

FONDO DE TITULARIZACIÓN – RICORP TITULARIZADORA SOCIEDADES DISTRIBUIDORAS 01

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 7 de mayo de 2021

Instrumentos	Categoría (*)		Definición de Categoría
	Actual	Anterior	
Valores de Titularización con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01 (VTRTSD 01)	AA-.sv	AA-.sv	Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una muy alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
Perspectiva	Estable	Estable	

“La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del Consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención, y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes.”

Fondo de Titularización

Patrimonio Independiente Originadores:	Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01 (FTRTSD 01). Distribuidora Zablah, S.A. de C.V. (en adelante DISZASA) Distribuidora Nacional, S.A. de C.V. (en adelante DISNA) Unión Distribuidora Internacional, S.A. de C.V. (en adelante UDISA)
Denominación de la Emisión:	Valores de Titularización con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01 (VTRTSD 01).
Estructurador:	Ricorp Titularizadora, S.A.
Administrador:	Ricorp Titularizadora, S.A.
Monto del Programa:	US\$25,000,000
Tramo 1:	US\$13,580,000
Tramo 2:	US\$3,650,000
Tramo 3:	US\$500,000
Tramo 4:	US\$7,270,000
Fecha de la Emisión:	4 de marzo de 2019
Monto Colocado:	US\$25,000,000
Saldo:	US\$25,000,000 (al 31 de diciembre de 2020)
Respaldo de la Emisión:	Los derechos sobre Flujos Financieros Futuros correspondientes a una porción de los primeros flujos financieros provenientes de los pagos recibidos por DISZASA, UDISA y DISNA, por las ventas realizadas a supermercados; dicha porción comprende hasta un monto máximo de: i) DISZASA: US\$29,649,120; ii) UDISA: US\$4,681,440; y iii) DISNA: US\$4,681,440.

-----MM US\$ al 31.12.20 -----		
Activos: 36.9	Utilidad: 0.03	Ingresos: 2.2
--		

Historia de la Clasificación: Valores de Titularización con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01 (VTRTSD 01) → AA-.sv (21.11.18).

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2017, 2018, 2019 y 2020 de los Originadores; los estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2019 y 2020 del Fondo de Titularización; así como la información financiera proyectada sobre los flujos cedidos al Fondo por parte de los Originadores e información adicional brindada por la Sociedad Titularizadora.

Fundamento: El Comité de Clasificación de Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo, determinó mantener la categoría AA-.sv a los Valores de Titularización con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01 (FTRTSD 01) con base en la evaluación efectuada al 31 de diciembre de 2020.

En la calificación de los Valores de Titularización se han ponderado favorablemente los siguientes aspectos: (i) la amplia cobertura de los flujos generados en relación a la cuota mensual a favor del FTRTSD 01; (ii) el número de

cuotas (cuatro) en cuenta restringida como respaldo de la emisión, (iii) la constitución de los originadores como fiadores solidarios, en caso alguno no cubriese la cuota de cesión asignada y (iv) el desempeño favorable en los ingresos por venta de los originadores.

En contraposición, la calificación de los Valores de Titularización se ve condicionada por: (i) la ausencia de garantías reales (hipotecas/ prendas) u otro mecanismo de colaterales (fianzas), (ii) los riesgos particulares de los Originadores, y (iii) el hecho que los flujos a titularizar muestran concentraciones en pocas fuentes de generación

La nomenclatura .sv refleja riesgos solo comparables en El Salvador.

(*) Categoría según el Art. 95B Ley del Mercado de Valores y la NRP-07 emitida por el Banco Central de Reserva de El Salvador.

(dos supermercados) por lo que el volúmen de los mismos se vería sensibilizado ante la ausencia de una de las fuentes.

El contexto de recuperación económica, aunado a las afectaciones de algunos sectores productivos, han sido aspectos considerados por el Comité de Clasificación. La perspectiva de la calificación es Estable.

Al 31 de diciembre de 2020, uno de los originadores (UDISA) que figura dentro de la estructura de titularización, presentó incumplimiento en un covenant financiero (deuda/patrimonio). El incremento en deuda bancaria de corto plazo, para financiar el abastecimiento de inventario por demanda extraordinaria; así como la disminución en el patrimonio de la compañía (pago de dividendos), determinaron un indicador de 2.01 veces sobre un límite de 1.75x. Cabe precisar que la relación deuda/patrimonio se ubica en 1.98 veces a marzo de 2021.

A pesar de la situación descrita para uno de los tres originadores de la estructura en análisis, Zumma Ratings mantiene la calificación y la perspectiva sustentada en la holgada cobertura de flujos sobre la cuota de cesión mensual, la cantidad de cuotas mensuales en cuenta restringida (seis) y la expectativa que la compañía cancelará deuda de corto plazo antes de la siguiente revisión semestral (30 de junio de 2021). Es relevante mencionar, en caso el incumplimiento persista para la siguiente revisión, se activarían los mecanismos de aceleración contemplados en los contratos. Adicionalmente, el Comité de Clasificación de Zumma Ratings podría valorar una acción de calificación. Se valora el hecho que los originadores forman parte de la cadena comercializadora de productos considerados como de primera necesidad (alimentos, bebidas y limpieza). Ello, ha permitido ampliar el nivel de ingresos para las Compañías. Asimismo, se maneja la expectativa que las ventas de las compañías reflejen una ligera reducción en 2021.

Los principales factores considerados en la calificación otorgada se detallan a continuación:

- **Amplia cobertura de flujos sobre la cuota de cesión:** Los flujos son captados por el Fondo de Titularización, a través de 120 cuotas mensuales y sucesivas por cada uno de los originadores, y de manera escalonada, a partir de la fecha de la primera colocación en el mercado bursátil (marzo de 2019) de los valores emitidos con cargo al FTRTSD 01, de la siguiente manera:

Cuotas de cesión mensuales				
Mes/Originador	DISZASA	UDISA	DISNA	Total
1 al 24	\$ 136,800	\$ 21,600	\$ 21,600	\$ 180,000
25 al 60	\$ 205,200	\$ 32,400	\$ 32,400	\$ 270,000
61 al 120	\$ 316,312	\$ 49,944	\$ 49,944	\$ 416,200
Cesión total (120 meses)	\$ 29,649,120	\$ 4,681,440	\$ 4,681,440	\$ 39,012,000

El esquema operativo de esta estructura define los flujos provenientes de Operadora del Sur S.A. de C.V. como fuente primaria, a depositarse en las cuentas colectoras en Banco de América Central, S.A. En el caso que al día veinticinco de cada mes, o el próximo día hábil, no haya sido posible completar los

fondos necesarios para cuota mensual cedida, se activará el mecanismo de respaldo (cuenta colectora secundaria, flujos provenientes de Calleja S.A. de C.V.), o en cualquier momento a requerimiento de la Titularizadora. De comparar la relación mensual de flujos de los originadores vinculados a los ingresos de supermercados durante 2020 respecto de la cuota de cesión a favor del Fondo de Titularización (la cuota que se pagará a partir del mes #61), se determina una holgada cobertura promedio para cumplir con dicha obligación (14.8 veces).

- **Cantidad de cuotas en cuenta restringida es elevada:** Un mejorador en el presente esquema de titularización es la denominada cuenta restringida, la cual es administrada por la Titularizadora y debe contar con un saldo mínimo de las próximos cuatro cuotas de cesión. Al 31 de diciembre de 2020, el saldo en cuenta restringida cubre seis cuotas de cesión.
- **Constitución de los originadores como fiadores solidarios:** De acuerdo con los contratos de cesión y administración de los originadores, éstos se constituyeron Fiadores Solidarios, en los mismos términos, condiciones, renunciaciones y sometimientos y están obligados a pagar cualquier suma de dinero que otro originador adeudare en relación con esta estructura de titularización. En caso que algún originador incumpla con el pago de cualquiera de las cuotas mensuales cedidas, la Titularizadora, en su calidad de Administradora del Fondo, informará por escrito al originador de su incumplimiento y le requerirá el pago de dicha cuota, para lo cual contará con un plazo máximo de tres días hábiles; en caso de no realizar el pago en dicho plazo, la Titularizadora procederá a requerir por escrito el pago a cualquiera de los fiadores solidarios, debiendo pagar los montos adeudados en un plazo máximo de siete días hábiles.
- **Fortalezas y Factores de Riesgo de los Originadores:** La destacada posición competitiva como importantes distribuidoras a nivel nacional, la alta diversificación de las marcas comercializadas, las barreras de entrada para la industria (principalmente la relación y operación con supermercados y el capital de trabajo para financiar las operaciones) se consideran aspectos favorables en el perfil de riesgo de los originadores. En contraparte, el elevado nivel de endeudamiento de las Distribuidoras (con tendencia de disminución), los riesgos particulares del sector y la lenta recuperación de algunas cuentas por cobrar de sectores afectados por la pandemia, han sido considerados como variables que podrían sensibilizar el desempeño de los originadores.
- **Mecanismo de Garantías y Colaterales:** La estructura de titularización no cuenta garantías reales (hipotecas/prendas) u otro tipo de colaterales.
- **Incumplimiento de una razón financiera por parte de uno de los originadores:** En el marco del proceso de titularización, los originadores se obligan a mantener bajo límites previamente establecidos dos razones financieras:
 - a) Deuda entre Patrimonio: Esta relación financiera deberá de ser menor o igual a uno punto setenta y cinco veces (1.75x) y deberá cumplirse semes-

tralmente en los meses de junio y diciembre. Al 31 de diciembre de 2020, dicha razón (certificada por el auditor) se encuentra en los siguientes niveles:

- a. DISZASA: 1.13 (Cumplimiento)
 - b. UDISA: 2.66 (Incumplimiento)
 - c. DISNA: 1.37 (Cumplimiento)
- b) Deuda entre EBITDA: la cual deberá ser menor o igual a nueve veces (7.75x) y deberá cumplirse semestralmente en los meses de junio y diciembre. Al cierre de 2020, dicha razón (certificada por el auditor) se encuentra en los siguientes niveles:
- a. DISZASA: 5.33 (Cumplimiento)
 - b. UDISA: 7.22 (Cumplimiento)
 - c. DISNA: 5.52 (Cumplimiento)

En caso el (los) originador(es) incumplan cualquier razón financiera en dos períodos consecutivos, la Titularizadora deberá notificar al Banco Administrador para que éste último se abstenga de realizar las transferencias de excedentes sobre la cuota mensual de cesión y se concentren en la Cuenta Colectora todos los excedentes de los depósitos que se realicen. Los montos retenidos en concepto de este mecanismo de aceleración se mantendrán en la Cuenta Colectora correspondiente hasta completar el monto equivalente a tres cuotas mensuales de cesión, y a partir de ese momento el exceso será devuelto a dicho(s) Origi-

nador(es). Las tres cuotas de cesión retenidas en la Cuenta Colectora serán devueltas únicamente si se verifica el cumplimiento de la razón financiera en cuestión.

Zumma considera que el período de revisión de las razones financieras es muy amplio (semestral) y por ende el período de regularización. Adicionalmente, los límites de dichas razones son laxos, por lo que no se consideran preventivos en la estructura de titularización.

Por medio de esta operación de titularización, el FTRTSD 01 adquirió los derechos de flujos futuros de los originadores, de una porción de los primeros flujos financieros provenientes de los pagos recibidos por DISZASA, UDISA y DISNA, por las ventas realizadas a supermercados. Cada Originador estuvo abrió junto con la Titularizadora una Cuenta Colectora para recibir los flujos financieros futuros descritos en los dos Bancos administradores y autorizados. Ambas cuentas son restringidas para los Originadores y la Titularizadora, ya que la finalidad de estas es única y exclusivamente la colecturía de los flujos mencionados y la concentración de fondos que perciban los Originadores para proveer los pagos de las cantidades establecidas en el contrato, por lo que los originadores y la Titularizadora no tienen la facultad de realizar ningún tipo de transacción, débito o cargo sobre estas, o disponer sobre los fondos, únicamente las transacciones autorizadas a cada Banco Administrador.

