en el clima de inversión, derivado de los esfuerzos del Gobierno por fortalecer las relaciones con mercados desarrollados, la simplificación de trámites de comercio transfronterizos, factibilidad de negocios y combate a la criminalidad.

Durante el 2019, el país continuó diversificando la matriz energética, principalmente en proyectos de energía renovable como la construcción de la planta solar Capella

(140MW), planta solar Bósforo (100MW) y el avance en la planta de energía a base de gas natural licuado con capacidad de 378MW, que está siendo desarrollado por la empresa Energía del Pacífico y la firma Quantum de El Salvador, entre otros inversores privados. Se continuaron con los proyectos para mejorar el sistema de red de carreteras como parte del Plan Maestro del Corredor Oeste, que permitirá interconectar el nuevo Bypass de Santa Ana y Sonsonate con el Puerto de Acajutla, así también el Bypass de San Miguel y La Libertad, lo que vendría a dinamizar los cruces fronterizos.

La tensión política entre el ejecutivo y el parlamento continúa como uno de los principales factores críticos ante la crisis del nuevo coronavirus, por lo que llegar a acuerdos que permitan una rápida reactivación de la economía es de especial atención ante la limitante de diálogo.

4.2 Producción nacional

El crecimiento económico se ubicó en 2.3% al cierre de 2019, y su expansión para el 2020 se estimaba entre el rango del 2.3% al 2.7%. No obstante, producto de la crisis por el nuevo coronavirus y sus efectos en la economía global, el Banco Central de Reserva (BCR), se encuentra analizando los impactos en la actividad económica y el gasto del país a efecto de ajustar sus proyecciones a las realidades actuales y futuras. De acuerdo, con el organismo la contracción podría ser superior a la materializada en la crisis del 2009, ubicándose en un rango del -2.0% al -4.0%.

4.3 Finanzas Públicas

El déficit fiscal del Gobierno Central a 2019 registró un 2.9% del PIB a precios corrientes (diciembre 2018: 2.5%), el cual podría alcanzar porcentaje entre el 5.0% y el 7.0% debido a la crisis. La deuda pública total representó el 73.8% del PIB a diciembre 2019, y se estima pueda presionarse aún más debido a los recursos demandados por la emergencia del COVID-19. Para enfrentar la crisis, el Gobierno construye un hospital cuya inversión será de US\$70.0 millones, mientras que US\$450.0 millones serán utilizados para beneficiar con un bono de \$300.00 a 1.5 millones de hogares, además se aprobó buscar financiamiento por US\$2,000 millones que representa el 7.3% del PIB.

4.4 Comercio Exterior

A diciembre 2019, las exportaciones registraron un saldo de US\$5,943.3 millones, mostrando un incremento de apenas 0.7% con respecto a 2018. Lo anterior se debe al bajo

desempeño de las actividades de maquila y de industria manufacturera. Las importaciones alcanzaron US\$12,017.6 millones, con un crecimiento de 1.6% (US\$187.8 millones) en el periodo de un año. Los sectores que mostraron un mayor dinamismo fueron: agricultura y ganadería (+10.8%); suministro de electricidad (+5.7%) e industrias manufactureras de maquila (+1.2%).

4.5 Inversión Extranjera Directa

El Gobierno ha realizado esfuerzos por crear alianzas con inversores estratégicos y mejorar el entorno de negocios; sin embargo, continúa como uno de los países de la región centroamericana con menor captación de inversión. La criminalidad y la dificultad de consensos entre el órgano legislativo y ejecutivo imprimen incertidumbre entre los inversionistas. De acuerdo con datos preliminares del Banco Central de Reserva (BCR), la IED acumuló un valor neto de US\$456.3 millones a septiembre 2019, menor en US\$94.7 millones (-17.2%); que hace un año.

4.6 Remesas Familiares

Al cierre de 2019, el flujo de remesas continúa creciendo, pero a un ritmo menos acelerado en comparación con los últimos dos años. Según datos publicados por el BCR, la tasa de crecimiento interanual de las remesas familiares fue del 4.8%, acumulando US\$5,649.0 millones, cifra superior en US\$258.2 millones a la registrada en 2018. Estas transferencias son particularmente vulnerables a los efectos negativos en la economía de EEUU. La problemática del nuevo coronavirus que acusa la enfermedad COVID-19, generará incidencias significativas en la productividad de dicho país afectando el mercado laboral, lo cual derivará en un mayor riesgo en la dinámica del flujo de remesas.

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. Perteneció 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:

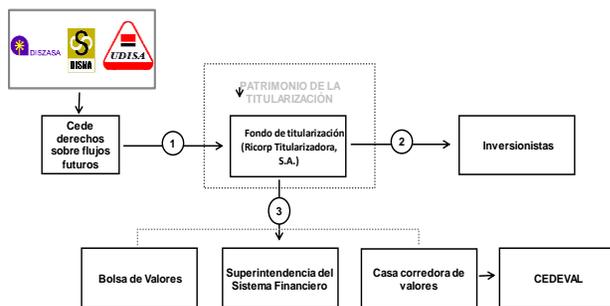
- La administración integral de riesgos por medio de un Comité de Riesgos, que incluye la identificación, evaluación, medición y mitigación de los riesgos.
- El cumplimiento de políticas de ética y conducta por medio de un Comité de Ética y Conducta.
- La verificación del control interno y cumplimiento 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

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.

