

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

Informe de mantenimiento de clasificación de riesgo

Sesión Ordinaria N.º 6172021 del 19 de octubre de 2021.

Fecha de ratificación: 26 de octubre de 2021

Información financiera: no auditada al 30 de junio de 2021.

Contactos: Karla Vanessa Amaya
Marco Orantes Mancía

Analista financiero kamaya@scriesgo.com
Director país 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 o FTRTSD01, con información financiera no auditada al 30 de junio de 2021.

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

Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras Cero Uno				
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%.
- Una reserva retenida en efectivo por el Fondo de Titularización que cubre seis pagos mensuales de capital e intereses de los bonos emitidos a diciembre de 2020.
- Los indicadores financieros de cumplimientos que contractualmente se vuelven compromisos para los Originadores, generando seguridad en la estructura del Fondo.
- 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.

“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.

- El flujo cedido genera amplias coberturas sobre el servicio de la deuda y evaluados ante diferentes escenarios de tensión se mantienen estables.
- 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 continúa generando efectos negativos en la economía y un entorno operativo retador.
- Retrasos en el traslado de mercancías proveniente de otros países debido a la escasez de contenedores.
- 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 USD39,012,000.00, 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 - FTRSD 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	USD25,000,000.0
Tramos	Tramo 1 por USD13,580,000.0 Tramo 2 por USD3,650,000.0 Tramo 3 por USD500,000.0 Tramo 4 por USD7,270,000.0
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.

Página 2 de 19

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

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	Mensual
Destino de los fondos	Sustitución de deuda y capital de trabajo.
Saldo a diciembre de 2020	Tramo 1: USD13,580,000.0 Tramo 2: USD3,650,000.0 Tramo 3: USD500,000.0 Tramo 4: USD7,270,000.0 Total: USD25,000,000.0

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

4. CONTEXTO ECONÓMICO

4.1 Análisis de la plaza local

De acuerdo con el Ministerio de Salud, el porcentaje de vacunados con dos dosis fue de 55.1% y con una dosis 64.1% al 12 de octubre de 2021. Asimismo, el Gobierno inició el proceso de vacunación para una tercera dosis en septiembre del año en curso¹. Durante el primer semestre, la economía mostró signos de recuperación, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL); mejoró la proyección de crecimiento para el país, ubicándolo como la segunda economía que más crecerá de la región centroamericana. Por su parte, los excesos de demanda acumulada durante el 2020, han originado que la inflación ronde el 5.0% a septiembre 2021, versus -0.4% en igual mes del 2020.

El posicionamiento del partido Nuevas Ideas (NI) en la asamblea legislativa (56 diputados); otorgó al Ejecutivo mayor flexibilidad para ejecutar acciones de manera expedita, entre las que revisten importancia: la aprobación de la Ley Bitcoin; la presentación del anteproyecto de reforma a la Constitución de La República, modificaciones a la Ley de Creación del Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios (FODES); y un potencial reforma al sistema de pensiones, entre otras.

El modesto crecimiento económico de las últimas dos décadas se profundizó debido al confinamiento y movilidad

¹ Fuente: <https://covid19.gob.sv/> fecha: 12-10-2021

reducida para evitar contagios masivos por COVID-19. Los recursos económicos destinados a la atención sanitaria y de alivio económico, la creciente dependencia del financiamiento de corto plazo, y una reducida recaudación fiscal entre los meses de abril y agosto de 2020, agudizaron el déficit fiscal y el incremento de la deuda pública. Lo anterior podría dificultar la obtención de financiamiento a través del mercado local y el acceso a los mercados de deuda internacional. Las negociaciones en curso entre el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Gobierno buscan concretar un acuerdo económico hasta por USD1,400 millones para reconfiguración de deuda y refuerzo presupuestario.

Como medida para la recuperación de la actividad económica, el Gobierno estructuró el Fideicomiso para la Recuperación Económica de las Empresas Salvadoreñas (FIREMPRESA); por un monto de USD600 millones. También, se aprobó un incremento al salario mínimo del 20%. El Salvador continuó diversificando la matriz energética y efectuando avances en proyectos de infraestructura pública, entre estos: la renovación vial en el área de San Salvador, el viaducto Francisco Morazán, periférico Claudia Lars, inversiones en la red hospitalaria, el tren del pacífico cuyo estudio de factibilidad fue adjudicado al consorcio coreano SOOSUNG Engineering; entre otros proyectos.

4.2 Producción nacional



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCR, datos disponibles a marzo 2021

Según el Banco Central de Reserva (BCR); el Producto Interno Bruto (PIB) cerró en USD24,639.0 millones en 2020,

y estima un crecimiento del 9.0% al finalizar 2021. Mientras que la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) proyecta que la expansión será de 7.5%. Durante el segundo trimestre de 2021, este indicador mostró un crecimiento del 24.5% interanual, una notable recuperación respecto de la caída del 19.7% experimentada en el mismo periodo del año anterior.

4.3 Finanzas públicas

En el primer semestre de 2021, los ingresos corrientes del Sector Público No Financiero (SPNF) registraron un saldo de USD3,617.3 millones y un crecimiento anual de 24.6%, explicado por una mejor recaudación de ingresos tributarios entre abril y junio del año en curso. Por su parte, el gasto total (USD4,001 millones) creció en 3.4%, determinado por recursos en gasto corrientes y capital. Al cierre de 2020, el déficit fiscal respecto al PIB incluyendo pensiones registró un 9.9%, afectado principalmente por los recursos económicos para atender la crisis sanitaria, medidas de alivio económico y al pago de intereses de deuda. De acuerdo con las cifras del presupuesto 2021, para este año el déficit primario alcanzaría USD1,958.2 millones un 3.8% del PIB.²

Perfil de la Deuda SPNF (USD)	2017	2018	2019	2020	Jun-2020*	Jun-2021*
Deuda Interna	9,193.5	9,217.0	9,629.7	10,739.7	9,965.0	10,871.6
Deuda Externa	2,823.5	3,175.0	3,048.0	3,395.4	3,039.0	3,405.7
Deuda mediano y largo plazo	12,017.0	12,392.0	12,677.7	14,135.1	13,004.0	14,277.3
LETES (valor precio)	700.2	770.7	936.1	1,315.1	1,366.8	1,329.7
CETES	-	-	-	645.8	483.6	1,015.0
Deuda corto plazo	700.2	770.7	936.1	1,960.9	1,850.4	2,344.7
Deuda Previsional	4,573.6	4,921.5	5,264.8	5,555.9	5,400.8	5,669.1
Deuda total	17,290.8	18,084.2	18,878.6	21,651.9	20,255.2	22,291.1
Deuda total % del PIB	69.2%	69.2%	69.9%	85.8%	80.7%	83.8%
PIB a precios corrientes	24,979.2	26,117.4	27,022.6	25,245.6	25,091.9	26,593.6

Fuente: Elaboración propia con Informe Mensual del Perfil de la Deuda del MH.