Fortalezas

1. Amplia cobertura de flujos del activo subyacente, considerando el mecanismo alternativo de flujos.
2. Los originadores se constituyen fiadores solidarios, en caso alguno no cubra su cuota correspondiente.
3. La garantía líquida, equivalente a cuatro cuotas de cesión (como mínimo).
4. Perfil crediticio de los Originadores.

Debilidades

1. Riesgos particulares de los Originadores y de su industria.
2. Concentración de los flujos titularizados en dos supermercados.
3. Ausencia de garantías reales (hipotecas/ prendas) u otro mecanismo de colaterales (fianzas).

Oportunidades

1. Mayor generación de flujos futuros por parte de los Originadores, con respecto a las proyecciones realizadas (introducción de marcas nuevas).

Amenazas

1. Entorno desafiante por contexto económico.
2. Pérdida de contratos de distribución exclusiva de bienes.

ENTORNO ECONÓMICO

La crisis sanitaria provocada por el COVID-19 ha sido un evento sin precedentes; generando un efecto disruptivo en la economía a nivel global. En ese sentido, en el segundo y tercer trimestre de 2020 la economía de El Salvador registró significativas disminuciones interanuales en su PIB (-19.8% y -10.2%, respectivamente). Además, el Banco Central de Reserva (BCR) estimó una contracción anual entre -7.0% y -8.5% para el cierre de 2020. Lo anterior refleja el impacto en la economía de las medidas de cierre temporal de fronteras, aeropuertos, restricciones a la libre movilidad, confinamiento social y cese de la actividad económica de los sectores no esenciales para disminuir el número de casos y contagios por la pandemia.

El 24 de agosto de 2020, la economía inició su reapertura. Si bien la reapertura en la economía contribuyó a una recuperación de puestos de trabajo que quedaron en estatus de suspensión temporal, el nivel de empleo formal registró una disminución anual de 2.1% al cierre de 2020. Con base en datos del Fondo Monetario Internacional (FMI), El Salvador reflejará una expansión en su economía del 4.0% para 2021. Entre los factores positivos que podrían contribuir con la recuperación económica se encuentran la disminución en los índices de violencia, los modestos y estables niveles de inflación, el mayor flujo de remesas, el inicio de la vacunación contra el COVID-19 y la tendencia a la baja en las tasas de referencia internacionales. En contraposición, entre los elementos adversos se señalan el aumento en el precio del petróleo, el elevado nivel de endeudamiento público, el acceso a financiamiento del Gobierno sin medidas fiscales claras, la contracción en la inversión privada (local y extranjera), el menor volumen de exportaciones y la percepción que tenga la comunidad internacional sobre el Estado de Derecho en el país.

Según datos del BCR, las exportaciones totales registraron una contracción anual del 15.4% al cierre de 2020, explicada principalmente por el menor importe de los sectores industria manufacturera y maquilas. Durante los meses críticos de la coyuntura sanitaria en que se presentó el cierre de fronteras y sectores no esenciales de la economía, se observó una contracción severa en las exportaciones, sin embargo, la reapertura económica local y de los socios comerciales de El Salvador conllevó una importante recuperación de las exportaciones mensuales en el último trimestre de 2020, logrando niveles mensuales similares a los registrados antes de la pandemia.

Por otra parte, las importaciones decrecieron anualmente en 11.8%, al cierre de 2020, especialmente de productos de industria manufacturera. En otro aspecto, la factura petrolera se redujo un 36.8% producto de los bajos precios registrados (Precio promedio por barril del crudo WTI durante 2020: USD\$39.1), así como por la reducción de la demanda durante el período de confinamiento. No obstante, el precio internacional del petróleo ha mostrado una tendencia al alza en los primeros meses del 2021. El volumen acumulado de remesas recibido en 2020 ascendió a US\$5,918.6 millones, reflejando un incremento

anual del 4.8%. En sintonía con la crisis sanitaria y las restricciones de movilidad en Estados Unidos, las remesas familiares registraron una reducción en el segundo trimestre de 2020. Sin embargo, la apertura de la economía norteamericana, así como una recuperación en la tasa de desempleo hispano contribuyeron a su incremento en el segundo semestre de 2020.

La actual crisis encontró las finanzas públicas en una posición de fragilidad debido al elevado endeudamiento y al estrecho espacio fiscal. El volumen de deuda pública total incrementó anualmente un 14.2% en 2020 (uno de los más altos de la región); estimándose que el ratio deuda/PIB se ubicó en 90.0% al cierre de 2020. Al respecto, el país emitió US\$1,000 millones con un plazo de 32 años y una tasa de interés del 9.50% en julio de 2020; valorándose el alto costo de este financiamiento en virtud del perfil crediticio de El Salvador (B- y B3 por S&P y Moody's, respectivamente). Cabe mencionar que Moody's modificó la perspectiva crediticia de El Salvador a Negativa en febrero de 2021, debido a los retos fiscales y de sostenibilidad de la deuda pública que presenta el Gobierno. Durante los dos primeros meses del 2021, el Gobierno presentó atrasos en el pago a proveedores y en la transferencia de recursos FODES, mientras que los ingresos recaudados fueron menores a los presupuestados; presionando aún más las finanzas públicas.

Zumma Ratings considera que el gasto por servicio de la deuda será importante en 2021, principalmente por el vencimiento de LETES y CETES y el limitado acceso a financiamiento externo e interno. Un aspecto clave será la estrategia fiscal que impulse el Gobierno; considerando el control que tendrá el partido Nuevas Ideas en la Asamblea Legislativa a partir del 1 de mayo. Además, el Gobierno ha confirmado que mantiene negociaciones con el FMI para una Línea de Crédito Extendida, conllevando a la implementación de un potencial ajuste fiscal.

DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA

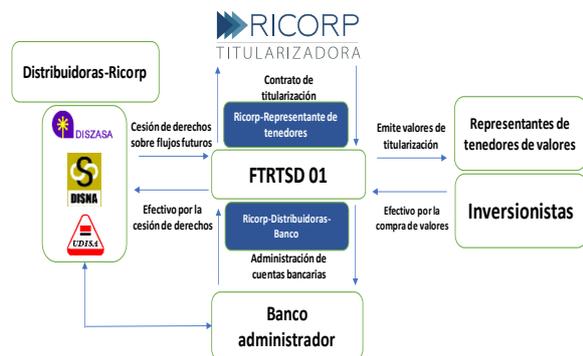
Proceso de Titularización

El Fondo de Titularización – Ricorp Titularizadora – Sociedades Distribuidoras 01 (FTRTSD 01) fue autorizado el 4 de marzo de 2019, mismo que fue creado con el objetivo de titularizar los derechos sobre Flujos Financieros Futuros mensuales de Distribuidora Zablak, S.A. de C.V. (en adelante DISZASA), Distribuidora Nacional, S.A. de C.V. (en adelante DISNA), y Unión Distribuidora Internacional, S.A. de C.V. (en adelante UDISA), correspondientes a una porción de los primeros flujos financieros provenientes de los pagos recibidos por las ventas realizadas a supermercados. La emisión con cargo al Fondo de Titularización fue colocada el 21 de marzo de 2019.

Estructura Legal de la Titularización

El Fondo de Titularización fue constituido con el propósito principal de generar los pagos correspondientes a la emisión, mediante la adquisición de los derechos sobre flujos operativos futuros mensuales percibidos por los

originadores. Los derechos cedidos comprenden los flujos hasta por un monto máximo de US\$39.01 millones.



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

El fondo colocó en la plaza bursátil local la emisión relacionada con el programa de titularización en análisis por US\$25.0 millones en cuatro tramos.

Contrato de Cesión de Derechos

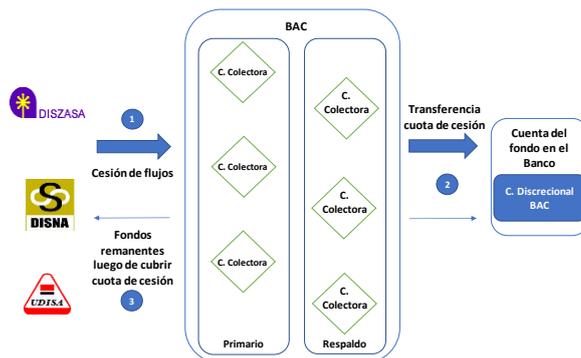
Mediante los Contratos de Cesión de Derechos, los originadores cedieron de manera irrevocable a favor de Ricorp Titularizadora, S.A., administrador del Fondo FTRTS 01, los derechos sobre flujos financieros futuros mensuales de los originadores correspondientes a una porción de los primeros flujos financieros provenientes de los pagos recibidos por las ventas realizadas a supermercados, hasta un monto máximo de US\$39,012,000 los cuales serán captados por el Fondo de Titularización durante 10 años, a través de 120 cuotas mensuales y sucesivas por cada uno de los originadores, y de manera escalonada, a partir de la fecha de la primera colocación en el mercado bursátil (marzo de 2019) de los valores emitidos con cargo al FTRTS 01, de la siguiente manera:

Cuotas de cesión mensuales				
Mes/Originador	DISZASA	UDISA	DISNA	Total
1 al 24	\$ 136,800	\$ 21,600	\$ 21,600	\$ 180,000
25 al 60	\$ 205,200	\$ 32,400	\$ 32,400	\$ 270,000
61 al 120	\$ 316,312	\$ 49,944	\$ 49,944	\$ 416,200
Cesión total (120 meses)	\$ 29,649,120	\$ 4,681,440	\$ 4,681,440	\$ 39,012,000

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

Los montos establecidos son libres de cualquier impuesto presente o que en el futuro puedan serles establecidos, correspondiendo a los originadores el pago a la administración tributaria o a la autoridad competente de todo tipo de impuestos, que causen la generación de dichos flujos financieros futuros, en caso le aplicasen.

ESTRUCTURA OPERATIVA DE LA TITULARIZACIÓN



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

Mecanismos de Captura de Flujos

A través del contrato de cesión de derechos sobre Flujos Operativos Futuros, los originadores están obligados a depositar en las Cuentas Colectoras inicialmente suscritas en el banco administrador, los flujos correspondientes a la cesión de derechos. Inmediatamente, los flujos se trasladan mediante una Orden Irrevocable de Pago (OIP) a la cuenta bancaria correspondiente hasta completar las cuotas de cesión, y de acuerdo con las transacciones autorizadas al banco.

Cuenta Colectora

Cada Originador abrió, junto con la Titularizadora, las Cuentas Colectoras para recibir los flujos financieros futuros descritos en el Banco Administrador y autorizado. Las cuentas son restringidas para los Originadores y la Titularizadora, ya que la finalidad de estas es única y exclusivamente la colecturía de los flujos mencionados y la concentración de fondos que perciben los Originadores para proveer los pagos de las cantidades establecidas en el contrato, por lo que los originadores y la Titularizadora no pueden realizar ningún tipo de transacción, débito o cargo sobre estas, o disponer sobre los fondos, únicamente las transacciones autorizadas al Banco Administrador.

Transacciones autorizadas para los flujos del pagador primario: Todos los meses comprendidos dentro del contrato, el Banco procederá a realizar los cargos en cada Cuenta Colectora de los fondos que se encuentren disponibles de los pagos recibidos de Operadora del Sur, S.A. de C.V., como pagador primario, y a transferir dichos montos hacia la Cuenta Discrecional hasta completar la cuota mensual cedida por cada uno de los originadores. Una vez se haya cumplido con la cuota de cesión, los fondos remanentes en cada Cuenta Colectora, si hay, son trasladados a la Cuenta Operativa de cada Originador.

Transacciones autorizadas para el flujo de respaldo: Todos los meses comprendidos dentro del contrato, el Banco procederá a realizar los cargos en cada Cuenta Colectora de los fondos provenientes de Calleja S.A. de C.V., como flujo de respaldo, que se encuentren disponibles y a transferir dichos montos hacia la Cuenta Operativa de cada Originador, salvo que a requerimiento por escrito de la Titularizadora, se instruya al Banco a transferir hacia la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización los mon-

tos que la Titularizadora le requiera, hasta completar la cuota mensual cedida por cada uno de los originadores.