Originadores: UDISA, DISZASA y DISNA, empresas de comercialización de productos de consumo masivo.

Emisor: Ricorp Titularizadora a cargo del FTRTSD01.

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.

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.

Banco Colector: Banco de América Central, S.A.

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).

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.

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.

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.

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 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.

Página 5 de 18

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Cartago, Costa Rica
(506) 2552 5936

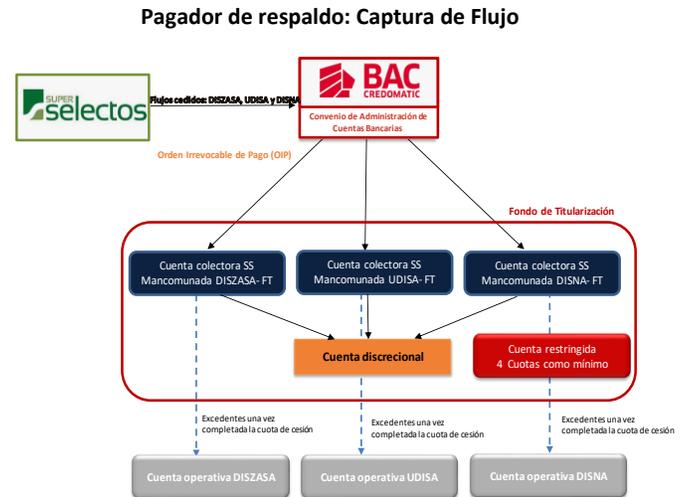
Ciudad Panamá, Panamá
(507) 6674 5936

San Salvador, El Salvador
(503) 2243 7419

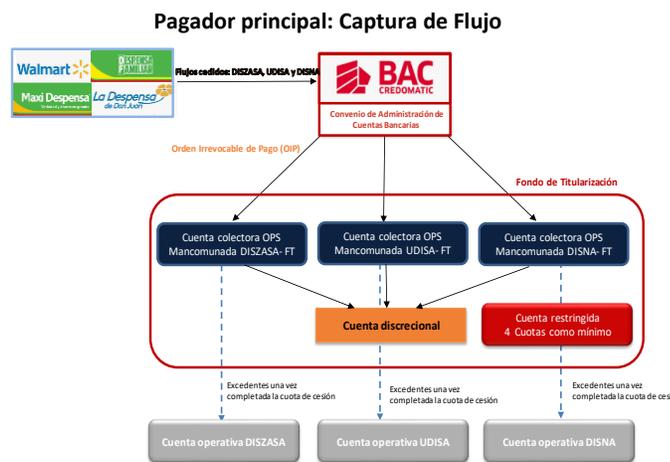
Activo Subyacente. Son los derechos sobre los flujos futuros derivados de los pagos que los supermercados realizan, en principio serán Calleja, S.A. de C.V. y Operadora del Sur, S.A. de C.V. Estas son empresas de alta trayectoria en el país, el primero administra la cadena de supermercados más grandes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



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.



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.

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 bancaria 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 bancaria entre EBITDA: Esta relación financiera deberá de ser menor o igual a siete punto setenta y cinco 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). El Grupo cuenta con empresas ubicadas en diversos sectores económicos.

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 sus 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 m² y refrigerado 3,000 m²); 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 6.0% 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: 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: 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 74 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: Ricorp Titularizadora, S.A.

8. ANÁLISIS FINANCIERO Y DE GESTIÓN

Los estados financieros a diciembre 2018 y 2019 de los originadores DISZASA, DISNA y UDISA fueron auditados por una firma de auditores independientes. 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

Página 9 de 18

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Cartago, Costa Rica
(506) 2552 5936

Ciudad Panamá, Panamá
(507) 6674 5936

San Salvador, El Salvador
(503) 2243 7419

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

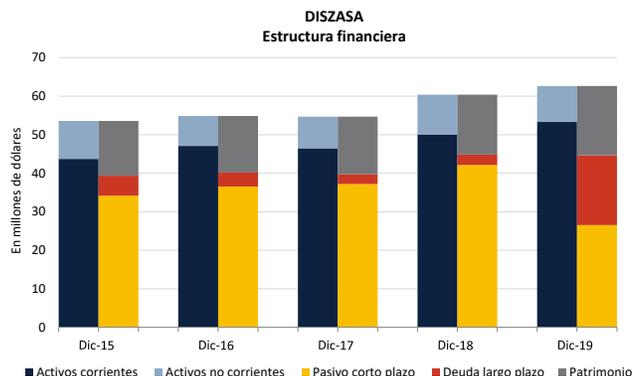
9.1 Estructura financiera

Los activos totales reportaron un saldo de US\$62.7 millones al finalizar el 2019, exhibiendo una tasa anual de crecimiento del 3.8% (diciembre 2018: +10.4%), principalmente por el incremento de las cuentas por cobrar a compañías relacionadas y otras cuentas por cobrar por las cuatro cuotas de cesión depositadas en la cuenta restringida del fondo de titularización, equivalente a US\$1.2 millones. Los inventarios (30.6%) y las cuentas por cobrar comerciales (29.8%) continúan siendo las partidas más relevantes dentro de los activos.