*PIB estimado por el Ministerio de Hacienda (MH).

A junio de 2021, la deuda total registró USD22,291.1 millones, que representó el 83.8% del PIB. Actualmente, El Salvador está negociando con el FMI, un acuerdo de servicio ampliado para obtener hasta USD1,400.0 millones como refuerzo del Presupuesto General para los próximos tres años. La reconversión de las obligaciones de corto a largo plazo, ayudaría a liberar presiones de liquidez en la ruta hacia una recuperación post-Covid19. Al cierre de junio de 2021, el Ministerio de Hacienda reportó un saldo en LETES de USD1,329.1 millones y en CETES de USD1,015.0 millones.

4.4 Comercio exterior

Las exportaciones registraron un valor de USD3,252.9 millones a junio de 2021 (+48.1%). Los sectores que lideraron el crecimiento de las ventas al exterior fueron: maquila (+102.1%) y la industria manufacturera que incluye productos alimenticios, de caucho y plástico (+41.5%). Por su parte, las importaciones totalizaron en USD7,011.3 millones (+47.7%). Los bienes de consumo crecieron un 35.2%, mientras que los bienes de capital un 67.0%; impulsado por los bienes intermedios para manufactura e industria (+49.2%); factura petrolera (+70.6%), bienes no duraderos (28.3%); así como transporte y comunicación (+64.5%).

4.5 Inversión extranjera directa (IED)

A junio de 2021, los flujos acumulados de IED registraron USD366.5 millones, 2.2% mayor a lo observado en igual periodo del año anterior. Principalmente, por la recuperación en los flujos de la industria manufacturera para bienes de consumo e intermedios. Panamá con USD136 millones y EEUU con USD103 millones fueron los principales países con mayor flujo de inversión. En el contexto de la pandemia, con el aplazamiento de inversiones de capital en nuevos proyectos y la interrupción en las cadenas de suministro, el sector construcción y tecnologías de la información continúan registrando considerables disminuciones de IED, 60.0% y 100.2%, respectivamente.

4.6 Remesas familiares

Al finalizar junio de 2021, las remesas familiares mostraron un crecimiento interanual del 45.3% y alcanzaron un acumulado de USD3,658.5 millones (20% del PIB). El BCR prevé que la continua reducción en la tasa de desempleo de latinos que viven en Estados Unidos y el reciente anuncio de la renovación del Estatus de Protección Temporal (TPS, por sus siglas en inglés) hasta el 31 de diciembre de 2022 favorezca la estabilidad en el envío de remesas familiares a El Salvador. El Gobierno de EEUU, a través del proyecto para el desarrollo de triángulo norte (inversión: USD4,000 millones); busca minimizar la migración; escenario que a futuro podría sensibilizar el flujo y dependencia de las remesas en la economía salvadoreña.

² FUSADES. Informe de coyuntura económica mayo 2021

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. (en adelante la Titularizadora) recibió la autorización por parte de la SSF 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 diciembre 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, estudios de factibilidad de titularización, titularización, colocación y administración de las emisiones.

La Titularizadora posee una amplia experiencia administrando fondos de titularización de flujos futuros e inmobiliarios en el mercado de valores. Actualmente cuenta con un equipo de ejecutivos de gran experiencia en los sectores atendidos.

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 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.

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

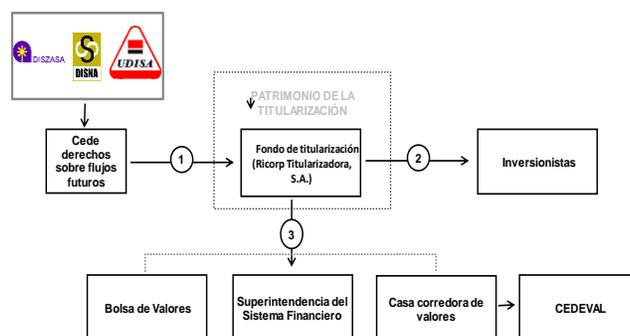
Como parte de la estructura de gobierno corporativo, dispone de diversos comités que permiten dar seguimiento periódico a áreas como:

- 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 Zablax por medio de sus empresas UDISA, DISZASA y DISNA cedieron al Fondo de Titularización gestionado por 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.

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

Emisor: Ricorp Titularizadora, S.A con cargo al FTRTSD01.

Patrimonio del Fondo: independiente del patrimonio del Originador.

Cuentas colectoras: son 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 cedidos y la concentración de fondos que perciban 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 en Banco de América Central, en la cual se depositan los ingresos cedidos mediante la aplicación de la Orden Irrevocable de Pago (OIP).

Instrucción irrevocable de pago: los Originadores se obligaron a transferir a las Cuentas Colectoras los flujos correspondientes a la cesión de derechos a través de girar las Instrucciones Irrevocables de Pago a quienes hacen 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 Banco de América Central, que funciona como un fondo de liquidez, cuyo saldo es equivalente al menos a la sumatoria de las próximas cuatro cuotas mensuales de cesión de cada Originador. 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, Titularizadora, 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 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 por el monto de USD39,012,000.00, los cuales serán integrados al Fondo de Titularización a través de 120 cuotas mensuales.

Dichos flujos mensuales son depositados inicialmente en la cuenta colectoras mancomunada entre cada uno de los Originadores y Ricorp Titularizadora, S.A. en su calidad de administradora del Fondo, fue abierta en el Banco de

América Central 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 son direccionados inmediatamente a la cuenta operativa de cada una de las sociedades cedentes.