En el caso que al día veinticinco de cada mes, o el próximo día hábil, no haya sido posible completar los fondos necesarios para la cuota mensual cedida de cada Originador con el flujo del pagador primario, la Titularizadora podrá instruir al Banco para cargar las Cuentas Colectoras que reciban los pagos provenientes de Calleja S.A. de C.V., como flujo de respaldo; o en cualquier momento a requerimiento de la Titularizadora.

Cuenta Discrecional

Es la o las cuentas bancarias que fueron abiertas a nombre del FTRTSD 01, administrado por Ricorp Titularizadora, S.A., en el Banco Administrador (Banco de América Central, S.A.), cuenta (s) que son administradas por la Titularizadora y cuya función es mantener los fondos provenientes de la cesión de derechos para realizar los pagos en beneficio de los Tenedores de los Valores de Titularización y demás acreedores del Fondo FTRTSD Cero Uno.

Cuenta Operativa

Una vez cumplida la obligación de transferir la cuota de cesión de flujos a favor del FTRTSD 01, los fondos remanentes son trasladados a la cuenta operativa de cada uno de los originadores, abierta en el Banco Administrador.

Cuenta Restringida

La Titularizadora ha constituido la Cuenta Restringida, la cual o las cuales están abiertas en un banco debidamente autorizado para realizar operaciones pasivas por la Superintendencia del Sistema Financiero, en donde se resguardan, como respaldo de la emisión para el pago de los Valores de Titularización, al menos las próximas cuatro cuotas mensuales de cesión de cada originador. Este resguardo se constituyó deduciéndolo de los fondos provenientes de la colocación de los Valores de Titularización en cuestión.

Al 31 de diciembre de 2020, el monto en cuenta restringida es de US\$1.2 millones, cubriendo las próximas seis cuotas de cesión. Esta cuenta servirá para la amortización del capital y/o intereses a pagarse a los Tenedores de Valores, en caso sea necesario.

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, se contará con un plazo perentorio de hasta tres días hábiles para solucionar esta situación, de lo contrario, la 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 pró-

xima 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 diez 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 Titularizadora lo deberá informar inmediata y simultáneamente a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

Destino de los Recursos

Los fondos que los originadores recibieron en virtud de la Cesión de los Derechos sobre Flujos Financieros Futuros, efectuada para el Fondo de Titularización, fueron utilizados por los originadores para la cancelación de pasivos y/o financiar la expansión de sus operaciones.

Condiciones Especiales

Cabe mencionar que durante todo el proceso de titularización y mientras existan obligaciones a cargo del FTRTSD 01, cada uno de los originadores están obligados a:

- a) Mantener válidas y vigentes las Instrucciones Irrevocables de Pago mientras no se haya liquidado el capital e intereses de la emisión de Valores de Titularización VTRTSD Cero Uno.
- b) 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.
- c) Dar cumplimiento a la regulación para la prevención del lavado de dinero y activos y del financiamiento al terrorismo.
- d) Para el año 2020, debería contar con un Código de Gobierno Corporativo del grupo empresarial, debiendo revelarse en las notas de los Estados Financieros auditados. Cabe precisar que, a diciembre 2020, ya se cuenta con un documento preliminar, y este se encuentra en proceso de aprobación de parte de todos los socios del grupo empresarial. La Alta Administración proyecta tener el documento formalizado en 2021.
- e) Dar cumplimiento a las razones financieras detalladas en el Contrato de Cesión y Administración de Flujos Financieros Futuros.

Sobre este último aspecto, las razones financieras que deberán cumplir cada uno de los originadores son las siguientes:

- i) Deuda entre Patrimonio: Se define como la relación entre la deuda total bancaria y bursátil incluyendo préstamos bancarios a corto plazo, vencimiento corriente de préstamos bancarios a largo plazo, préstamos bancarios a largo plazo, financiamiento bursátil a corto y largo plazo, más financiamiento no operativo de partes relacionadas, más financiamiento a través de arrendamientos financieros, factorajes con recurso, más saldos de capital de deuda emitida por fondos de titularización donde la sociedad sea

originador directo; entre patrimonio: incluyendo Capital Social, Reserva Legal, Otras Reservas, Superávit por Revaluación de Activos (en caso que sea depreciable), Utilidades Retenidas y cualquier otra cuenta registrada en las cuentas de Patrimonio. Esta relación financiera deberá de ser menor o igual a uno punto setenta y cinco veces (1.75x) y deberá cumplirse semestralmente en los meses de junio y diciembre.

Al 31 de diciembre de 2020, dicha razón (certificada por el auditor) se encuentra en los siguientes niveles:

- DISZASA: 1.13 (Cumplimiento)
- UDISA: 2.66 (Incumplimiento)
- DISNA: 1.37 (Cumplimiento)

El incumplimiento por parte de UDISA obedece a: i) El incremento en deuda bancaria de corto plazo (6 meses), para financiar el abastecimiento de inventario (por demanda extraordinaria); y (ii) la reducción en el patrimonio de la compañía, a la luz de la distribución de dividendos en el ejercicio 2020. Al respecto, la Alta Administración prevé cancelar estos financiamientos a su vencimiento y devolver la razón financiera a un estatus de cumplimiento en su siguiente revisión.

ii) Deuda entre EBITDA: Se define como la relación entre deuda entendida como: la deuda total bancaria y bursátil incluyendo préstamos bancarios a corto plazo, vencimiento corriente de préstamos bancarios a largo plazo, préstamos bancarios a largo plazo, financiamiento bursátil a corto y largo plazo, más financiamiento no operativo de partes relacionadas, más financiamiento a través de arrendamientos financieros, factorajes con recurso, más saldos de capital de deuda emitida por fondos de titularización donde la sociedad sea originador directo; entre EBITDA entendido como: la utilidad antes de Gastos Financieros, Impuesto sobre la renta, Depreciación y Amortización y otros ingresos y gastos no recurrentes. Esta relación financiera deberá de ser menor o igual a siete punto setenta y cinco veces (7.75x) y deberá cumplirse semestralmente en los meses de junio y diciembre.

Al 31 de diciembre de 2020, dicha razón (certificada por el auditor) se encuentra en los siguientes niveles:

- DISZASA: 5.33 (Cumplimiento)
- UDISA: 7.22 (Cumplimiento)
- DISNA: 5.52 (Cumplimiento)

El auditor externo de los originadores es 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 la Titularizadora 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 la Titularizadora a más tardar el día quince de julio o el próximo día hábil de todos los años comprendidos dentro del plazo de la cesión. No obstante lo anterior, la Titularizadora podrá requerir en cualquier momento la emisión de una certificación adicional a las antes establecidas, cuando lo considere necesario.

Proceso de Regularización: A partir de la fecha en que la Titularizadora haya verificado el incumplimiento de cual-

quiera de las razones financieras establecidas en el apartado anterior por cualquiera de los originadores, contará con cinco días hábiles para notificar al(los) originador(es) en incumplimiento y al Representante de Tenedores de dicho incumplimiento, haciéndole saber a dicho(s) originador(es) que deberán tomar las acciones necesarias para regularizar la situación de incumplimiento, hasta la próxima certificación que realice el auditor externo. En caso que el(los) originador(es) llegaran a incumplir en la próxima certificación con la razón financiera en cuestión, la Titularizadora deberá notificar al Banco Administrador para que éste último se abstenga de realizar las transferencias de excedentes sobre la cuota mensual de cesión y se concentren en la Cuenta Colectora todos los excedentes de los depósitos que se realicen. Los montos retenidos en concepto de este mecanismo de aceleración se mantendrán en la Cuenta Colectora correspondiente hasta completar el monto equivalente a tres cuotas mensuales de cesión, y a partir de ese momento el exceso será devuelto a dicho(s) Originador(es). Las tres cuotas de cesión retenidas en la Cuenta Colectora serán devueltas únicamente si se verifica el cumplimiento de la razón financiera en cuestión.

Zumma considera que el período de revisión de las razones financieras es largo (semestral) y por ende también el período de regularización. Adicionalmente, los límites de dichas razones son laxos, por lo que no aportan a la estructura de titularización.

Caducidad

Cada uno de los originadores y la Titularizadora suscribieron el Contrato de Cesión y Administración de Flujos Operativos Futuros, en el cual se describen los casos de caducidad del contrato. De aplicarse esta cláusula, las obligaciones a cargo de los originadores y a favor de Ricorp como administrador del FTRTSD 01 serán exigibles en su totalidad como si se tratara de plazo vencido y, en consecuencia, los originadores deberá enterar a Ricorp, el saldo que a esa fecha se encuentre pendiente de enterar hasta completar el monto máximo de US\$39,012,000 en los casos siguientes:

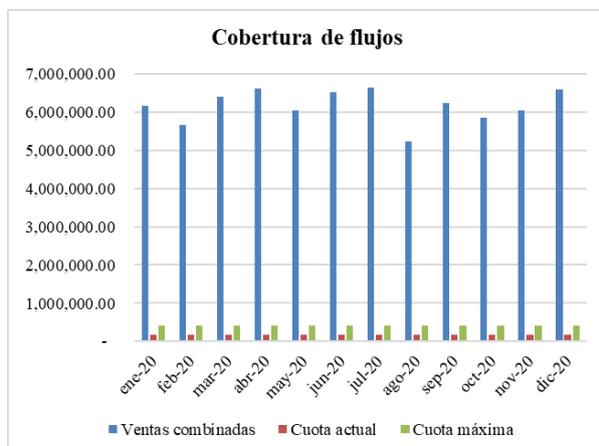
- Si sobre los Flujos Financieros Futuros objeto de cesión recayere embargo u otra medida cautelar impuesta por acciones de terceros sobre los mismos.
- Si en cualquier momento la Administración o la Junta Directiva del originador resolviera modificar cualquiera de las condiciones consignadas en cualquiera de los contratos firmados.
- En el caso que el originador incumpliere con cualquiera de las condiciones especiales establecidas en el presente instrumento.
- Si el evento de mora a cargo del originador no fuere solventado en los términos que constan en el Contrato de Cesión y Administración de Flujos Operativos Futuros.
- Cuando los valores emitidos con cargo al Fondo FTRTSD 01, no puedan colocarse en el mercado bursátil de conformidad con el Artículo setenta y seis vigente de la Ley de Titularización de Activos.

- En general, por cualquier incumplimiento de las obligaciones que en virtud del presente instrumento le corresponda al originador.

ANÁLISIS DE FLUJOS DEL ORIGINADOR

La estructura de la Titularización de Sociedades Distribuidoras establece que los originadores ceden de manera mensual una parte de sus flujos financieros con el objetivo de cubrir la cuota mensual a favor del Fondo. En ese sentido, la estructura operativa establece que el FTRTSD 01 debe recibir los ingresos correspondientes a una porción de los primeros flujos financieros provenientes de los pagos recibidos por las ventas realizadas a supermercados.

Al 31 de diciembre de 2020, comparando el importe mensual de flujos de los originadores vinculados a los ingresos de supermercados durante los últimos doce meses con la máxima cuota de cesión a favor del Fondo de Titularización (se pagará a partir del mes 61), se determina una holgada cobertura promedio para cumplir con dicha obligación (14.8 veces). Asimismo, y de acuerdo con el modelo financiero provisto por la entidad Titularizadora, las proyecciones de los ingresos percibidos por los originadores en concepto de ventas a Supermercados, cubren sin dificultad las diferentes cuotas de cesión a lo largo del período de titularización (21.9 veces en promedio).



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

Por otra parte, es relevante mencionar que Zumma Ratings ha analizado y realizado escenarios de estrés a los flujos proyectados que serán percibidos en la Cuenta Colectora, con base al modelo financiero elaborado por la Sociedad Titularizadora, valorándose un nivel adecuado de cobertura sobre la cuota de cesión mensual.