Los pasivos totales presentaron un saldo de US\$44.7 millones a diciembre 2019, mostrando una contracción anual del 0.4%, (diciembre 2018: +12.9%). Diszasa mostró una estructura de fondeo fundamentada en préstamos de largo plazo (40.2%), cuentas por pagar comerciales (29.7%), y préstamos bancarios de corto plazo (14.7%). 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.

El patrimonio totalizó un monto de US\$18.0 millones al término del 2019, creciendo anualmente en 15.8% (diciembre 2018: 10.4%), favorecido por la mayor utilidad del ejercicio generada. El capital social pagado representó el 66.1% de los recursos propios, seguido de las utilidades acumuladas (21.3%) y la reserva de capital (12.6%). Cabe señalar, que la Junta Extraordinaria de Accionistas de fecha

25 de abril del 2019, acordó disminuir el capital social en su parte variable por un monto de US\$600 mil, lo anterior generó una contracción anual del 4.8% en el capital social pagado al cierre del 2019. SCRiesgo no advierte riesgos sobre este evento, debido a la continua generación interna y el cumplimiento de los indicadores legales.



Fuente: Estados financieros auditados de DISZASA.

9.2 Liquidez y análisis de generación de flujos

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. La Entidad tiene el reto de gestionar adecuadamente sus inversiones de capital sin generar presiones temporales a las posiciones de liquidez y en sus *ratios* de apalancamiento.

Al cierre del 2019, los activos corrientes fueron de US\$53.3 millones y cubren en 2.0 veces la deuda a corto plazo, registrando una mejora respecto a lo observado en diciembre 2018 (1.2 veces). Sin embargo, este resultado se reduce al excluir los inventarios ubicándose en 1.3 veces, aunque muestra cambios favorables respecto a lo observado en su histórico reciente (diciembre 2018: 0.7 veces).

El efectivo en caja y bancos presentó un saldo de US\$443.4 mil a diciembre 2019, los cuales representaron 0.7% de los activos totales y cubrieron en 1.7% los pasivos corrientes. Por su parte, el capital de trabajo neto mostró una mejora significativa al ubicarse en US\$26.7 millones desde US\$7.9 millones observado un año antes, beneficiado por la estrategia de reestructuración de pasivo, la cual traslado deuda de corto plazo a largo plazo, reduciendo el saldo de los pasivos corrientes en 37.0% anual, otorgándole un mayor margen de maniobra.

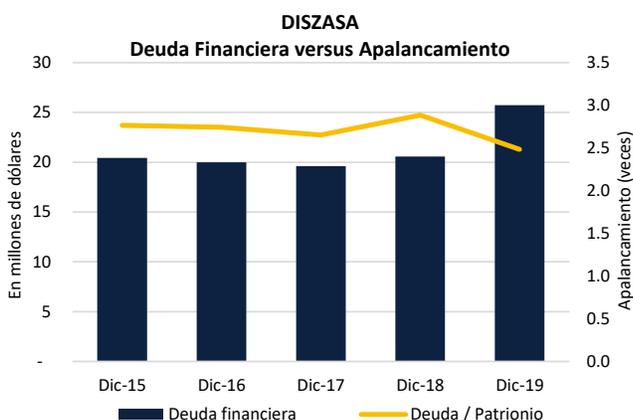
DISZASA: Indicadores de Liquidez					
	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Activos corrientes / Pasivos corrientes	1.3	1.3	1.3	1.2	2.0
Liquidez ácida (x veces)	0.7	0.7	0.8	0.7	1.3
Efectivo / Pasivos corrientes	0.6%	1.1%	1.4%	0.9%	1.7%
Capital de trabajo neto*	9,584	10,524	9,315	7,920	26,769

* En miles de dólares

Fuente: Estados financieros auditados de DISZASA.

9.3 Endeudamiento

La deuda financiera reportó un saldo de US\$25.7 millones a diciembre 2019, aumentando anualmente en 25.0% (diciembre 2018: +5.0%), debido principalmente al reemplazo de deuda con proveedores por deuda financiera. El 69.8% de la deuda corresponde al financiamiento obtenido en el mercado de valores a través de la titularización de flujos futuros, mientras que, el 30.2% proviene de préstamos bancarios de corto plazo y es destinada a capital de trabajo.



Fuente: Estados financieros auditados de DISZASA.

Los niveles de apalancamiento (pasivo / patrimonio) se ubicaron en 2.5 veces, inferior al 2.9 reportado un año antes, favorecido por la reducción de las obligaciones totales (-0.4%) y el incremento del patrimonio (+15.8%). El aumento de la deuda financiera fue compensado por la reducción de las cuentas por pagar comerciales, lo cual contuvo el crecimiento de los pasivos totales.

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 cubrió en 5.9 veces el EBITDA a diciembre 2019 (diciembre 2018: 7.8 veces); mientras que, la deuda total a EBITDA cerró en 10.2 veces desde 17.1 veces un año antes.