Montos cedidos durante la emisión

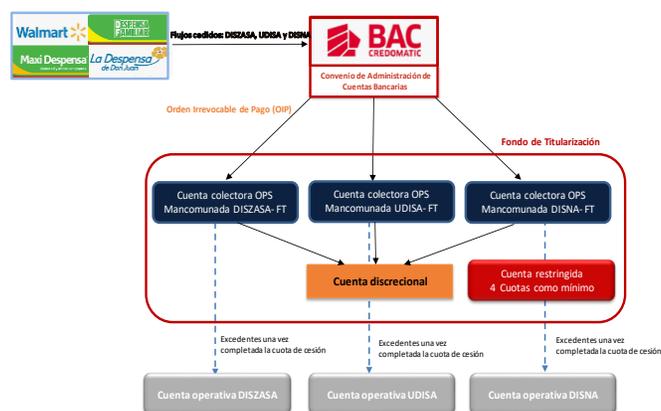
Originadores	Meses					
	1 al 24		25 al 60		61 al 120	
DISZASA	\$ 136,800.00	76%	\$ 205,200.00	76%	\$ 316,312.00	76%
UDISA	\$ 21,600.00	12%	\$ 32,400.00	12%	\$ 49,944.00	12%
DISNA	\$ 21,600.00	12%	\$ 32,400.00	12%	\$ 49,944.00	12%
Total	\$ 180,000.00	100%	\$ 270,000.00	100%	\$ 416,200.00	100%

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

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 (Super Selectos); mientras que el segundo administra la cadena supermercados Walmart en El Salvador.

6.3 Estructura operativa de la transacción

Pagador principal: Captura de Flujo

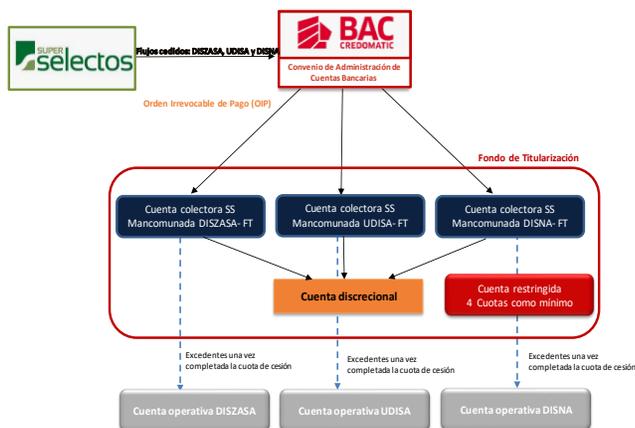


Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

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).

Cabe señalar, que solo por instrucción y requerimiento de la Titularizadora se trasladarán los pagos del pagador de respaldo a la cuenta discrecional, estrictamente si al 25 de cada mes o el próximo día hábil, no se hayan completado los montos de cuotas de cesión con los flujos provenientes del pagador principal.

Pagador de respaldo: Captura de Flujo



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

6.4 Mejoras Crediticias

- Los fondos mantenidos en la cuenta restringida serán en un monto equivalente al pago de las próximas cuatro cuotas de cesión, siendo inicialmente por el monto de USD1,080,000.00.
- 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 ser menor o igual a 1.75 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 7.75 veces y deberá cumplirse semestralmente en los meses de junio y diciembre. En el caso de DISNA, este ratio deberá ser menor o igual a 9 veces.

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.

A junio 2020, de acuerdo con información proporcionada por los auditores externos, las sociedades cedentes han cumplido con los límites establecidos.

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 preaviso 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 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 SSF

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 USD39,012,000.00, quedan distribuidas de la siguiente manera.

DISZASA		UDISA		DISNA	
USD29,959,200	76%	USD4,730,400	12%	USD4,730,400	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, finanzas, 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 Hasbún	Director Secretario
Jorge José Zablah Hasbún	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 172 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 Nacional, S.A. de C.V.

Junta Directiva	
Rodrigo José Zablah Siri	Director Presidente
Eduardo Antonio Zablah Hasbún	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 72 empleados.

La junta directiva de UDISA se encuentra conformada de la siguiente forma:

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

Junta Directiva	
Rodrigo José Zablah Siri	Director Presidente
Eduardo Antonio Zablah Hasbún	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 2019 y 2020 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 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, la moneda de las transacciones internacionales es en dólares estadounidenses. Hasta la fecha del informe, el *Bitcoin*, es una alternativa de bajo uso en el mercado, en otras palabras, existe una baja solicitud por parte de clientes sobre el uso de dicha criptomoneda como medio de pago. 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.

El grupo empresarial se encuentra realizando negociaciones con Banco Agrícola para el manejo de transacciones en *Bitcoin* y dólares estadounidenses a través del software WOMPI, lo cual facilitará la agilidad en los pagos.

8.1 DISZASA

8.1.1. Estructura financiera

A junio de 2021, los activos totales sumaron USD57.1 millones y se contrajeron en 9.1% de forma interanual, principalmente por la disminución de las cuentas por cobrar

Página 10 de 19

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Cartago, Costa Rica
(506) 2552 5936

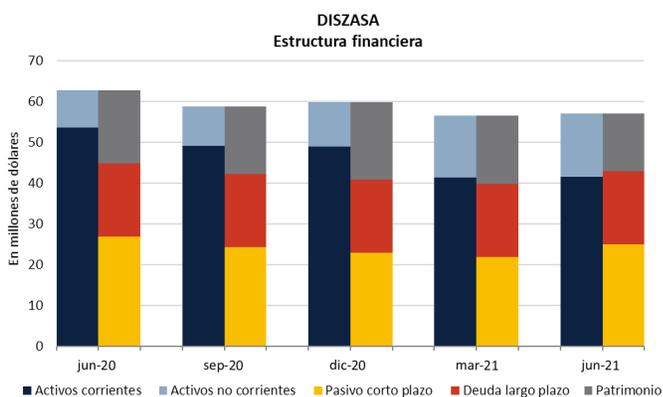
Ciudad Panamá, Panamá
(507) 6674 5936

San Salvador, El Salvador
(503) 2243 7419

a compañías relacionadas (-67.0%) y cuentas por cobrar comerciales (-16.2%). La estructura del activo se compone esencialmente por inventarios (31.5%), Inmuebles, mobiliario y equipo (30.2%) y cuentas por cobrar a clientes (22.5%).

La deuda total disminuyó en 4.4% interanual, acumulando un saldo de USD42.9 millones, explicado por la realización de pagos a proveedores, cuya partida exhibe una disminución de 25.7%. La mezcla de fondeo resultante se compone de los créditos provenientes de la titularización (43.8%), cuentas por pagar comerciales (26.8%), préstamos bancarios de corto plazo (14.9%) y acreedores (7.4%).

El patrimonio registró un monto de USD14.2 millones y decreció 21.0%, resultado del reparto de dividendos reflejado en la disminución de las utilidades retenidas. Del total de recursos propios, el capital social representa el 76.6%, reservas de capital (15.3%) y utilidad del ejercicio (8.1%).