Las entidades originadoras forman parte de la cadena de comercialización de productos considerados como de primera necesidad (alimentos, bebidas y limpieza). Es importante señalar que, en los primeros meses de la contingencia sanitaria, por las medidas impuestas por el Gobierno para contener la crisis (confinamiento y restricción a la movilidad), el volumen de ventas de los originadores al canal de supermercados incrementó, principalmente por

la venta de productos alimenticios. Para 2021, las distribuidoras proyectan un ligero decrecimiento en ventas, considerando que 2020 fue un año extraordinario. Sin embargo, la cobertura de flujos se mantendrá favorable.

CARACTERÍSTICAS DEL PROGRAMA DE TITULARIZACIÓN (FTRTSD 01)

Emisor: Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01(FTRTSD 01).

Originadores: Distribuidora Zablah, S.A. de C.V.; Distribuidora Nacional, S.A. de C.V.; y Unión Distribuidora Internacional, S.A. de C.V.

Denominación de la emisión: Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01 (VTRTSD 01).

Monto del programa: US\$25 millones.

Tasa de Interés: Fija con pagos mensuales

Tramo 1: US\$13,580,000 a 10 años y tasa fija: 7.40%

Tramo 2: US\$ 3,650,000 a 5 años y tasa fija: 6.50%

Tramo 3: US\$ 500,000 a 10 años y tasa fija: 7.40%

Tramo 4: US\$ 7,270,000 a 10 años y tasa fija: 7.40%

Amortización: Mensual a partir del tercer año

Pago de Intereses: Los intereses se pagarán de forma mensual.

Plazo de la emisión: Tendrá un plazo de 120 meses (10 años).

ANÁLISIS DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN

Ricorp Titularizadora, S.A., como administrador del Fondo, realizó un análisis del activo subyacente (flujos futuros) previo a la compra de este por parte del Fondo de Titularización, a fin de valorar la capacidad que tendría el Fondo para pagar sus obligaciones en escenarios de estrés y sensibilización de flujos. En ese contexto, el FTRTSD 01 ha cobrado los ingresos correspondientes a una porción de los primeros flujos provenientes de los pagos recibidos por las ventas que los originadores realizan a supermercados, de acuerdo con lo estipulado en los contratos; asimismo, ha pagado el servicio de la deuda de la emisión VTRTSD 01, según el plan de pago.

Se pondera favorablemente que la principal erogación del Fondo (servicio de la deuda) fue pactada a tasa fija, evitando así contingencias que estresen su liquidez. Además, el resto de compromisos (servicios de terceros) representan una baja porción de los ingresos del Fondo (2.9% a diciembre 2020). Adicionalmente, la liquidez (bancos y cuenta restringida) y porción corriente de activos de titularización del FTRTSD 01 brinda una cobertura sobre el saldo de las obligaciones financieras de corto plazo de 5.2 veces al cierre de 2020.

PERFIL CREDITICIO DE LOS ORIGINADORES

Antecedentes

Los originadores pertenecen a Grupo Zablah, grupo empresarial salvadoreño que incluye empresas con servicios

de distribución, financieros, logísticos, energéticos, entre otros. El Grupo constituyó DISZASA en 1969, UDISA en 1990 y adquirió DISNA en 2003 (constituida en 1981 por otro grupo familiar).

La actividad principal de los originadores es la distribución y comercialización de productos alimenticios, artículos de uso personal, licores, entre otros. Importan productos desde Europa, Asia, Suramérica, Norteamérica y Centroamérica y cuenta con una alta diversificación de las marcas comercializadas. En línea con lo anterior, las tres distribuidoras mantienen relaciones comerciales de largo plazo con proveedores nacionales e internacionales, manejando acuerdos con base al desempeño de las distintas marcas comercializadas.

Para 2021, la estrategia comercial de los originadores se fundamenta en la incorporación de nuevas cuentas y líneas de distribución. El grupo proyecta un menor desempeño en ventas para el presente año (aunque mayores a 2019), considerando que 2020 fue un año extraordinario por las necesidades de la población en período de pandemia. Adicionalmente, las compañías continuaran robusteciendo el abastecimiento de supermercados independientes, canal que exhibió un crecimiento importante durante 2020. Para los próximos años, tienen planeado desarrollar la división de farmacia e impulsar un proyecto de implementación tecnológica, para automatizar y eficientizar las operaciones. Finalmente, el Grupo se encuentra buscando alternativas de financiamiento para un proyecto de construcción a finales de 2021, permitiéndoles centralizar sus operaciones de distribución logrando eficiencia de procesos.

Gobierno Corporativo

Las Juntas Directivas de los originadores están conformadas cada una por 6 directores (3 propietarios y sus suplentes), con la reciente inclusión de dos miembros independientes bajo la figura de asesores. Con respecto a la exposición en cuentas por cobrar con relacionadas a diciembre 2020, las distribuidoras muestran una exposición moderada en relación a su patrimonio: 6.1% DISZASA, 0.6% UDISA y 58.7% DISNA. Cabe precisar que, la mayor parte de estas cuentas por cobrar está relacionada con la operación de las entidades y sus condiciones son de mercado.

Adicionalmente, la administración ya tiene listo un documento preliminar de Código de Gobierno Corporativo, pendiente de formalización (firmas de autorización). Mencionar que, dicho documento debe de socializarse con otros accionistas de las empresas.

Análisis de Riesgo

La destacada posición competitiva como importantes distribuidoras a nivel nacional, la alta diversificación de las marcas comercializadas, las barreras de entrada para la industria (principalmente la relación y operación con supermercados y el capital de trabajo para financiar las operaciones) se consideran aspectos favorables en el perfil de riesgo de los originadores. En contraparte, el elevado nivel de endeudamiento de las Distribuidoras (con tendencia

de disminución), los riesgos particulares del sector y la lenta recuperación de algunas cuentas por cobrar de sectores afectados por la pandemia, han sido considerados como variables que podrían sensibilizar el desempeño de los originadores.

Distribuidora Zablah, S.A. de C.V. (DISZASA)

Diszasa es la distribuidora de mayor tamaño del grupo, con activos de US\$59.8 millones al cierre de 2020. La compañía reflejó un crecimiento anual en sus ventas de 7.0%, superando los ritmos de crecimiento promedio de años anteriores. En línea con su modelo de negocio, los principales activos los constituyen los inventarios (32.9% del total de activos) y las cuentas por cobrar (29.3%). En 2020, destaca la reducción en cuentas por cobrar a relacionadas (corrientes) en el orden de US\$4.7 millones; debido a la venta de activos fijos que realizó la compañía en 2019 a algunas compañías del grupo, siendo canceladas a DISZASA durante 2020. Adicionalmente, se señala la expansión en el importe de inversiones en acciones, decisión de la Alta Administración para diversificar fuentes de ingreso.

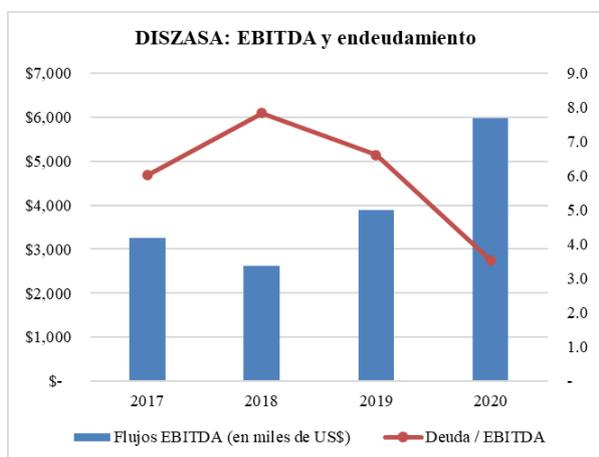
Las principales fuentes de fondeo de DISZASA son los créditos provenientes de la titularización (30% del total de pasivos), las cuentas por pagar a sus proveedores (27.6%) y el financiamiento bancario de corto plazo (5.2%). Es importante mencionar que 55% de los proveedores son del exterior y el 45% restantes corresponden a proveedores locales. Por su parte, los fondos provenientes de la titularización han servido para cancelar gradualmente la deuda bancaria y para capital de trabajo.

Al 31 de diciembre de 2020, la relación patrimonio / activos se situó en 31.9% (28.7% en 2019); mientras que el apalancamiento financiero (pasivo / patrimonio) pasó a 2.1x desde 2.5x en el lapso de doce meses. Al respecto, DISZASA amortizó deuda durante 2020, disminuyendo sus compromisos bancarios un 18%. Cabe precisar que, la distribuidora mantiene compromisos contingenciales diversos con compañías relacionadas, situación que, de materializarse, podría sensibilizar la situación financiera de la institución.

A la luz de los resultados favorables en ventas y una disminución en gastos asociados, los indicadores de rentabilidad exhiben un desempeño favorable; haciendo notar que los mismos son estrechos, característico de la industria. Asimismo, los indicadores de eficiencia son bajos, al ser la operación intensiva en recursos humanos y gastos por publicidad. El ritmo de expansión de los ingresos por ventas durante 2020 estuvo determinado por la mayor afluencia de ventas en los canales de supermercados; en tanto que las personas buscaron abastecerse de alimentos y productos de primera necesidad en los primeros meses de la pandemia. Se señala que dicha dinámica compensó la caída de las ventas en los canales de mayoreo y de restaurantes, cuyos ingresos se vieron mayormente afectados. Para 2021, se proyectan niveles de venta menores a los de 2020 (año extraordinario), pero superiores a los de 2019.

Por canal de distribución, el 40% de los ingresos provie-

nen de las ventas en supermercados y el 60% restante proviene de ventas al mayoreo, ruteo y Siggaff (incluye tiendas de conveniencia, restaurantes, bares, etc.).



Fuente: Distribuidora Zablah, S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

Al cierre de 2020, el EBITDA calculado sobre la base de doce meses totalizó US\$6.0 millones (US\$3.9 millones en 2019); asimismo, el margen EBITDA reflejó una ampliación a 4.3% desde 3.0% en 2019, vinculado a la ampliación del resultado operativo. En ese sentido, la relación deuda financiera/EBITDA denotó una disminución, ubicándose en 3.5 veces (5.9x en 2019). Es preciso señalar que, los cálculos efectuados por el auditor externo de DISZASA determinaron un ratio de 5.3 veces. La diferencia en el resultado (con el de Zumma Ratings) se debe a criterios diferenciados en algunos componentes de los otros ingresos para calcular los flujos EBITDA. En ese contexto, se considera que la generación de flujos operativos, con relación a los niveles de endeudamiento de la compañía son modestos (ver gráfico *DISZASA: EBITDA y Endeudamiento*).

Para 2021, la Alta Administración de DISZASA no proyecta variaciones en el nivel de apalancamiento financiero de la compañía.

Unión Distribuidora Internacional, S.A. de C.V. (UDISA)

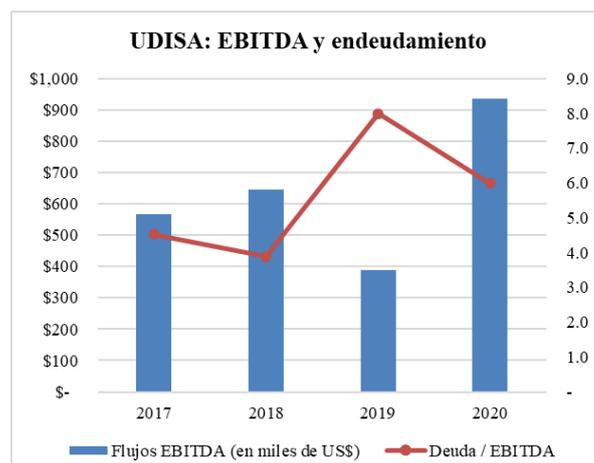
Udisa registró activos por US\$11.8 millones al 31 de diciembre de 2020, reflejando un crecimiento anual de 11.8%. Desde 2016, la entidad muestra una tendencia creciente en sus operaciones. La expansión descrita estuvo determinada por el incremento en inversiones asociadas, un mayor importe de títulos valores y, en menor medida, un aumento en cuentas por cobrar. Adicionalmente, destacan la reducción en cuentas por cobrar a relacionadas (préstamo a corto plazo) y la realización de inversiones temporales en fondos de inversión. En términos de estructura, las cuentas por cobrar, los inventarios y las inversiones en asociadas, son los activos con mayor representación en el balance (24%, 23% y 19%, respectivamente).