Con la colocación de los bonos vinculados a la titularización, la deuda de corto plazo se desplazó hacia el largo plazo, condición que generó una mayor flexibilidad financiera ante el 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 : Indicadores de endeudamiento					
	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Pasivo / Patrimonio (veces)	2.8	2.7	2.7	2.9	2.5
Endeudamiento de C.P. / Patrimonio	2.4	2.5	2.5	2.7	1.5
Patrimonio / Activos	26.6%	26.7%	27.4%	25.7%	28.7%
Deuda financiera bancaria / EBITDA	6.4	6.5	6.0	7.8	5.9
Deuda / EBITDA	12.3	13.0	12.2	17.1	10.2
Activos / Patrimonio	3.8	3.7	3.7	3.9	3.5

Fuente: Estados financieros auditados de DISZASA.

9.4 Indicadores de cobertura y calidad crediticia

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. El indicador de deuda a corto plazo / EBITDA se ubicó en 6.0 veces a diciembre 2019, desde 16.0 veces un año antes.

La relación que mide el nivel de cobertura del EBIT a intereses pagados fue de 1.7 veces, aumentando frente al 1.2 veces de diciembre 2018. A pesar que los gastos financieros crecieron en 26.0% anual, resultado del incremento en el volumen de deuda financiera, su efecto en las coberturas fue contrarrestado por el incremento más que proporcional de la utilidad operativa (+88.9%).

DISZASA: Indicadores de coberturas					
	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Deuda financiera bancaria/EBITDA	6.4	6.5	6.0	7.8	5.9
EBITDA / Gasto financiero	3.2	3.3	3.1	2.0	2.6
Cobertura EBIT/intereses	2.2	2.3	2.0	1.2	1.7
Deuda a corto plazo / EBITDA	10.7	11.8	11.4	16.0	6.0
Deuda largo plazo/EBITDA	1.6	1.2	0.8	1.0	4.1

Fuente: Estados financieros auditados de DISZASA.

9.5 Indicadores de actividad

El indicador de rotación de cuentas por cobrar presentó un ligero incremento respecto al año anterior, al ubicarse en 6.7 veces (diciembre 2018: 6.4 veces), lo que significa que la empresa sostiene una menor 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.

A diciembre 2019, los inventarios presentaron un saldo de US\$19.1 millones, disminuyendo en 7.8% respecto a diciembre 2018, explicado por la estacionalidad propia de su modelo de negocios. La rotación de inventarios tuvo una ligera desmejora al ubicarse en 4.9 veces desde 5.0 veces observado un año antes. Cabe señalar, que la mayor parte de los inventarios se encuentra disponible para la venta (94.7%) y una parte residual está en tránsito (5.3%). Las compras provienen tanto de proveedores extranjeros como de locales, teniendo una participación similar en el volumen.

SCRiesgo considera que 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. No obstante, dado que la crisis sanitaria por el COVID-19 se ha generado a nivel global, no se descartan riesgos por atrasos en la importación de mercancías o volatilidad en los precios internacionales. La Clasificadora dará seguimiento en el corto plazo a la evolución de las variables expuestas.

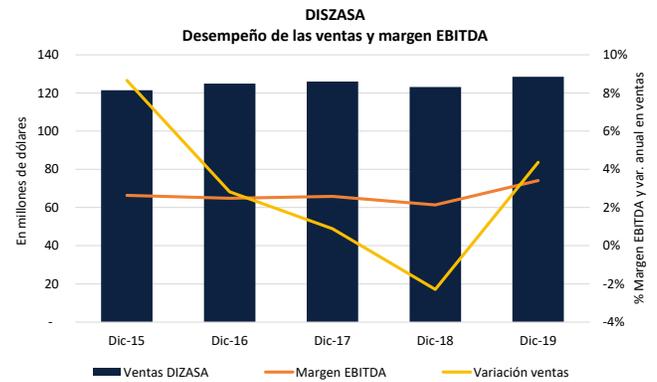
Las cuentas por pagar comerciales registraron un saldo de US\$13.3 millones al término del 2019, conformadas por el 54.8% de proveedores locales y el 45.2% a proveedores del exterior. El periodo medio de pago fue de 60 días, disminuyendo en relación a lo observado un año antes (diciembre 2018: 68 días).

DISZASA : Indicadores de Actividad					
	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Rotación de inventario	4.7	4.8	5.2	5.0	4.9
Periodo medio de inventario	75.9	74.9	68.9	72.6	72.8
Rotación de CxC	7.2	7.3	6.9	6.4	6.7
Periodo medio cobro	50.0	49.5	51.9	56.4	53.9
Periodo medio de pago	56.3	60.2	61.1	68.1	60.3
Rotación Gtos. Admón.	13.5	14.1	13.3	14.2	12.8

Fuente: Estados financieros auditados de DISZASA.

9.6 Rentabilidad

Los ingresos totales de DISZASA consolidaron un saldo de US\$128.5 millones, reportando un crecimiento anual del 4.4%. Por su parte, el costo de venta se incrementó en 4.0%; registrando una participación del 76.9% de los ingresos netos. El EBITDA presentó un aumento del 67.0% respecto a diciembre 2018, totalizando US\$4.4 millones desde US\$2.6 millones, cabe señalar, que esta condición se favoreció del alto volumen de ventas y el bajo crecimiento de los gastos operativos (+0.9%), beneficiando los indicadores de cobertura y rentabilidad. El *ratio* EBIT a ingresos totales se ubicó en 2.2% desde un 1.2% reportado en diciembre 2018.