Fuente: Estados financieros de DISZASA.

8.1.2. Liquidez

DISZASA continúa 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 ha gestionado adecuadamente sus inversiones de capital sin presionar de manera significativa las posiciones de liquidez y sus *ratios* de apalancamiento.

El activo corriente sumó USD41.5 millones a junio de 2021, se contrajo 22.5% de forma interanual y mostró una cobertura sobre las obligaciones corrientes de 1.7 veces, ubicándose en una posición menor respecto al año anterior (junio de 2020: 2.0 veces). Por su parte, el indicador de

liquidez ácida ha disminuido de 1.3 veces en junio de 2020 a 0.9 veces en junio de 2021.

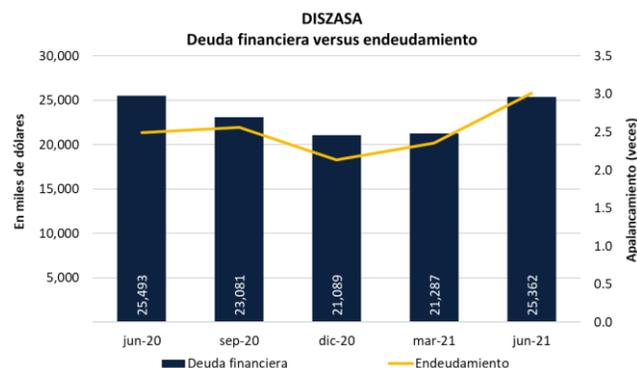
El efectivo en caja y bancos acumuló un saldo de USD5.4 millones, los cuales representaron 9.5% de los activos totales y cubrieron en 21.9% los pasivos corrientes. El capital de trabajo neto asciende a USD16.6 millones, es decir, USD10.1 millones menor al registrado en 2020 (USD26.7 millones)

	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
Razón circulante	2.0	2.0	2.1	1.9	1.7
Prueba ácida	1.3	1.2	1.3	1.0	0.9
Efectivo / Pasivos corrientes	14.0%	14.3%	9.7%	9.7%	21.9%
Proporción del capital de trabajo	49.8%	50.5%	53.4%	47.3%	39.9%

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

8.1.3. Endeudamiento

En junio de 2021, la deuda financiera reportó un aumento del 19.1%, respecto marzo del mismo año totalizando un monto de USD25.4 millones, debido por el incremento de los préstamos bancarios a corto plazo. El 74.1% de la deuda financiera corresponde a los créditos provenientes de la titularización de flujos futuros, mientras que, el 25.9% restante corresponde a préstamos bancarios de corto plazo destinados a capital de trabajo.



Fuente: Estados financieros de DISZASA.

El ratio de endeudamiento (pasivo / patrimonio) fue de 3.0 veces en junio de 2021, superior al 2.5 veces reportado un año antes. La variación se debe al decrecimiento de los recursos propios (-21.0%) que superó al de las obligaciones totales (-4.4%).

La Entidad se ha beneficiado de la flexibilidad financiera que generó la colocación de los bonos de titularización, lo cual

permitió el traslado de deuda de corto a largo plazo. Cabe señalar, excesivas necesidades de financiamiento estarán controladas por el cumplimiento de covenants, los cuales restringen la contratación de nueva deuda en función de dichos límites.

DISZASA: Indicadores de endeudamiento					
DISZASA	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
Apalancamiento	3.5	3.6	3.1	3.4	4.0
Razón de deuda	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
Endeudamiento	2.5	2.6	2.1	2.4	3.0
Cobertura de intereses	2.3	3.3	2.8	4.5	4.2
Interés promedio sobre pasivo con cos	7.4%	4.9%	7.8%	4.2%	4.0%

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

8.1.4. Indicadores de cobertura y calidad crediticia

A junio de 2021, el indicador de deuda financiera bancaria sobre EBITDA revela una desmejora, al incrementar de 4.9 veces a 5.1 veces, perjudicado por la disminución interanual del EBITDA (-4.5%).

No, obstante, la relación que mide el nivel de cobertura del EBITDA a intereses pagados fue de 4.8 veces, superior al 2.8 veces de junio de 2020, beneficiado por una contracción del 45.3% en el costo financiero.

DISZASA: Indicadores de cobertura					
	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
Deuda financiera bancaria/EBITDA	4.9	5.0	3.5	4.1	5.1
EBITDA / Gasto financiero	2.8	4.0	3.3	5.2	4.8
EBITDA / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.4	0.7	0.8	0.8	0.6
EBITDA+ efectivo y valores de CP / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.8	1.1	1.0	1.0	1.1

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

8.1.5 Indicadores de actividad

Los indicadores de actividad se mantienen estables en el período de estudio, el aumento de la generación de negocios favoreció la rotación de las cuentas por cobrar al situarse en 9.5 veces en junio de 2021, desde 8.9 veces doce meses atrás, condición que refleja una mayor celeridad en la convertibilidad de cuentas por cobrar en efectivo.

Los inventarios acumularon USD18.0 millones y decrecieron 5.8% con respecto a junio 2020; explicado por los retrasos en los puertos de transbordo de mercancías. La rotación de inventarios aumentó de 5.6 veces a 5.9 veces, esto indica que la Entidad continúa aumentando su capacidad de

realización del inventario a través de la eficiencia en la logística de abastecimiento. Cabe señalar, que la mayor parte de los inventarios se encuentra disponible para la venta y una parte residual está en tránsito. El inventario proviene tanto de proveedores extranjeros como de locales y tienen una participación similar en términos de volumen.

Una adecuada gestión de compras, administración de marcas exclusivas y una alta diversificación de proveedores son factores que mitigan el riesgo de desabastecimiento de inventarios. No obstante, no se descartan riesgos por la volatilidad en los precios internacionales.

Las cuentas por pagar comerciales registraron USD11.5 millones, están conformadas por el 48.6% de proveedores del exterior y 51.4% por proveedores locales. El periodo promedio de pago con proveedores fue de 45 días en junio de 2021, menor al observado en junio 2020 (49 días), denotando una leve reducción del período de financiación de sus compras.