Por su parte, los fondos provenientes de la titularización, los préstamos bancarios y las cuentas por pagar con rela-

cionadas (DISZASA) son las principales fuentes de fondeo. Al 31 de diciembre de 2020, éstas representan 24%, 21% y 15% de los pasivos totales, respectivamente. Cabe precisar que, UDISA incrementó su apalancamiento durante 2020, a la luz del exceso de demanda que reflejó la compañía en los primeros meses de la pandemia (productos alimenticios, medicamentos). El capital de trabajo adicional fue financiado a través de préstamos bancarios de corto y mediano plazo; así como créditos de corto plazo con partes relacionadas. En cuanto a los proveedores, el 89% son del exterior y lo restante corresponde a proveedores locales. Por otra parte, el apalancamiento financiero (pasivo / patrimonio) se ubicó en 3.2x a diciembre 2020 (1.5x en 2019), mientras que la relación patrimonio a activos pasó a 23.6% desde 39.7% en 2019.

UDISA fue la distribuidora del grupo empresarial que reflejó el mejor desempeño en términos de ventas; registrando un crecimiento anual de 27% (alimentos y artículos de uso personal). La dinámica anterior determinó un incremento en la utilidad bruta de 17%. Por su parte, los gastos de venta y administrativos se mantuvieron estables, reflejando la gestión de la administración por contener gastos. En ese contexto, el margen bruto y operativo exhiben niveles de 20.5% y 5.2%, respectivamente (22.2% y 2.5% en 2019). Se señalan los menores flujos provenientes de otros ingresos; haciendo notar los ingresos extraordinarios que reflejó la compañía en 2019 fue en virtud de la venta de un activo fijo. Así, el margen neto se redujo a 3.5%, desde 14.2% en el lapso de doce meses; no obstante, el mismo es superior a 2018 (2.2%).

La composición de los ingresos por canal de distribución se divide: 60% de ellos provienen de supermercados y el 40% restante proviene de mayoreo.



Fuente: Unión Distribuidora Internacional, S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

El nivel de cobertura del EBITDA en relación con los compromisos financieros mejoró en 2020 (similar a los otros originadores). A diciembre 2020, el EBITDA calculado sobre la base de doce meses totalizó US\$934 mil; mientras que el margen EBITDA subió a 5.4% desde 2.8% en el lapso de doce meses. En ese sentido, la relación deuda financiera/EBITDA se ubicó en 6.0 veces

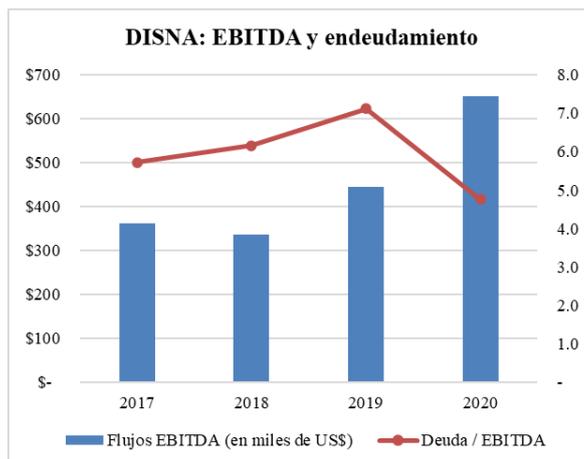
(8.4x veces en 2019), reflejando una mayor expansión en los flujos operativos de la compañía respecto de su nivel de endeudamiento (ver gráfico *UDISA: EBITDA y Endeudamiento*). A criterio de Zumma Ratings, los niveles de endeudamiento de UDISA se consideran elevados. Al respecto, la Administración de la distribuidora prevé cancelar algunos pasivos de corto plazo en su vencimiento, por lo que el volumen de deuda disminuirá en 2021.

Distribuidora Nacional, S.A. de C.V. (DISNA)

DISNA totalizó US\$9.8 millones en términos de activos al 31 de diciembre de 2020 (US\$8.6 millones en 2019). El incremento en cuentas por cobrar (comerciales y a relacionadas) y el aumento en gastos pagados por anticipados, determinaron la expansión descrita. Las cuentas por cobrar (comerciales) y los inventarios constituyen los activos más relevantes de DISNA, representando 61% del total de activos, en línea con su giro de negocio. Las cuentas por cobrar a relacionadas, por su parte, representan el 17% de los activos totales.

El aumento anual del 17% en las cuentas por cobrar corresponde al crecimiento en ventas; así como algunos retrasos en el canal de mayoreo y clientes institucionales que aún presentan afectaciones en sus flujos. Cabe precisar que, el grupo empresarial ha fortalecido el equipo de cobros y realizó una inversión en software de créditos. Para 2021, se espera que los cobros provenientes de estos canales se normalicen.

Al 31 de diciembre de 2020, la deuda por la titularización representa el 29% de los pasivos totales; mientras que los proveedores el 20%. Al igual que lo observado en UDISA, la mayoría de los proveedores provienen son del exterior, 68%, y el restante corresponde a proveedores locales. Al cierre de 2020, la relación patrimonio a activos fue 29.4%, en sintonía con el promedio de los últimos 3 años; y el apalancamiento financiero (pasivo / patrimonio) se ubicó en 2.4 veces a diciembre 2020 (2.2x en 2019).



Fuente: Distribuidora Nacional, S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

La generación de flujos respecto del volumen de deuda y la cobertura del EBITDA en relación con los compromisos financieros es baja; haciendo notar que dicha relación mejoró en 2020; en función del desempeño en los ingresos de la distribuidora. Al cierre de diciembre 2020, el EBITDA a doce meses totalizó US\$651 mil; mientras que el margen EBITDA se ubicó en 3.1% (2.3% en 2019). En ese contexto, la relación deuda financiera/EBITDA pasó de 7.1 veces a 4.8x en el lapso de doce meses (ver gráfico *DISNA: EBITDA y Endeudamiento*). En opinión de Zumma Ratings, los niveles de endeudamiento de DISNA se mantendrán estables en 2021.

Los indicadores de rentabilidad, márgenes y la eficiencia presentaron un desempeño favorable; aunque estos se consideran bajos, algo característico en la industria de DISNA. La expansión de los ingresos por ventas ha sido consistente desde 2016, exhibiendo en 2020 el mayor crecimiento de los últimos cuatro años. La mayor venta de alimentos y licores en los primeros meses de la contingencia sanitaria, determinó la dinámica descrita. En la composición de los ingresos por canal de distribución a la fecha en evaluación destaca la participación de los ingresos provenientes por Supermercados (40%); el 60% restante se corresponde a Mayoreo, Institucional y Ruteo.

FLUJOS MENSUALES CEDIDOS AL FTRTSD 01

Período	Cesión en US\$						
1	\$180,000.00	31	\$270,000.00	61	\$416,200.00	91	\$416,200.00
2	\$180,000.00	32	\$270,000.00	62	\$416,200.00	92	\$416,200.00
3	\$180,000.00	33	\$270,000.00	63	\$416,200.00	93	\$416,200.00
4	\$180,000.00	34	\$270,000.00	64	\$416,200.00	94	\$416,200.00
5	\$180,000.00	35	\$270,000.00	65	\$416,200.00	95	\$416,200.00
6	\$180,000.00	36	\$270,000.00	66	\$416,200.00	96	\$416,200.00
7	\$180,000.00	37	\$270,000.00	67	\$416,200.00	97	\$416,200.00
8	\$180,000.00	38	\$270,000.00	68	\$416,200.00	98	\$416,200.00
9	\$180,000.00	39	\$270,000.00	69	\$416,200.00	99	\$416,200.00
10	\$180,000.00	40	\$270,000.00	70	\$416,200.00	100	\$416,200.00
11	\$180,000.00	41	\$270,000.00	71	\$416,200.00	101	\$416,200.00
12	\$180,000.00	42	\$270,000.00	72	\$416,200.00	102	\$416,200.00
13	\$180,000.00	43	\$270,000.00	73	\$416,200.00	103	\$416,200.00
14	\$180,000.00	44	\$270,000.00	74	\$416,200.00	104	\$416,200.00
15	\$180,000.00	45	\$270,000.00	75	\$416,200.00	105	\$416,200.00
16	\$180,000.00	46	\$270,000.00	76	\$416,200.00	106	\$416,200.00
17	\$180,000.00	47	\$270,000.00	77	\$416,200.00	107	\$416,200.00
18	\$180,000.00	48	\$270,000.00	78	\$416,200.00	108	\$416,200.00
19	\$180,000.00	49	\$270,000.00	79	\$416,200.00	109	\$416,200.00
20	\$180,000.00	50	\$270,000.00	80	\$416,200.00	110	\$416,200.00
21	\$180,000.00	51	\$270,000.00	81	\$416,200.00	111	\$416,200.00
22	\$180,000.00	52	\$270,000.00	82	\$416,200.00	112	\$416,200.00
23	\$180,000.00	53	\$270,000.00	83	\$416,200.00	113	\$416,200.00
24	\$180,000.00	54	\$270,000.00	84	\$416,200.00	114	\$416,200.00
25	\$270,000.00	55	\$270,000.00	85	\$416,200.00	115	\$416,200.00
26	\$270,000.00	56	\$270,000.00	86	\$416,200.00	116	\$416,200.00
27	\$270,000.00	57	\$270,000.00	87	\$416,200.00	117	\$416,200.00
28	\$270,000.00	58	\$270,000.00	88	\$416,200.00	118	\$416,200.00
29	\$270,000.00	59	\$270,000.00	89	\$416,200.00	119	\$416,200.00
30	\$270,000.00	60	\$270,000.00	90	\$416,200.00	120	\$416,200.00
Total							\$39,012,000.00

DISTRIBUIDORA ZABLAH, S.A. DE C.V.
BALANCE DE SITUACIÓN FINANCIERA
(En miles de US Dólares)

	Dic.17		Dic.18		Dic.19		Dic.20	
		%		%		%		%
ACTIVO								
Activo Corriente								
Efectivo	514	1%	360	1%	443	1%	2,221	4%
Inversiones Financieras	2,282	4%	1,760	3%	-	0%	-	0%
Cuentas por Cobrar	18,770	34%	19,824	33%	18,670	30%	17,548	29%
Inventarios	17,543	32%	20,777	34%	19,149	31%	19,679	33%
Cuentas por cobrar a partes relacionadas corrientes	1,339	2%	1,542	3%	5,821	9%	1,165	2%
Otras cuentas por cobrar	5,153	9%	4,298	7%	5,413	9%	4,435	7%
Gastos pagados por anticipado	902	2%	1,507	2%	1,243	2%	1,005	2%
Impuesto por recuperar	-	0%	-	0%	2,565	4%	2,867	5%
Total Activo corriente	46,504	85%	50,068	83%	53,305	85%	48,921	82%
Activo no Corriente								
Bienes muebles e inmuebles	6,620	12%	7,079	12%	5,296	8%	4,738	8%
Inversiones en acciones	1,551	3%	3,234	5%	4,043	6%	6,177	10%
Impuesto sobre la renta diferido	9	0%	3	0%	3	0%	2	0%
Depósitos en garantía	-	0%	-	0%	5	0%	-	0%
Transitorios y diferidos	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Total Activo no Corriente	8,180	15%	10,317	17%	9,346	15%	10,916	18%
TOTAL ACTIVO	54,684	100%	60,384	100%	62,651	100%	59,837	100%
PASIVO								
Pasivo Corriente								
Porción corriente de préstamos de largo plazo	1,943	4%	1,941	3%	1,052	2%	1,052	2%
Préstamos bancarios a corto plazo	15,000	27%	16,038	27%	6,570	10%	2,052	3%
Sobregiros bancarios	162	0%	66	0%	161	0%	37	0%
Cuentas por pagar comerciales	16,107	29%	19,888	33%	13,280	21%	16,543	28%
Otras Cuentas y gastos acumulados por pagar	3,110	6%	3,332	6%	3,424	5%	2,344	4%
Cuentas por pagar a partes relacionadas	867	2%	1,044	2%	2,049	3%	791	1%
Total Pasivo Corriente	37,189	68%	42,310	70%	26,536	42%	22,819	38%
Pasivo no Corriente								
Préstamos por pagar largo plazo	2,490	5%	2,524	4%	-	0%	-	0%
Obligaciones por pagar titularización a largo plazo	-	0%	-	0%	17,948	29%	17,948	30%
Obligaciones por retiro voluntario	30	0%	11	0%	11	0%	5	0%
Cuentas por pagar a partes relacionadas	-	0%	-	0%	167	0%	-	0%
Total Pasivo No Circulante	2,520	5%	2,535	4%	18,125	29%	17,953	30%
TOTAL PASIVO	39,709	73%	44,845	74%	44,661	71%	40,772	68%
PATRIMONIO								
Capital social	9,379	17%	12,494	21%	11,894	19%	10,894	18%
Reserva legal	1,881	3%	1,996	3%	2,271	4%	2,179	4%
Utilidades retenidas	2,568	5%	(114)	0%	776	1%	1,991	3%
Utilidad del ejercicio	1,147	2%	1,164	2%	3,049	5%	4,002	7%
TOTAL PATRIMONIO	14,975	27%	15,540	26%	17,990	29%	19,065	32%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	54,684	100%	60,384	100%	62,651	100%	59,837	100%