Fuente: Estados financieros auditados de DISZASA.

Los gastos operativos representaron el 20.9% de los ingresos totales, creciendo 0.9% anual. Por su parte, la utilidad neta mostró un desplazamiento positivo del 161.9% para cerrar con un saldo de US\$3.0 millones, favorecida por otros ingresos provenientes de ganancias de capital por venta de activo fijo. Lo anterior, generó que el retorno sobre el patrimonio se ubicara en 18.2% y el del activo 5.0% durante el periodo de análisis.

En 2020, ante la crisis generada por el nuevo coronavirus, la demanda de productos de consumo masivo se ha incrementado significativamente, por lo que se prevé aumento en el volumen de negocios y un impacto positivo en los resultados de la compañía, aunque se debe considerar que es un efecto transitorio. Por otra parte, el Originador continuará enfrentando desafíos debido a los altos niveles de competitividad en un mercado relativamente pequeño. SCRiesgo continuará monitoreando las implicancias de la pandemia tanto a nivel local como internacional, su repercusión en los indicadores macroeconómicos y cómo esto se traduce en cambios en las preferencias de los consumidores.

DISZASA: Indicadores de Rentabilidad					
	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
ROA	1.9%	3.9%	2.1%	2.0%	5.0%
ROE	7.2%	14.8%	7.7%	7.6%	18.2%
Margen EBITDA	2.6%	2.5%	2.6%	2.1%	3.4%
EBIT/Ingresos totales	1.8%	1.7%	1.7%	1.2%	2.2%
EBIT/Activos promedio	4.4%	3.9%	3.9%	2.7%	4.7%
Margen neto	0.8%	1.7%	0.9%	0.9%	2.4%

Fuente: Estados financieros auditados de DISZASA.

10. UDISA

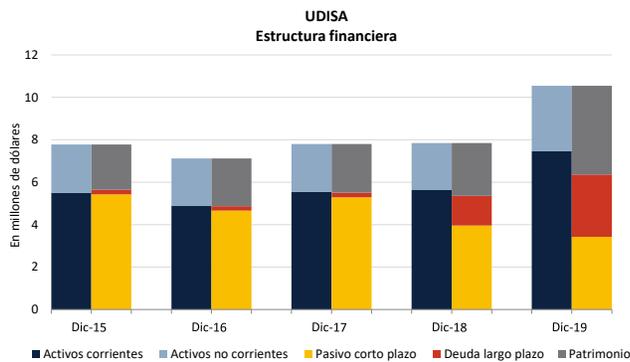
10.1 Estructura financiera

A diciembre 2019, los activos totales registraron un saldo de US\$10.5 millones, mostrando un incremento interanual del

34.4% (diciembre 2018: 0.5%), impulsado principalmente por las inversiones financieras realizadas durante el 2019. Las partidas más influyentes dentro de los activos continúan siendo las cuentas por cobrar (25.1%), inmuebles, inventario (20.8%) e inversiones financieras (19.4%).

Los pasivos totales presentaron un saldo de US\$6.4 millones, expandiéndose interanualmente en 18.8%, debido a 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 los valores de titularización (35.0%), 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 (39.7%), el cual se ha favorecido de la continua generación interna y de los aportes de capital social. A diciembre 2019, el patrimonio acumuló un saldo por US\$4.2 millones y mostró una expansión interanual del 68.1% en términos de un año. El capital social pagado representó el 44.1%, las utilidades acumuladas el 47.0% y las reservas de capital el 8.8%. 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 de UDISA.

10.2 Liquidez y análisis de generación de flujos

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. La sociedad presentó en su balance una cobertura de activos corrientes frente a pasivos circulantes de 2.2 veces (diciembre 2018: 1.4 veces).

El capital de trabajo se ubicó en US\$4.0 millones a diciembre 2019; mientras que, la liquidez medida a través del *ratio* de liquidez ácida, registró 1.5 veces frente al 1.0 veces observado un año antes, ante la moderada participación de los inventarios en la estructura de balance. 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.

A diciembre 2019, el originador cuenta con inversiones financieras de corto plazo por US\$955.5 mil, en participaciones de fondos de inversión, lo cual favorece su perfil crediticio al presentar características de alta liquidez. Además, registró inversiones financieras de largo plazo por valor de US\$1.1 millones, que devengan tasas de interés entre el 7.1% y 7.7%.

	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Activos corrientes / Pasivos corrientes	1.0	1.0	1.0	1.4	2.2
Liquidez ácida (x veces)	0.7	0.7	0.8	1.0	1.5
Efectivo / Pasivos corrientes	1.5%	1.9%	1.2%	4.4%	0.6%
Capital de trabajo neto*	77.3	213.4	260.6	1,671.4	4,031.2

* En miles de dólares

Fuente: Estados financieros auditados de UDISA.

10.3 Endeudamiento

La deuda financiera registró US\$3.3 millones a diciembre 2019, incrementándose interanualmente en 30.8%, impulsado por el flujo de fondos proveniente de la titularización. No obstante, ante el crecimiento de la generación interna que fortaleció el patrimonio, se generó una reducción de los niveles de apalancamiento de la Entidad. La relación pasivo / patrimonio se ubicó en 1.5 veces desde 2.1 veces en diciembre 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 sustituir deuda de corto plazo por largo plazo. A diciembre 2019, la deuda de corto plazo significó el 13.6% del total.