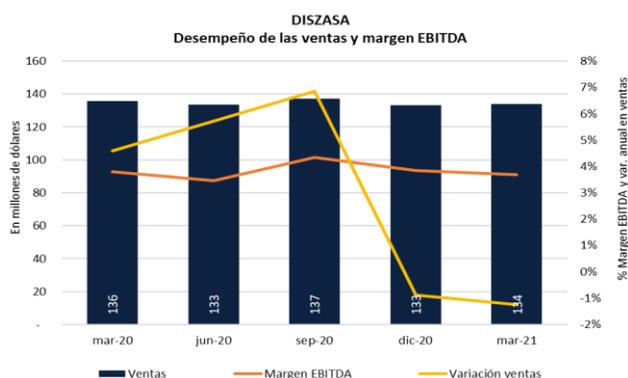
DISZASA: Indicadores de actividad					
	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
Rotación de inventario	5.6	5.3	5.5	5.9	5.9
Periodo medio de inventario	64	68	65	61	62
Rotación de CxC	8.9	7.7	7.6	7.7	9.5
Periodo medio cobro	40	47	47	47	38
Rotación de CxP	7.3	6.7	7.2	7.6	8.0
Periodo medio de pago	49	54	50	47	45
Ciclo de conversión del efectivo	55	62	63	60	55
Rotación Gtos. Admón.	49.6	20.9	12.3	197.7	50.4
Utilidad operativa/ gtos. Admón	89.4%	76.9%	103.8%	93.8%	89.5%

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

8.1.6. Rentabilidad

A junio de 2021, DISZASA obtuvo ingresos por un total de USD67.0 millones, 1.3% menos que lo registrado un año antes. La contracción de las ventas estuvo determinada por la disminución de algunos productos que mostraron una alta demanda a inicios de la pandemia del COVID-19, entre estos: harina de maíz, cuidado del hogar, café, bebidas no carbonatadas, entre otros. Además, se dejó de distribuir líneas de productos de los proveedores KERNs (jugos) y NESTLÉ (Leche Anchor).

Pese a lo anterior el costo de venta creció 1.7%, y registró una participación del 80.9% de los ingresos totales, superior a su registro en el año anterior (junio 2020: 78.5%). El mayor impacto se reporta en el costo del flete, los cuales han incrementado significativamente a raíz de la escasez de contenedores para el transporte marítimo de productos.



Fuente: Estados financieros de DISZASA.

Al término del primer semestre de 2021, los gastos operativos representaron el 15.9% de los ingresos totales y se redujeron en 13.7% de forma anual, vinculado principalmente al menor gasto de salarios y publicidad.

El menor volumen de ventas aunado a un mayor costo de ventas por la crisis de contenedores afectó la generación interna, reflejado en el EBITDA, que totalizó USD2.4 millones, con una reducción anual de 4.5% y con una participación respecto a los ingresos totales de 3.7% (junio de 2020: 3.8%).

DISZASA: Indicadores de rentabilidad					
	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
ROA	3.3%	3.3%	6.5%	4.1%	3.9%
ROE	11.8%	11.7%	21.6%	14.2%	14.3%
Efecto del apalancamiento	-1.0%	0.6%	2.3%	1.8%	1.5%
Margen bruto	21.5%	21.5%	22.2%	19.3%	19.1%
Margen operativo	3.2%	2.9%	3.8%	3.3%	3.2%
Margen neto	1.5%	1.4%	2.9%	1.8%	1.7%

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

La utilidad neta ascendió a USD1.2 millones, 13.9% más que lo acumulado a junio 2020 (USD1.0 millones). Los indicadores de rentabilidad ROA y ROE se ubicaron en 3.9% y 14.3%, respectivamente; y comparan desfavorablemente con los observados doce meses atrás (junio de 2020: ROA: 3.3% y ROE: 11.8%). Producto del mayor grado de endeudamiento financiero utilizado para el financiamiento de la operatividad corriente de la empresa, reflejado en el indicador, efecto del apalancamiento.

El Originador aún enfrenta desafíos relacionados a la alta competitividad en un mercado relativamente pequeño. SCRiesgo continuará monitoreando las afectaciones 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.

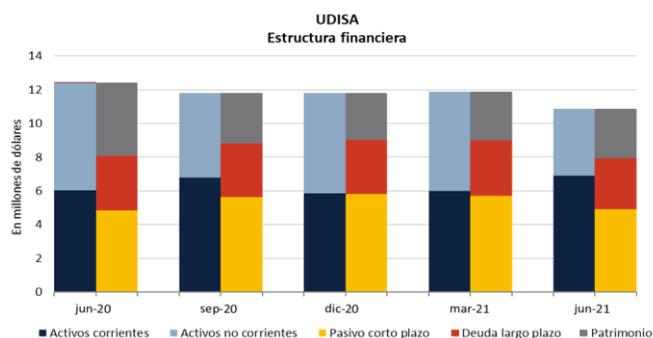
8.2. UDISA

8.2.1 Estructura financiera

Al cierre de junio 2021, los activos totales registraron USD10.9 millones, con una contracción interanual de 12.5%, afectado principalmente por la reducción de las cuentas por cobrar a clientes en 14.3% e inversiones en títulos valores en 66.7%, así como el aumento de la depreciación de activos fijos en 50.5%. Por su parte las inversiones en asociadas, y el inventario incrementaron en 79.9%, y 60.2%, respectivamente.

Las obligaciones totales acumularon USD7.9 millones a junio de 2021, con una reducción interanual de 1.7%. Dentro de las principales cuentas destacan los créditos provenientes de la titularización (35.7%), cuentas por pagar a partes relacionadas (18.1%), préstamos bancarios de corto plazo (16.5%) y cuentas por pagar comerciales (15.3%).

En junio 2021, la generación interna fue menor respecto a lo acumulado en junio 2020, factor que incidió en una contracción de 32.5% del patrimonio, reduciendo su saldo hasta USD2.9 millones desde USD4.4 millones reportado doce meses atrás. El capital social pagado significó el 62.8%, las utilidades acumuladas (19.3%), las reservas de capital (12.6%) y la utilidad del ejercicio (5.3%).



Fuente: Estados financieros de UDISA.

8.2.2 Liquidez

Las disponibilidades en efectivo se han mantenido estrechas, debido a la previsibilidad de los pagos y la facilidad de crédito con empresas relacionadas. A junio de 2021, las cuentas de caja y bancos registraron un monto

negativo de USD22.7 mil. Por su parte, la razón circulante muestra mejoras, al incrementar de 1.2 veces a 1.4 veces propiciado por el mantenimiento de activos de realización rápida.

UDISA: Indicadores de liquidez					
	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
Razón circulante	1.2	1.2	1.0	1.1	1.4
Prueba ácida	0.9	0.7	0.6	0.6	0.9
Efectivo / Pasivos corrientes	-2.7%	-0.5%	0.3%	1.6%	-0.5%
Proporción del capital de trabajo	19.7%	17.4%	0.2%	5.3%	28.8%

Fuente: Estados financieros de UDISA.