DISTRIBUIDORA ZABLAH, S.A. DE C.V.
ESTADO DE RESULTADOS
(En miles de US Dólares)

	Dic.17	%	Dic.18	%	Dic.19	%	Dic.20	%
Ingresos	125,974	100%	123,086	100%	128,464	100%	137,270	100%
Ventas	125,974	100%	123,086	100%	128,464	100%	137,270	100%
Costo de Venta	97,987	78%	94,958	77%	98,731	77%	106,739	78%
Costo de ventas	97,987	78%	94,958	77%	98,731	77%	106,739	78%
Utilidad Bruta	27,988	22%	28,128	23%	29,734	23%	30,531	22%
Gastos de Venta y Administrativos	25,856	21%	26,599	22%	26,846	21%	25,365	18%
Gastos de Venta	20,603	16%	21,451	17%	22,052	17%	20,387	15%
Gastos de Administración	5,252	4%	5,148	4%	4,794	4%	4,978	4%
Utilidad de Operación	2,132	2%	1,529	1%	2,888	2%	5,166	4%
Otros Ingresos	759	1%	1,437	1%	2,704	2%	1,474	1%
Gastos Financieros	1,045	1%	1,321	1%	1,664	1%	1,815	1%
Utilidad Antes de Impuesto Sobre la Renta	1,846	1%	1,645	1%	3,929	3%	4,826	4%
Impuesto Sobre la Renta	621	0%	481	0%	879	1%	824	1%
Reserva Legal	79	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Utilidad antes de otros resultados integrales	1,147	1%	1,164	1%	3,049	2%	4,002	3%
Utilidad Neta	1,147	1%	1,164	1%	3,049	2%	4,002	3%

DISTRIBUIDORA ZABLAH, S.A. DE C.V.
INDICADORES FINANCIEROS

	Dic.17	Dic.18	Dic.19	Dic.20
Rentabilidad				
ROAA	2.1%	2.0%	5.0%	6.5%
ROAE	7.7%	7.6%	18.2%	21.6%
Utilidad de Operación / Ingresos	1.7%	1.2%	2.2%	3.8%
Utilidad Neta / Ingresos	0.9%	0.9%	2.4%	2.9%
Costo Financiero Promedio	5.4%	6.4%	6.5%	8.6%
Gastos de Operación / Utilidad bruta	92.4%	94.6%	90.3%	83.1%
Rentabilidad del Activo Fijo Promedio	17.3%	16.4%	49.3%	79.8%
Liquidez				
Activo corriente / Pasivo Corriente	1.3	1.2	2.0	2.1
Liquidez general sin relacionadas (veces)	1.3	1.2	2.2	2.2
Capital de Trabajo	\$ 9,315	\$ 7,758	\$ 26,769	\$ 26,102
Capital de Trabajo (excluyendo a relacionadas)	\$ 10,182	\$ 8,802	\$ 28,818	\$ 26,892
EBITDA y Flujos del Periodo				
Efectivo neto de las actividades de operación	\$ 2,043	\$ 74	\$ (5,546)	\$ 11,036
Gasto Financiero neto de impuestos	\$ 731	\$ 925	\$ 1,165	\$ 1,270
FCO (Flujo de Caja Operativo)	\$ 2,774	\$ 999	\$ (4,381)	\$ 12,306
CAPEX	\$ 1,491	\$ 1,583	\$ 692	\$ 1,406
Dividendos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
FLC Flujo Libre de Caja* (sin restar dividendos)	\$ 1,283	\$ (584)	\$ (5,073)	\$ 10,900
FLC Flujo Libre de Caja (restando dividendos)	\$ 1,283	\$ (584)	\$ (5,073)	\$ 10,900
EBIT (período)	\$ 2,132	\$ 1,529	\$ 2,888	\$ 5,166
EBITDA (12 meses)	\$ 3,258	\$ 2,627	\$ 3,892	\$ 5,963
EBITDA (período)	\$ 3,258	\$ 2,627	\$ 3,892	\$ 5,963
Gasto Financiero (12 meses)	\$ 1,045	\$ 1,321	\$ 1,664	\$ 1,815
Gasto Financiero (período)	\$ 1,045	\$ 1,321	\$ 1,664	\$ 1,815
Margen EBITDA	2.6%	2.1%	3.0%	4.3%
Coberturas de Gasto Financiero del Periodo				
FCO / Gasto financiero (doce meses)	2.7	0.8	(2.6)	6.8
FLC / Gasto financiero (doce meses)	1.2	(0.4)	(3.0)	6.0
EBITDA / Flujo de Actividades de Operación (período)	1.6	35.5	(0.7)	0.5
EBITDA / Gasto financiero (12 meses)	3.1	2.0	2.3	3.3
EBITDA Período / Gasto Financiero Período	3.1	2.0	2.3	3.3
Coberturas de Servicio de Deuda (doce meses)				
EBITDA / (Intereses + PCLP + Deuda bancaria corto plazo)	0.2	0.1	0.4	1.2
EBITDA / (Deuda bancaria corto plazo + PCLP + Deuda de LP neto de PCLP + Pasivo por operaciones de arrendamiento)	0.2	0.1	0.2	0.3
Estructura financiera				
Pasivo / Patrimonio (veces)	2.7	2.9	2.5	2.1
Endeudamiento de corto plazo / patrimonio (veces)	2.5	2.7	1.5	1.2
Endeudamiento financiero (veces)	1.3	1.3	1.4	1.1
Endeudamiento financiero corto plazo/deuda financiera total	0.9	0.9	0.3	0.1
Deuda Financiera / EBITDA (doce meses)	6.0	7.8	5.9	3.5
Deuda Financiera / Patrimonio	1.3	1.3	1.5	1.1
Deuda Total/ Patrimonio	2.4	2.6	2.2	2.0
Capital / Activos	17.2%	20.7%	19.0%	18.2%
Patrimonio / Activos	27.4%	25.7%	28.7%	31.9%
Depreciación y amortización (período)	\$ 1,126	\$ 1,098	\$ 1,004	\$ 797
Exceso / (deficit) de depreciación	\$ (366)	\$ (485)	\$ 312	\$ (609)
Cuentas por Cobrar a Relacionadas / Patrimonio	8.9%	9.9%	32.4%	6.1%
Cuentas por Cobrar a Relacionadas / Capital	14.3%	12.3%	48.9%	10.7%
Gestión Administrativa				
Ciclo de efectivo	44	45	54	46
Rotación de Inventarios	64	79	70	66
Rotación de cobranzas comerciales	54	58	52	46
Rotación de cobranzas global (incluye relacionadas)	54	58	52	46
Rotación de cuentas por pagar comerciales	71	88	61	64
Rotación de cuentas por pagar comerciales (incluye rel)	74	92	68	66
Descalce	20	34	16	20

UNIÓN DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL, S.A. de C.V.
BALANCE DE SITUACIÓN FINANCIERA
(En miles de US Dólares)

	Dic.17	%	Dic.18	%	Dic.19	%	Dic.20	%
ACTIVO								
Activo Corriente								
Efectivo	63	1%	175	2%	19	0%	20	0%
Cuentas por Cobrar	3,031	39%	3,082	39%	2,651	25%	2,854	24%
Inventarios	1,487	19%	1,793	23%	2,191	21%	2,243	19%
Cuentas por Cobrar a relacionadas CP	560	7%	184	2%	1,087	10%	18	0%
Impuestos por recuperar	128	2%	162	2%	39	0%	94	1%
Otras cuentas por cobrar	259	3%	220	3%	502	5%	424	4%
Gastos pagados por anticipado	21	0%	10	0%	15	0%	184	2%
Inversiones temporales - fondos de inversión	-	0%	-	0%	956	9.1%	-	0.0%
Total Activo corriente	5,549	71%	5,626	72%	7,457	71%	5,837	49%
Activo no Corriente								
Gastos pagados por anticipado	-	0%	-	0%	30	0%	18	0%
Propiedades, mobiliario y equipo	1,744	22%	1,713	22%	907	9%	874	7%
Inversiones en títulos valores en custodia	-	0%	-	0%	1,094	10.4%	2,045	17.3%
Fondo restringido y excedente	-	0%	-	0%	194	2%	230	2%
Depositos en garantía	1	0%	1	0%	1	0%	1	0%
Inversiones en asociadas	479	6%	479	6%	838	8%	2,763	23%
Activo sobre la renta diferido	29	0%	26	0%	26	0%	26	0%
Total Activo no Corriente	2,253	29%	2,219	28%	3,090	29%	5,957	51%
TOTAL ACTIVO	7,802	100%	7,845	100%	10,547	100%	11,794	100%
PASIVO								
Pasivo Corriente								
Préstamos por pagar de corto plazo	2,534	32%	1,298	17%	250	2%	2,474	21%
Porción circulante de otros préstamos no corriente	-	0%	-	0%	166	2%	-	0%
Otros préstamos por pagar	30	0%	31	0%	32	0%	38	0%
Obligaciones por retiro voluntario	21	0%	20	0%	10	0%	1	0%
Proveedores	1,788	23%	1,758	22%	1,719	16.3%	791	6.7%
Otras Cuentas y gastos acumulados por pagar	292	4%	445	6%	270	3%	727	6%
Cuentas por pagar a partes relacionadas	578	7%	368	5%	892	8%	1,751	15%
Impuesto sobre la renta por pagar	47	1%	34	0%	88	1%	42	0%
Total Pasivo Corriente	5,289	68%	3,954	51%	3,426	44%	5,824	75%
Pasivo no Corriente								
Cuentas por pagar a partes relacionadas	30	0%	30	0%	30	0%	30	0%
Préstamos por pagar largo plazo	-	0%	1,179	15%	-	0%	250	2%
Otros préstamos no corrientes	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Obligaciones por retiro voluntario	67	1%	67	1%	67	1%	65	1%
Cuentas por pagar a largo plazo	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Pasivo impuesto sobre la renta diferido	116	1%	124	2%	3	0%	8	0%
Deuda por titularización	-	0%	-	0%	2,834	27%	2,834	24%
Total Pasivo No Circulante	213	3%	1,400	18%	2,934	28%	3,187	27%
TOTAL PASIVO	5,502	71%	5,354	68%	6,360	60%	9,010	76%
PATRIMONIO								
Capital social	1,131	14%	1,848	24%	1,848	18%	1,848	16%
Reserva legal	347	4%	370	5%	370	4%	370	3%
Utilidades retenidas	558	7%	(22)	0%	20	0%	(40)	0%
Utilidad del ejercicio	264	3%	295	4%	1,949	18%	607	5%
TOTAL PATRIMONIO	2,300	29%	2,490	32%	4,187	40%	2,784	24%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	7,802	100%	7,845	100%	10,547	100%	11,794	100%