	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Pasivo / Patrimonio (veces)	2.64	2.17	2.39	2.15	1.52
Endeudamiento de C.P. / patrimonio	2.54	2.08	2.30	1.59	0.82
Patrimonio / Activos	27.5%	31.6%	29.5%	31.7%	39.7%
Deuda financiera bancaria / EBITDA	5.60	4.31	4.52	3.89	8.42
Deuda / EBITDA	11.04	8.20	9.70	8.30	16.31
Activos / patrimonio	3.64	3.17	3.39	3.15	2.52

Fuente: Estados financieros auditados de UDISA.

10.4 Indicadores de cobertura y calidad crediticia

El indicador de deuda financiera bancaria sobre EBITDA reportó una desmejora al ubicarse en 8.4 veces, desde el 3.8 veces observado en diciembre 2018, influenciado por los mayores niveles de deuda contratados en 2019. Por otra parte, el crecimiento más que proporcional de los gastos financieros (+30.4%) frente a la reducción de la utilidad de operación (-43.6%), contribuyó a que la relación que mide el nivel de cobertura del EBIT a intereses pagados disminuyera, ubicándose en 1.3 veces, desde 3.0 veces observado un año antes.

UDISA: Indicadores de Coberturas					
	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Deuda financiera bancaria/EBITDA	5.6	4.3	4.5	3.9	8.4
EBITDA / Gasto financiero	3.7	3.7	3.5	3.2	1.5
Cobertura EBIT/intereses	3.5	3.5	3.2	3.0	1.3
Deuda a corto plazo /EBITDA	10.6	7.9	9.3	6.1	8.8
Deuda largo plazo/EBITDA	0.4	0.3	0.4	2.2	7.5

Fuente: Estados financieros auditados de UDISA.

10.5 Rentabilidad

A diciembre 2019, los ingresos totales fueron de US\$13.7 millones, reportando un crecimiento de 1.5%. El costo de venta absorbió el 79.7% de los ingresos totales, mientras que los gastos operativos representaron el 17.4%. El EBITDA presentó un desplazamiento negativo de 39.6% anual, totalizando US\$389.9 mil desde US\$645.2 mil. Lo anterior, implicó que la rentabilidad medida por el margen EBITDA se ubicará en 2.8% desde un 4.8% reportado en diciembre 2018.

La utilidad neta se favoreció de otros ingresos provenientes de ganancias de capital por venta de activo fijo, registrando una mejora significativa, al mostrar un saldo de US\$1.9 millones en diciembre 2019, desde US\$295.1 mil obtenido un año antes. En este sentido, los indicadores de retorno sobre el patrimonio y el activo registraron una mejora en relación a lo observado un año antes, 58.4% (diciembre 2018: 12.3%); y 21.2% (diciembre 2018: 3.8%); respectivamente.

UDISA: Indicadores de Rentabilidad					
	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
ROA	2.8%	3.5%	3.2%	3.8%	21.2%
ROE	10.5%	11.8%	10.4%	12.3%	58.4%
Margen EBITDA	4.0%	4.6%	4.2%	4.8%	2.8%
EBIT/Ingresos totales	3.8%	4.3%	3.9%	4.4%	2.5%
EBIT/Activos promedio	6.5%	7.5%	7.1%	7.7%	3.7%
Margen neto	1.8%	2.0%	1.8%	2.2%	14.2%

Fuente: Estados financieros auditados de UDISA.

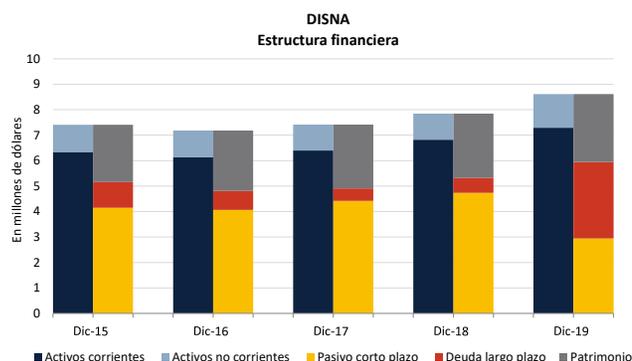
11. DISNA, S.A.

11.1 Estructura financiera

A diciembre 2019, los activos totales registraron un saldo de US\$8.6 millones, mostrando un incremento interanual del 9.8% (diciembre 2018: +5.8%). Las cuentas por cobrar (37.1%); inventarios (25.5%); cuentas por cobrar a partes relacionadas (14.2%) e inversiones en asociadas (12.1%) continúan como las cuentas más influyentes dentro de los activos.

Las obligaciones totales registraron un monto de US\$5.9 millones a diciembre 2019, desplazándose a una tasa positiva anual del 11.7%. 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 diciembre 2019, el patrimonio acumuló un saldo por US\$2.7 millones y mostró una expansión interanual del 5.6% en términos de un año. El capital social pagado representó el 83.3%, las utilidades acumuladas el 8.7% y las reservas de capital el 8.0%. 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 (diciembre 2018: 1.4 veces). El capital de trabajo fue de US\$4.3 millones a diciembre 2019. Por otra parte, la liquidez medida a través del indicador de liquidez ácida, registró 1.7 veces frente a 1.0 veces observado un año antes.