El capital de trabajo neto se ubicó en USD2.0 millones al finalizar junio de 2021, el cual mostró un incremento relevante respecto a lo observado un año antes (junio 2020: USD1.2 millones).

8.2.3 Endeudamiento

Al cierre de junio 2021, la deuda financiera registró USD4.3 millones, con una reducción de 16.1% interanual, dichos recursos se destinaron principalmente para el pago de proveedores. Esto generó una mayor participación de la deuda de corto plazo (61.7%) en comparación a la de largo plazo (38.3%).

El ratio de pasivo versus patrimonio se ubicó en 2.7 veces desde 1.9 veces registrado en junio de 2020. Cabe destacar que la cobertura de intereses presenta una tendencia de decrecimiento debido al incremento del gasto financiero en 24.7% y un menor ritmo dinamismo de rentabilidad fundamental, reflejado en la disminución de la utilidad operativa de 45.8%

UDISA: Indicadores de endeudamiento					
UDISA	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
Apalancamiento	2.9	3.9	4.2	4.1	3.7
Razón de deuda	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7
Endeudamiento	1.9	2.9	3.2	3.1	2.7
Cobertura de intereses	2.4	2.4	2.1	1.2	1.0
Interés promedio sobre pasivo con costo	8.6%	10.0%	9.3%	10.0%	10.3%

Fuente: Estados financieros de UDISA.

8.2.4 Indicadores de cobertura y calidad crediticia

El menor dinamismo en las ventas ha desfavorecido las coberturas del EBITDA sobre el servicio de la deuda. Dicha relación fue de 2.4 veces en junio de 2020, y exhibe una desmejora a 1.0 veces en junio de 2021

Se señala como aspecto de mejora que el Originador sostenga las tasas de crecimiento en el volumen de ventas y los márgenes de operación niveles óptimos. Esto fortalecería el perfil crediticio. Se advierte que mantener un mayor volumen de obligaciones de corto plazo, podría presionar el flujo de caja operativo, generando una menor flexibilidad financiera.

UDISA: Indicadores de cobertura					
	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
Deuda financiera/EBITDA	5.6	4.7	6.4	9.2	8.6
EBITDA / Gasto financiero	2.4	2.5	2.2	1.2	1.0
EBITDA / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.5	0.8	0.4	0.2	0.2
EBITDA+ efectivo y valores de CP / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.6	0.8	0.7	0.2	0.2

Fuente: Estados financieros de UDISA.

Por su parte, el indicador de deuda financiera bancaria sobre EBITDA reporta desmejoras al ubicarse en 8.6 veces en junio 2021, desde 5.6 veces observado doce meses atrás, perjudicado por una reducción del EBITDA de 45.8% que refleja un menor flujo de ventas a causa de los retrasos en la cadena logística de importación de productos.

8.2.5 Rentabilidad

A junio de 2021, el EBITDA presentó un desplazamiento negativo, totalizando USD247.1 miles desde USD456.2 miles registrado en junio 2020. Lo anterior, implicó que el margen EBITDA se ubicara en 3.3% desde 5.1%.

En junio 2021 los ingresos por venta fueron de USD7.4 millones y decrecieron interanualmente en 17.4%. La sobresaturación de los principales puertos de transbordo ha ocasionado retrasos en la entrega de productos a clientes.

Al cierre del primer semestre, se observa una menor afluencia de ventas en bienes como: cereales, avenas, insumos para la limpieza, desinfectantes, vitaminas, entre otros. Los cuales fueron altamente demandados por las familias que buscaron abastecerse de alimentos y productos de primera necesidad en el período de confinamiento.

Los factores mencionados han implicado consecuencias en la rentabilidad. La utilidad neta sumó USD155.8 mil, mostrando una contracción de 55.3%. En consecuencia, los indicadores de retorno sobre el patrimonio y el activo registraron una desmejora al ubicarse en 2.7% y 8.5%, respectivamente, frente a lo observado un año antes (junio de 2020: 6.6% y 20.0%).

UDISA: Indicadores de rentabilidad					
	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
ROA	6.6%	7.3%	5.4%	3.3%	2.7%
ROE	20.0%	26.2%	17.7%	10.6%	8.5%
Efecto del apalancamiento	1.1%	1.6%	-0.1%	-3.0%	-3.4%
Margen EBITDA	5.1%	5.9%	5.4%	4.1%	3.3%
Margen bruto	19.5%	20.3%	20.5%	20.8%	20.5%
Margen operativo	5.1%	5.7%	5.2%	4.1%	3.3%
Margen neto	3.9%	4.1%	3.5%	2.6%	2.1%

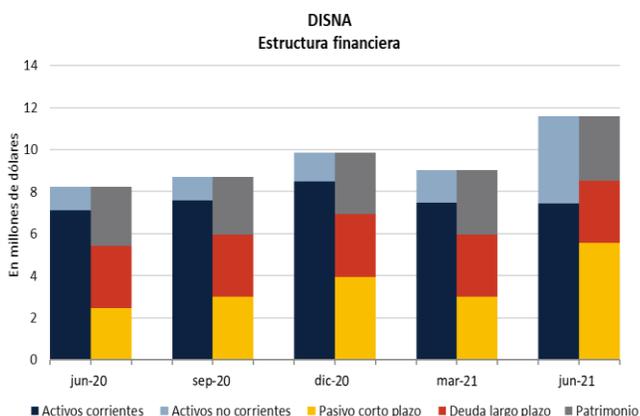
Fuente: Estados financieros de UDISA.

8.3. DISNA, S.A.

8.3.1 Estructura financiera

Los activos totales contabilizaron un saldo de USD11.6 millones, mostrando un incremento interanual del 40.8%, determinado por el crecimiento de los inventarios (+29.1%), cuentas por cobrar a compañías relacionadas (+16.2%) e inversiones en asociadas (210.9%).

Los pasivos acumularon un monto de USD8.5 millones, desplazándose a una tasa positiva anual del 57.0%, principalmente por el incremento de las cuentas por pagar a proveedores y gastos acumulados. Dentro de las cuentas más relevantes destacan la titularización (24.5%), préstamos bancarios a corto plazo (19.0%) y cuentas por pagar (17.9%).



Fuente: Estados financieros de DISNA.