UNIÓN DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL, S.A. de C.V.
ESTADO DE RESULTADOS
(En miles de US Dólares)

	Dic.17	%	Dic.18	%	Dic.19	%	Dic.20	%
Ingresos	13,487	100%	13,559	100%	13,764	100%	17,447	100%
Ventas	13,487	100%	13,559	100%	13,764	100%	17,447	100%
Costo de Venta	10,483	78%	10,506	77%	10,703	78%	13,864	79%
Costo de ventas	10,483	78%	10,506	77%	10,703	78%	13,864	79%
Utilidad Bruta	3,003	22%	3,054	23%	3,061	22%	3,583	21%
Gastos de Venta y Administrativos	2,473	18%	2,451	18%	2,721	20%	2,682	15%
Gastos de Venta	1,994	15%	1,893	14%	2,112	15%	1,987	11%
Gastos de Administración	479	4%	559	4%	609	4%	695	4%
Utilidad de Operación	531	4%	603	4%	340	2%	901	5%
Otros Ingresos neto de gastos	15	0%	18	0%	2,116	15%	398	2%
Gastos Financieros	164	1%	204	2%	265	2%	427	2%
Utilidad Antes de Impuesto Sobre la Renta	382	3%	417	3%	2,190	16%	872	5%
Impuesto Sobre la Renta	117	1%	121	1%	241	2%	265	2%
Utilidad Neta	264	2%	295	2%	1,949	14%	607	3%

UNIÓN DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL, S.A. de C.V.
INDICADORES FINANCIEROS

	Dic.17	Dic.18	Dic.19	Dic.20
Rentabilidad				
ROAA	3.5%	3.8%	21.2%	5.4%
ROAE	11.6%	12.3%	58.4%	17.4%
Utilidad de Operación / Ingresos	3.9%	4.4%	2.5%	5.2%
Utilidad Neta / Ingresos	2.0%	2.2%	14.2%	3.5%
Costo Financiero Promedio	6.4%	8.1%	8.1%	7.6%
Gastos de Operación / Utilidad bruta	82.3%	80.3%	88.9%	74.8%
Rentabilidad del Activo Fijo Promedio	15.2%	17.2%	148.8%	68.2%
Liquidez				
Activo corriente / Pasivo Corriente	1.0	1.4	2.2	1.0
Liquidez general sin relacionadas (veces)	1.1	1.5	2.5	1.4
Capital de Trabajo	\$ 261	\$ 1,672	\$ 4,031	\$ 14
Capital de Trabajo (excluyendo a relacionadas)	\$ 278	\$ 1,856	\$ 3,836	\$ 1,747
EBITDA y Flujos del Periodo				
Efectivo neto de las actividades de operación	\$ 295	\$ 285	\$(1,778)	\$ 547
Gasto Financiero neto de impuestos	\$ 115	\$ 142	\$ 186	\$ 299
FCO (Flujo de Caja Operativo)	\$ 410	\$ 427	\$(1,592)	\$ 846
CAPEX	\$ 50	\$ 12	\$(2,802)	\$ -
Dividendos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
FLC Flujo Libre de Caja* (sin restar dividendos)	\$ 360	\$ 415	\$ 1,210	\$ 846
FLC Flujo Libre de Caja (restando dividendos)	\$ 360	\$ 415	\$ 1,210	\$ 846
EBIT (período)	\$ 531	\$ 603	\$ 340	\$ 901
EBITDA (12 meses)	\$ 567	\$ 645	\$ 390	\$ 934
EBITDA (período)	\$ 567	\$ 645	\$ 390	\$ 934
Gasto Financiero (12 meses)	\$ 164	\$ 204	\$ 265	\$ 427
Gasto Financiero (período)	\$ 164	\$ 204	\$ 265	\$ 427
Margen EBITDA	4.2%	4.8%	2.8%	5.4%
Coberturas de Gasto Financiero del Periodo				
FCO / Gasto financiero (doce meses)	2.5	2.1	(6.0)	2.0
FLC / Gasto financiero (doce meses)	2.2	2.0	4.6	2.0
EBITDA / Flujo de Actividades de Operación (período)	1.9	2.3	(0.2)	1.7
EBITDA / Gasto financiero (12 meses)	3.5	3.2	1.5	2.2
EBITDA Período / Gasto Financiero Período	3.5	3.2	1.5	2.2
Coberturas de Servicio de Deuda (doce meses)				
EBITDA / (Intereses + PCLP + Deuda bancaria corto plazo)	0.2	0.4	0.7	0.3
EBITDA / (Deuda bancaria corto plazo + PCLP + Deuda de LP neto de PCLP + Pasivo por operaciones de arrendamiento)	0.2	0.3	1.4	0.3
Estructura financiera				
Pasivo / Patrimonio (veces)	2.4	2.2	1.5	3.2
Endeudamiento de corto plazo / patrimonio (veces)	2.3	1.6	0.8	2.1
Endeudamiento financiero (veces)	1.1	1.0	0.8	2.0
Endeudamiento financiero corto plazo/deuda financiera total	1.0	0.5	0.1	0.4
Deuda Financiera / EBITDA (doce meses)	4.5	3.9	8.4	6.0
Deuda Financiera / Patrimonio	1.1	1.0	0.8	2.0
Deuda Total/ Patrimonio	1.9	1.7	0.5	1.3
Capital / Activos	0.1	0.2	0.2	0.2
Patrimonio / Activos	29.5%	31.7%	39.7%	23.6%
Depreciación y amortización (período)	\$ 37	\$ 43	\$ 50	\$ 33
Exceso / (deficit) de depreciación	\$ (14)	\$ 31	\$ 2,852	\$ 33
Cuentas por Cobrar a Relacionadas / Patrimonio	24.3%	7.4%	26.0%	0.6%
Cuentas por Cobrar a Relacionadas / Capital	49.5%	10.0%	58.8%	1.0%
Gestión Administrativa				
Ciclo de efectivo	55	59	74	32
Rotación de Inventarios	51	61	74	58
Rotación de cobranzas comerciales	81	82	69	59
Rotación de cobranzas global (incluye relacionadas)	96	87	98	59
Rotación de cobranzas relacionadas	15	5	28	0
Rotación de cuentas por pagar comerciales	71	76	67	39
Rotación de cuentas por pagar comerciales (incluye rel)	92	89	98	86
Descalce	-4	2	0	26

Distribuidora Nacional, S.A. de C.V.
BALANCE DE SITUACIÓN FINANCIERA
(En miles de US Dólares)

	Dic.17	%	Dic.18	%	Dic.19	%	Dic.20	%
ACTIVO								
Activo Corriente								
Efectivo	27	0%	147	2%	80	1%	3	0%
Cuentas por Cobrar	2,887	39%	2,929	37%	3,197	37.1%	3,745	38.1%
Inventarios	1,696	23%	2,208	28%	2,195	25.5%	2,298	23.3%
Cuentas por Cobrar a relacionadas CP	1,029	14%	938	12%	1,219	14.2%	1,697	17.2%
Otras cuentas por cobrar	9	0%	39	0%	0	0%	19	0%
Gastos pagados por anticipado	501	7%	299	4%	334	4%	489	5%
Impuestos por recuperar	248	3%	260	3%	265	3%	237	2%
Total Activo corriente	6,398	86%	6,820	87%	7,290	85%	8,486	86%
Activo no Corriente								
Mobiliario y equipo - neto	57	1%	115	1%	71	1%	62	1%
Inversiones en asociadas	892	12%	892	11%	1,042	12%	1,042	11%
Fondo restringido y excedente	-	0%	-	0%	194	2%	229	2%
Activo sobre la renta diferido	20	0%	17	0%	14	0%	22	0%
Total Activo no Corriente	1,015	14%	1,024	13%	1,321	15%	1,355	14%
TOTAL ACTIVO	7,413	100%	7,843	100%	8,610	100%	9,841	100%
PASIVO								
Pasivo Corriente								
Otros préstamos por pagar	95	1%	89	1%	69	1%	95	1%
Préstamos por pagar de corto plazo	1,366	18%	1,152	15%	100	1%	-	0%
Porción circulante de deuda a largo plazo	252	3%	381	5%	166	2%	166	2%
Porción corriente de pasivo por beneficio de retiro voluntario	13	0%	7	0%	-	0%	-	0%
Proveedores	1,090	15%	1,761	22%	1,355	16%	1,946	20%
Otras Cuentas y gastos acumulados por pagar	543	7%	482	6%	609	7%	1,152	12%
Cuentas por pagar a partes relacionadas	902	12%	727	9%	446	5%	265	3%
Impuesto sobre la renta por pagar	159	2%	134	2%	200	2%	320	3%
Total Pasivo Corriente	4,420	60%	4,733	60%	2,945	34%	3,944	40%
Pasivo no Corriente								
Cuentas por pagar a partes relacionadas	88	1%	88	1%	133	2%	121	1%
Préstamos por pagar largo plazo	352	5%	452	6%	-	0%	-	0%
Obligaciones por retiro voluntario	49	1%	50	1%	36	0%	53	1%
Deuda por titularización	-	0%	-	0%	2,834	33%	2,834	29%
Total Pasivo No Circulante	489	7%	589	8%	3,003	35%	3,008	31%
TOTAL PASIVO	4,909	66%	5,323	68%	5,948	69%	6,952	71%
PATRIMONIO								
Capital social	1,478	20%	2,219	28%	2,219	26%	2,219	23%
Reserva legal	179	2%	193	2%	213	2%	246	2%
Utilidades retenidas	708	10%	(14)	0%	25	0%	92	1%
Utilidad del ejercicio	138	2%	122	2%	205	2%	332	3%
TOTAL PATRIMONIO	2,504	34%	2,521	32%	2,663	31%	2,889	29%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	7,413	100%	7,843	100%	8,610	100%	9,841	100%

Distribuidora Nacional, S.A. de C.V.
ESTADO DE RESULTADOS
(En miles de US Dólares)

	Dic.17	%	Dic.18	%	Dic.19	%	Dic.20	%
Ingresos	17,444	100%	19,040	100%	19,500	100%	21,236	100%
Ventas	17,444	100%	19,040	100%	19,500	100%	21,236	100%
Costo de Venta	13,496	77%	14,819	78%	15,179	78%	16,464	78%
Costo de ventas	13,496	77%	14,819	78%	15,179	78%	16,464	78%
Utilidad Bruta	3,948	23%	4,222	22%	4,321	22%	4,772	22%
Gastos de Venta y Administrativos	3,611	21%	3,917	21%	3,923	20%	4,150	20%
Gastos de Venta	1,927	11%	2,096	11%	2,143	11%	2,379	11%
Gastos de Administración	1,685	10%	1,821	10%	1,780	9%	1,771	8%
Utilidad de Operación	337	2%	305	2%	397	2%	622	3%
Otros Ingresos neto de gastos	9	0%	17	0%	87	0%	105	0%
Gastos Financieros	143	1%	122	1%	199	1%	266	1%
Utilidad Antes de Impuesto Sobre la Renta	203	1%	199	1%	285	1%	461	2%
Impuesto Sobre la Renta	65	0%	77	0%	80	0%	129	1%
Utilidad Neta	138	1%	122	1%	205	1%	332	2%