DISNA: Liquidez y flujos del periodo					
	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Activos corrientes / Pasivos corrientes	1.5	1.5	1.4	1.4	2.5
Liquidez ácida (x veces)	1.0	1.0	1.1	1.0	1.7
Efectivo / Pasivos corrientes	3.2%	7.5%	0.6%	3.1%	2.7%
Capital de trabajo neto*	2,192	2,075	1,978	2,087	4,345

*En miles de dólares

Fuente: Estados financieros auditados de DISNA.

11.3 Endeudamiento

La deuda financiera registró US\$3.3 millones a diciembre 2019, mostrando un incremento del 56.8% 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 diciembre 2019, el 10.3% de la deuda financiera es de corto plazo y el 89.7% es de largo plazo.

El crecimiento más que proporcional de la deuda global (+11.7%) frente al patrimonio (+5.6%), generó que el apalancamiento simple (pasivo/patrimonio) fuera ligeramente mayor (2.2 veces) a la observado en diciembre 2018 (2.1 veces).

DISNA: Indicadores de endeudamiento					
	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Pasivo / Patrimonio (veces)	2.3	2.0	2.0	2.1	2.2
Endeudamiento de C.P. / patrimonio	1.8	1.7	1.8	1.9	1.1
Patrimonio / Activos	30.4%	32.9%	33.8%	32.1%	30.9%
Deuda financiera bancaria / EBITDA	7.5	8.1	5.7	6.2	7.3
Deuda / EBITDA	17.2	16.2	13.6	15.8	13.4
Activos / patrimonio	3.3	3.0	3.0	3.1	3.2

Fuente: Estados financieros auditados de DISNA.

11.4 Indicadores de cobertura y calidad crediticia

El incremento de la deuda, aunado al alza de la carga financiera, generó una desmejora de los índices de cobertura. El indicador de apalancamiento (deuda financiera a EBITDA) se ubicó en 7.3 veces, desde 6.2 veces en el lapso de un año. Por su parte, la generación EBITDA,

cubre el monto de intereses incurrido en 2.2 veces, inferior a lo observado en diciembre 2018 (2.8 veces). Mientras que, el indicador que mide la relación (EBIT/Intereses) se situó en 2.0 veces, desde 2.5 veces el año anterior. La entidad exhibe capacidad suficiente para cubrir con sus obligaciones financieras.

DISNA : indicadores de coberturas					
	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Deuda financiera bancaria/EBITDA	7.5	8.1	5.7	6.2	7.3
EBITDA / Gasto financiero	2.3	2.6	2.5	2.8	2.2
Cobertura EBIT/intereses	2.0	2.4	2.4	2.5	2.0
Deuda a corto plazo / EBITDA	13.8	13.7	12.2	14.0	6.6
Deuda largo plazo/EBITDA	3.4	2.5	1.4	1.7	6.7

Fuente: Estados financieros auditados de DISNA.

11.5 Rentabilidad

Las ventas se expandieron interanualmente en 2.4% (diciembre 2018: +9.1%), acumulando un saldo de US\$19.5 millones, US\$459.6 mil más que diciembre 2018. El costo de venta aumentó en 2.4% en relación a la base acumulada un año antes y los gastos operativos presentaron un bajo ritmo de crecimiento (0.2%). El costo de venta absorbió el 77.8% de los ingresos totales, mientras que los gastos operativos representaron el 20.1%.

El margen EBITDA se situó en 2.3%, mejorando en relación al 1.8% reportado en diciembre 2018. Por su parte, la utilidad operativa se desplazó a una tasa anual positiva del 67.9%, acumulando un saldo de US\$205.0 mil. Lo anterior generó una mejora en los indicadores de rentabilidad, el retorno sobre el patrimonio y el activo fueron de 7.9% (diciembre 2018: 4.9%); y 2.5% (diciembre 2018: 1.6%); respectivamente.

DISNA: Indicadores de Rentabilidad					
	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
ROA	1.2%	1.4%	1.7%	1.6%	2.5%
ROE	4.0%	4.5%	5.1%	4.9%	7.9%
Margen EBITDA	1.8%	1.7%	2.1%	1.8%	2.3%
EBIT/Ingresos totales	1.6%	1.6%	1.9%	1.6%	2.0%
EBIT/Activos promedio	3.6%	3.7%	4.6%	4.0%	4.8%
Margen neto	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	1.1%

Fuente: Estados financieros auditados de DISNA.

12. COBERTURA DE LA ESTRUCTURA

Los ingresos recibidos por medios de las cuentas por cobrar a Operadora del Sur, S.A. de C.V. y a Calleja, S.A. de C.V., representaron aproximadamente el 34.0% de los ingresos totales generados por las entidades cedentes en 2019. SCRiesgo considera, que la industria de supermercados se ha caracterizado por ser más resiliente al ciclo económico en comparación a otros sectores, principalmente por la

Página 15 de 18

comercialización de productos alimenticios, que cuentan con una demanda más inelástica. Por lo tanto, no se advierten riesgos relevantes para los flujos cedidos al Fondo derivado de la crisis sanitaria por COVID-19.