Por su parte el patrimonio mostró una expansión de 9.4% en términos de un año finalizados a junio 2021, acumulando un monto USD3.0 millones. El capital social pagado representó el 19.2% del activo, reservas de capital (2.2%) y las utilidades acumuladas (3.7%). El comportamiento del patrimonio ha estado en función de la capacidad de

generación interna de la Compañía y se ha favorecido de la no distribución de dividendos en los últimos años.

8.3.2 Liquidez

A junio 2020, las disponibilidades en caja y bancos registran un saldo negativo de USD92.2 mil, con una disminución de 164.3% respecto al año anterior. El principal factor de incidencia es el uso de esos recursos para nuevas inversiones en asociadas. En ese sentido, se observa que a junio de 2021 la razón circulante y prueba ácida disminuyeron 1.3 y 0.3 respectivamente desde 2.9 veces y 2.0 veces

DISNA: Indicadores de liquidez					
	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
Razón circulante	2.9	2.5	2.2	2.5	1.3
Prueba ácida	2.0	1.6	1.6	1.7	0.8
Efectivo / Pasivos corrientes	5.8%	1.1%	0.1%	3.6%	-1.7%
Proporción del capital de trabajo	65.2%	60.4%	53.5%	60.0%	25.2%

Fuente: Estados financieros de DISNA.

La cobertura de activos corrientes muestra un decremento significativo de 65.2% a 25.2%, debido al retraso en el registro de remesas y cobros a Banco Agrícola, Banco de América Central y Banco Davivienda. El capital de trabajo fue de USD1.9 millones, menor al observado un año atrás (USD4.6 millones).

8.3.3 Endeudamiento

DISNA: Indicadores de endeudamiento					
DISNA	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
Apalancamiento	3.0	3.2	3.4	2.9	3.8
Razón de deuda	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Pasivo/Patrimonio	2.0	2.2	2.4	1.9	2.8
Cobertura de intereses	1.3	1.3	2.2	2.4	1.7
Deuda financiera	3,040	3,040	3,095	2,834	5,037
Interés promedio sobre pasivo con costo	9.7%	8.8%	8.5%	9.2%	6.6%

Fuente: Estados financieros de DISNA.

Los requerimientos de financiamiento de la Entidad han estado en función de las necesidades de capital de trabajo. Al cierre de junio 2021, la deuda financiera registró USD5.1 millones, mostrando una expansión interanual de 67.0%. El 43.4% de la deuda financiera es de corto plazo y el 56.6% es de largo plazo. La ratio de apalancamiento simple (pasivo/patrimonio) se ubicó en 2.8 veces desde 2.0 veces registrado en junio de 2020.

8.3.4 Indicadores de cobertura y calidad crediticia

Al cierre del periodo en análisis, los indicadores de cobertura mostraron una mejoría, debido al mejor desempeño de la generación EBITDA, que se expandió interanualmente en 29.9%. En este sentido, el EBITDA, cubre el monto de intereses incurridos en 1.7 veces, ligeramente superior a lo observado en junio de 2020 (1.3 veces). El indicador de deuda bancaria/EBITDA se situó en 11.1 veces, desde 8.7 veces doce meses antes. SCRiesgo estima que la Entidad exhibe capacidad suficiente para cubrir con sus obligaciones financieras.

DISNA: Indicadores de cobertura					
	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
Deuda financiera/EBITDA	8.7	8.1	5.0	4.3	11.1
EBITDA / Gasto financiero	1.3	1.4	2.3	2.4	1.7
EBITDA / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.7	1.1	1.1	1.8	0.3
EBITDA+ efectivo y valores de CP / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	1.2	1.3	1.2	1.6	0.3

Fuente: Estados financieros de DISNA.

8.3.5 Rentabilidad

Las ventas se expandieron interanualmente en 4.9% y acumularon un saldo de USD10.3 millones. Por su parte, el costo de venta registró un saldo de USD8.1 millones, con un incremento interanual de 5.0%. Cabe señalar, que el costo de venta absorbió el 78.2% de los ingresos totales, mientras que los gastos operativos representaron el 19.6%.

DISNA: Indicadores de rentabilidad					
	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
ROA	2.1%	1.7%	3.0%	6.1%	2.9%
ROE	6.0%	5.3%	9.9%	18.0%	9.8%
Efecto del apalancamiento	-3.1%	-3.1%	-1.2%	1.3%	-0.9%
Margen EBITDA	1.8%	1.9%	2.9%	3.0%	2.2%
Margen bruto	21.8%	21.8%	22.5%	21.9%	21.8%
Margen operativo	1.8%	1.7%	2.8%	3.0%	2.2%
Margen neto	0.8%	0.7%	1.3%	2.4%	1.4%

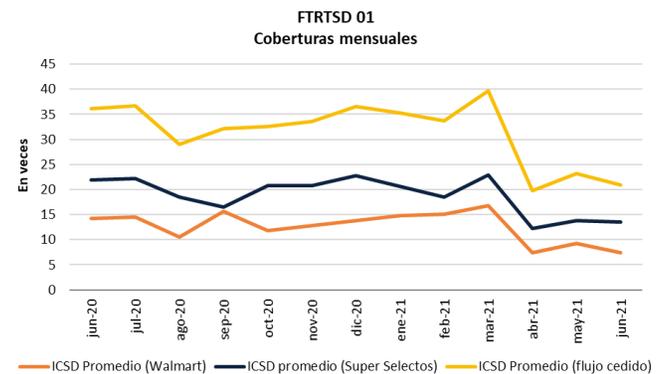
Fuente: Estados financieros de DISNA.

El margen EBITDA se situó en 2.2%, mejorando con relación al 1.8% reportado en junio 2020. Por su parte, la utilidad neta acumuló un saldo de USD143.4 mil, creciendo 79.9% respecto a lo registrado el año anterior. Esto generó que el retorno sobre el patrimonio (ROE) se ubicara en 9.8% mientras que el retorno sobre el activo (ROA) fue de 2.9%,

ambos mayores a lo registrado en junio 2020 (6.0% y 2.1% respectivamente).

9. COBERTURA DE LA ESTRUCTURA

Según el contrato de titularización, los originadores acordaron incrementar la cuota de cesión de USD180.0 mil a USD270.0 mil a partir de abril 2021. En tal sentido, los ingresos recibidos por medio de las cuentas por cobrar a Operadora del Sur, S.A. de C.V. y a Calleja, S.A. de C.V., cubren al flujo de cesión en 20.9 veces al cierre de junio 2021, menor al registrado un año antes, el cual fue 36.2



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 comercialización de productos alimenticios, que cuentan con una demanda más inelástica.