Distribuidora Nacional, S.A. de C.V.
INDICADORES FINANCIEROS

	Dic.17	Dic.18	Dic.19	Dic.20
Rentabilidad				
ROAA	1.9%	1.6%	2.5%	3.6%
ROAE	5.7%	4.9%	7.9%	12.0%
Utilidad de Operación / Ingresos	1.9%	1.6%	2.0%	2.9%
Utilidad Neta / Ingresos	0.8%	0.6%	1.1%	1.6%
Costo Financiero Promedio	6.9%	5.9%	6.3%	8.6%
Gastos de Operación / Utilidad bruta	91.5%	92.8%	90.8%	87.0%
Rentabilidad del Activo Fijo Promedio	241.0%	106.3%	220.0%	550.5%
Liquidez				
Activo corriente / Pasivo Corriente	1.4	1.4	2.5	2.2
Liquidez general sin relacionadas (veces)	1.5	1.5	2.4	1.8
Capital de Trabajo	\$ 1,978	\$ 2,087	\$ 4,345	\$ 4,542
Capital de Trabajo (excluyendo a relacionadas)	1,850	1,876	3,571	3,110
EBITDA y Flujos del Periodo				
Efectivo neto de las actividades de operación	\$ 292	\$ 320	\$ (1,090)	\$ 136
Gasto Financiero neto de impuestos	\$ 100	\$ 85	\$ 139	\$ 186
FCO (Flujo de Caja Operativo)	\$ 392	\$ 406	\$ (950)	\$ 322
CAPEX	\$ 18	\$ 90	\$ 4	\$ 19
Dividendos	\$ -	\$ 16	\$ -	\$ 14
FLC Flujo Libre de Caja* (sin restar dividendos)	\$ 374	\$ 316	\$ (954)	\$ 303
FLC Flujo Libre de Caja (restando dividendos)	\$ 374	\$ 300	\$ (954)	\$ 289
EBIT (período)	\$ 337	\$ 305	\$ 397	\$ 622
EBITDA (12 meses)	\$ 361	\$ 337	\$ 445	\$ 651
EBITDA (período)	\$ 361	\$ 337	\$ 445	\$ 651
Gasto Financiero (12 meses)	\$ 143	\$ 122	\$ 199	\$ 266
Gasto Financiero (período)	\$ 143	\$ 122	\$ 199	\$ 266
Margen EBITDA	2.1%	1.8%	2.3%	3.1%
Coberturas de Gasto Financiero del Periodo				
FCO / Gasto financiero (doce meses)	2.7	3.3	(4.8)	1.2
FLC / Gasto financiero (doce meses)	2.6	2.6	(4.8)	1.1
EBITDA / Flujo de Actividades de Operación (período)	1.2	1.1	(0.4)	4.8
EBITDA / Gasto financiero (12 meses)	2.5	2.8	2.2	2.4
EBITDA Período / Gasto Financiero Período	2.5	2.8	2.2	2.4
Coberturas de Servicio de Deuda (doce meses)				
EBITDA / (Intereses + PCLP + Deuda bancaria corto plazo)	0.2	0.2	0.8	1.2
EBITDA / (Deuda bancaria corto plazo + PCLP + Deuda de LP neto de PCLP + Pasivo por operaciones de arrendamiento)	0.2	0.2	1.3	2.5
Estructura financiera				
Pasivo / Patrimonio (veces)	2.0	2.1	2.2	2.4
Endeudamiento de corto plazo / patrimonio (veces)	1.8	1.9	1.1	1.4
Endeudamiento financiero (veces)	0.8	0.8	1.2	1.1
Endeudamiento financiero corto plazo/deuda financiera total	0.8	0.8	0.1	0.1
Deuda Financiera / EBITDA (doce meses)	5.7	6.2	7.1	4.8
Deuda Financiera / Patrimonio	0.8	0.8	1.2	1.1
Deuda Total/ Patrimonio	1.3	1.5	0.6	0.8
Capital / Activos	0.2	0.3	0.3	0.2
Patrimonio / Activos	33.8%	32.1%	30.9%	29.4%
Depreciación y amortización (período)	\$ 24	\$ 32	\$ 48	\$ 28
Exceso / (deficit) de depreciación	\$ 6	\$ (58)	\$ 44	\$ 9
Cuentas por Cobrar a Relacionadas / Patrimonio	43.0%	37.2%	45.8%	58.7%
Cuentas por Cobrar a Relacionadas / Capital	72.8%	42.3%	54.9%	76.5%
Gestión Administrativa				
Ciclo de efectivo	57	52	73	66
Rotacion de Inventarios	45	54	52	50
Rotación de cobranzas comerciales	60	55	59	63
Rotación de cobranzas global (incluye relacionadas)	82	73	82	92
Rotación de cuentas por pagar comerciales	44	54	47	68
Rotación de cuentas por pagar comerciales (incluye rel)	70	74	60	76
Descalce	-12	1	-21	-16

Fondo de Titularización - Ricorp Titularizadora - Sociedades Distribuidoras Cero Uno
BALANCES GENERALES
(DÓLARES)

	Dic.19	%	Dic.20	%
ACTIVOS				
Bancos	648,699	2%	168,112	0%
Cartera de inversiones	1,080,000	3%	1,529,171	4%
Activos en titularización	2,203,200	6%	2,970,000	8%
Rendimientos por cobrar	2,161	0%	3,528	0%
Total activo corriente	3,934,060	10%	4,670,811	13%
Activos en titularización largo plazo	35,052,000	90%	32,262,000	87%
TOTAL ACTIVO	38,986,060	100%	36,932,811	100%
PASIVOS				
Documentos por pagar				
Comisiones por pagar	312	0%	384	0%
Otras cuentas por pagar	75	0%	-	0%
Obligaciones por titularización de activos corto plazo	49,785	0%	895,932	2%
Impuestos y retenciones por pagar	238	0%	238	0%
Total pasivo corriente	50,410	0%	896,554	2%
Obligaciones por titularización de activos largo plazo	25,000,000	64%	24,153,716	65%
Ingresos diferidos	13,422,215	34%	11,262,351	30%
Total pasivo no corriente	38,422,215	99%	35,416,067	96%
EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN				
Reservas de excedentes anteriores	485,318	1%	589,800	2%
Excedentes del ejercicio	28,117	0%	30,390	0%
TOTAL PASIVO	38,986,060	100%	36,932,811	100%

Fondo de Titularización - Ricorp Titularizadora - Sociedades Distribuidoras Cero Uno
ESTADOS DE RESULTADOS
(DÓLARES)

	Dic.19	%	Dic.20	%
INGRESOS DE OPERACIÓN	2,062,070	100%	2,232,512	100%
Ingresos de operación y administración	2,017,334	98%	2,159,864	97%
Ingresos por inversiones	41,426	2%	72,632	3%
Otros Ingresos	3,310	0%	16	0%
EGRESOS	58,655	3%	65,591	3%
Gastos de administración y operación				
Por administración y custodia	3,205	0%	41,396	2%
Por clasificación de riesgo	33,000	2%	20,000	1%
Por auditoría externa y fiscal	2,400	0%	3,322	0%
Por pago del servicio de la deuda	521	0%	872	0%
Por servicios de valuación	12,000	1%	-	0%
Por honorarios profesionales	7,500	0%	-	0%
Por impuestos y contribuciones	29	0%	-	0%
EXCEDENTE ANTES DE GASTOS FINANCIEROS Y OTROS GASTOS	2,003,415	97%	2,166,922	97%
Gastos Financieros				
Intereses sobre valores de titularización	1,135,776	55%	1,817,150	81%
EXCEDENTE ANTES DE OTROS GASTOS	867,639	42%	349,771	16%
Otros gastos	354,204	17%	49,799	2%
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	513,435	25%	299,973	13%
Reservas de excedentes	485,318	24%	76,365	3%
Remanentes devueltos al Originador		0%	193,218	9%
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	28,117	1%	30,390	1%

MONTO DE LA EMISIÓN VIGENTE AL 31 DE DICIEMBRE DE 2020 (US\$ MILES)						
DENOMINACIÓN	MONTO AUTORIZADO	SALDO	FECHA DE COLOCACIÓN	TASA	PLAZO	ACTIVO DE RESPALDO
VRTSD 01	\$25,000	\$25,000	Tramo 1: 21/03/2019 Tramo 2: 21/03/2019 Tramo 3: 07/06/2019 Tramo 4: 17/09/2019	Tramo 1: 7.40% Tramo 2: 6.50% Tramo 3: 7.40% Tramo 4: 7.40%	Tramo 1: 120 meses Tramo 2: 60 meses Tramo 3: 120 meses Tramo 2: 116 meses	Los flujos de una porción de los primeros ingresos generados por los pagos recibidos por DISZASA, UDISA y DISNA, por las ventas realizadas a supermercados.

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.

Las clasificaciones públicas, criterios, Código de Conducta y metodologías de Zumma Ratings Clasificadora de Riesgo S.A. (Zumma Ratings) están disponibles en todo momento en nuestro sitio web www.zummaratings.com.

Las clasificaciones crediticias emitidas por Zumma Ratings constituyen las opiniones actuales de Zumma Ratings sobre el riesgo crediticio futuro relativo de entidades, compromisos crediticios o deuda o valores similares a deuda, y las clasificaciones crediticias y publicaciones de investigación publicadas por Zumma Ratings (las "publicaciones de Zumma Ratings") que pueden incluir opiniones actuales de Zumma Ratings sobre el riesgo crediticio futuro relativo de entidades, compromisos crediticios o deuda o valores similares a deuda. Zumma Ratings define riesgo crediticio como el riesgo de que una entidad no pueda cumplir con sus obligaciones contractuales, financieras una vez que dichas obligaciones se vuelven exigibles, y cualquier pérdida financiera estimada en caso de incumplimiento. Las clasificaciones crediticias no toman en cuenta cualquier otro riesgo, incluyen sin limitación: riesgo de liquidez, riesgo legal, riesgo de valor de mercado o volatilidad de precio. Las clasificaciones crediticias y publicaciones de Zumma Ratings no constituyen ni proporcionan recomendación o asesoría financiera o de inversión, y las clasificaciones crediticias y publicaciones de Zumma Ratings no constituyen ni proporcionan recomendaciones para comprar, vender o mantener valores determinados; todas las decisiones son exclusiva responsabilidad del inversionista.

Derechos de autor por Zumma Ratings. La reproducción o distribución total o parcial de los contenidos producidos por Zumma Ratings, se entenderán protegidos por las leyes relativas a la propiedad intelectual desde el momento de su creación; por lo tanto, estará prohibida su reproducción, salvo con autorización previa y por escrito de forma electrónica. Todos los derechos reservados. Toda la información aquí contenida se encuentra protegida por Ley de Propiedad Intelectual, y ninguna de dicha información podrá ser copiada, reproducida, reformulada, transmitida, transferida, difundida, redistribuida o revendida de cualquier manera, o archivada para uso posterior en cualquiera de los propósitos antes referidos, en su totalidad o en parte, en cualquier forma o manera o por cualquier medio, por cualquier persona sin el consentimiento previo por escrito de Zumma Ratings.

Toda la información aquí contenida es obtenida por Zumma Ratings de fuentes consideradas precisas y confiables. Zumma Ratings lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se base de acuerdo con sus propias metodologías de clasificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Zumma Ratings lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones e informes de Zumma Ratings deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Zumma Ratings se basa en relación con una clasificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Zumma Ratings y al mercado en los documentos de oferta y otros informes.

Zumma Ratings es una entidad supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero y además sujeta al cumplimiento de la Ley contra el Lavado de Dinero y Activos; en tal sentido, Zumma Ratings podrá solicitar en cualquier momento información para el cumplimiento de las leyes y normativas aplicables, como políticas de conozca a su cliente para la realización de una debida Diligencia.

Confidencialidad. Referente a la información recibida para la evaluación y clasificación Zumma Ratings ha accedido y accederá a información que será tratada como CONFIDENCIAL, la cual es y será compartida por el emisor cumpliendo con todas las disposiciones legales en materia de reserva bancaria, protección de datos de carácter personal, debiendo este garantizar que posee autorización de los titulares de los datos para compartir información. Ninguna información será compartida cedida o transmitida por Zumma Ratings sino dentro del contexto de la Legislación aplicable. No se considerará información confidencial aquella que sea de dominio público o que haya sido obtenida por Zumma Ratings por otros medios dentro del contexto del respeto a la autodeterminación informativa y será utilizada exclusivamente para la finalidad de los servicios de clasificación.