Al finalizar el 2019, el índice de cobertura sobre el servicio de la deuda del principal colector (Operadora del Sur, S.A. de C.V.) fue de 9.1 veces, la del segundo colector (Calleja, S.A. de C.V.) se ubicó en 24.0 veces, reflejando coberturas bastante holgadas en relación a sus obligaciones con el Fondo.

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

DIZASA					
Balance general (En dólares)	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Activo Circulante	43,741,672	47,071,350	46,504,297	50,063,258	53,304,525
Activo No Circulante	9,830,781	7,782,512	8,179,673	10,321,671	9,346,423
Activo	53,572,453	54,853,862	54,683,970	60,384,929	62,650,948
Pasivo Circulante	34,157,209	36,547,543	37,189,225	42,143,401	26,536,015
Pasivo No Circulante	5,190,075	3,650,396	2,519,609	2,701,327	18,125,332
Pasivo	39,347,284	40,197,939	39,708,834	44,844,728	44,661,347
Patrimonio	14,225,169	14,655,923	14,975,136	15,540,201	17,989,601
Pasivo + Capital	53,572,453	54,853,862	54,683,970	60,384,929	62,650,948
DIZASA					
Estados de Resultado (En dólares)	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Ventas netas	121,441,308	124,866,117	125,974,470	123,086,433	128,464,340
Costos y gastos	119,226,501	122,751,841	123,842,642	121,557,173	125,576,166
Utilidad operativa	2,214,807	2,114,276	2,131,828	1,529,260	2,888,174
Otros Gastos/Ingresos	-660,176	937,487	-285,759	115,912	1,040,434
Utilidad antes de impuestos	1,554,631	3,051,763	1,846,069	1,645,172	3,928,608
Impuestos	541,012	778,550	621,067	399,016	723,202
Contribución especial para la seguridad	6,774	142,559	78,789	81,605	156,006
Utilidad Neta	1,006,845	2,130,654	1,146,213	1,164,551	3,049,400

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

UDISA					
Balance general (En dólares)	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Activo Circulante	5,505,743	4,877,072	5,549,427	5,625,507	7,457,200
Activo No Circulante	2,270,849	2,239,065	2,253,064	2,219,085	3,089,517
Activo	7,776,592	7,116,137	7,802,491	7,844,592	10,546,717
Pasivo Circulante	5,428,433	4,663,656	5,288,843	3,954,116	3,426,015
Pasivo No Circulante	212,133	205,442	213,293	1,400,263	2,934,179
Pasivo	5,640,566	4,869,098	5,502,136	5,354,379	6,360,194
Patrimonio	2,136,026	2,247,039	2,300,355	2,490,213	4,186,523
Pasivo + Capital	7,776,592	7,116,137	7,802,491	7,844,592	10,546,717
UDISA					
Estados de Resultado (En dólares)	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Ventas netas	12,636,779	12,932,989	13,486,618	13,559,360	13,764,210
Costos y gastos	12,156,225	12,371,590	12,955,976	12,956,727	13,424,215
Utilidad de Operación	480,554	561,399	530,642	602,633	339,995
Otros gastos/Ingresos	-126,099	-149,767	-148,978	-186,080	1,850,093
Utilidad antes de Impuestos	354,455	411,632	381,664	416,553	2,190,088
Reserva legal	24,258	28,131	28,131	0	0
Impuestos	108,681	125,619	117,348	121,432	241,137
Utilidad Neta	221,516	257,882	236,185	295,121	1,948,951

Distribuidora Nacional, S.A de C.V.

DISNA					
Balance general (En dólares)	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Activo Circulante	6,338,935	6,139,368	6,397,570	6,819,762	7,289,422
Activo No Circulante	1,067,471	1,040,209	1,015,398	1,023,570	1,320,575
Activo	7,406,406	7,179,577	7,412,968	7,843,332	8,609,997
Pasivo Circulante	4,146,694	4,063,976	4,419,985	4,733,204	2,944,428
Pasivo No Circulante	1,010,553	750,094	489,155	589,445	3,003,028
Pasivo	5,157,247	4,814,070	4,909,140	5,322,649	5,947,456
Patrimonio	2,249,159	2,365,507	2,503,828	2,520,683	2,662,541
Pasivo + Capital	7,406,406	7,179,577	7,412,968	7,843,332	8,609,997
DISNA					
Estados de Resultado (En dólares)	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Ventas netas	16,751,866	17,031,948	17,444,460	19,040,434	19,500,025
Costos y gastos	16,491,164	16,762,333	17,107,456	18,735,561	19,102,584
Utilidad de Operación	260,702	269,615	337,004	304,873	397,441
Otros gastos/Ingresos	-120,854	-93,790	-133,608	-105,308	-112,359
Utilidad antes de Impuestos	139,848	170,165	203,396	199,565	285,082
Reserva legal	9,739	12,041	13,743	0	0
Impuestos	42,687	53,817	65,075	77,445	80,066
Utilidad Neta	87,422	104,307	124,578	122,120	205,016

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	500,000.00	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
Total Colocado	25,000,000.00					