A junio de 2021, el índice de cobertura sobre el servicio de la deuda del principal colector (Operadora del Sur, S.A. de C.V.) fue de 7.4 veces, la del segundo colector (Calleja, S.A. de C.V.) se ubicó en 13.5 veces, reflejando coberturas bastante holgadas con relación a sus obligaciones con el Fondo.

Coberturas de cesión de las sociedades cedentes					
	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
ICSD Promedio (flujo cedido)	36.2	32.2	36.6	39.6	20.9
ICSD promedio (Super Selectos)	21.9	16.6	22.8	22.9	13.5
ICSD Promedio (Walmart)	14.3	15.6	13.8	16.7	7.4
Cesión/flujo cedido	2.8%	3.1%	2.7%	2.5%	4.8%

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A

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

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

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

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

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

ANEXO 1

Balance general (En dólares)	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
Activo Circulante	53,557,100	49,201,300	48,920,859	41,395,300	41,482,600
Activo No Circulante	9,282,600	9,609,200	10,916,327	15,225,800	15,611,600
Activo	62,839,700	58,810,500	59,837,186	56,621,100	57,094,200
Pasivo Circulante	26,892,500	24,344,200	22,818,855	21,799,100	24,917,900
Pasivo No Circulante	17,948,000	17,948,000	17,953,075	17,948,000	17,948,000
Pasivo	44,840,500	42,292,200	40,771,930	39,747,100	42,865,900
Patrimonio	17,999,200	16,518,300	19,065,256	16,874,000	14,228,300
Pasivo + Capital	62,839,700	58,810,500	59,837,186	56,621,100	57,094,200
Estados de Resultado (En dólares)	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
Ventas netas	67,828,500	100,076,400	137,269,945	33,315,500	66,978,500
Costos y gastos	65,630,600	97,192,700	132,103,920	32,204,900	64,849,800
Utilidad operativa	2,197,900	2,883,700	5,166,025	1,110,600	2,128,700
Otros Gastos/Ingresos	-557,600	-702,900	-340,395	-243,600	-477,900
Utilidad antes de impuestos	1,640,300	2,180,800	4,825,630	867,000	1,650,800
Reserva legal	114,800	0	0	0	0
Impuestos	457,600	730,500	737,486	260,100	495,200
Contribución a la seguridad ciudadana	53,400	0	86,245	0	0
Utilidad Neta	1,014,500	1,450,300	4,001,899	606,900	1,155,600

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

Balance general (En dólares)	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
Activo Circulante	6,012,165	6,800,444	5,837,158	6,009,480	6,879,367
Activo No Circulante	6,414,821	4,992,539	5,957,194	5,879,412	3,998,480
Activo	12,426,985	11,792,983	11,794,352	11,888,892	10,877,846
Pasivo Circulante	4,828,903	5,620,196	5,823,216	5,693,668	4,899,759
Pasivo No Circulante	3,244,183	3,184,180	3,186,990	3,288,189	3,038,189
Pasivo	8,073,085	8,804,376	9,010,206	8,981,858	7,937,949
Patrimonio	4,353,800	2,988,616	2,784,146	2,907,034	2,939,898
Pasivo + Capital	12,426,885	11,792,992	11,794,352	11,888,892	10,877,846
Estados de Resultado (En dólares)	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
Ventas netas	8,973,900	13,468,283	17,446,685	3,802,212	7,411,195
Costos y gastos	8,517,700	12,705,772	16,545,488	3,647,366	7,164,127
Utilidad operativa	456,200	762,511	901,197	154,847	247,067
Otros Gastos/Ingresos	-557,600	-702,900	-340,395	-243,600	-477,900
Utilidad antes de impuestos	483,000	811,714	871,817	122,888	183,108
Reserva legal	0	0	0	0	0
Impuestos	134,500	262,055	235,459	25,620	27,356
Contribución a la seguridad ciudadana	0	0	29,115	0	0
Utilidad Neta	348,500	549,659	607,243	97,269	155,752

Distribuidora Nacional, S.A de C.V.

Balance general (En dólares)	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
Activo Circulante	7,124,840	7,589,081	8,485,694	7,457,837	7,433,282
Activo No Circulante	1,095,681	1,094,474	1,355,588	1,568,251	4,144,691
Activo	8,220,521	8,683,554	9,841,282	9,026,088	11,577,973
Pasivo Circulante	2,477,803	3,008,374	3,944,097	2,985,418	5,563,653
Pasivo No Circulante	2,957,462	2,957,462	3,007,897	2,974,691	2,967,871
Pasivo	5,435,265	5,965,836	6,951,994	5,960,109	8,531,524
Patrimonio	2,785,249	2,717,736	2,889,288	3,065,979	3,046,449
Pasivo + Capital	8,220,514	8,683,573	9,841,282	9,026,088	11,577,973
Estados de Resultado (En dólares)	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
Ventas netas	9,850,300	14,768,642	21,235,650	5,424,033	10,329,794
Costos y gastos	9,675,300	14,511,601	20,641,782	5,261,067	10,102,449
Utilidad operativa	175,000	257,041	593,868	162,966	227,345
Otros Gastos/Ingresos	-52,500	-96,581	-161,111	13,725	-30,548
Utilidad antes de impuestos	122,500	160,460	432,757	176,691	196,797
Reserva legal	8,600	11,232	0	12,368	13,776
Impuestos	34,200	44,768	129,054	34,027	39,636
Contribución a la seguridad ciudadana	0	0	29,115	0	0
Utilidad Neta	79,700	104,460	274,588	130,296	143,385

ANEXO 2

Valores de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01 - FTRTSD 01

Tramos	Monto colocado USD	Saldo al 22/06/2021*	Fecha de colocación	Tasa de interés	Plazo	Pago de intereses	Pago de capital
1	13,580,000.0	13,580,000.0	22/3/2019	7.4%	120 meses	Mensual	Mensual, con 4 años de gracia. El capital será amortizado a partir del mes 49 (abril-23).
2	3,650,000.0	3,372,684.5	22/3/2019	6.5%	60 meses	Mensual	Mensual, con 2 años de gracia. El capital será amortizado a partir del mes 25 (abril-21).
3	500,000.0	500,000.0	7/6/2019	7.4%	120 meses	Mensual	Mensual, con 46 meses de gracia. El capital será amortizado a partir del mes 47 (feb-23).
4	7,270,000.0	7,270,000.0	17/9/2019	7.4%	116 meses	Mensual	Mensual, con 43 meses de gracia. El capital será amortizado a partir del mes 44 (nov-22).
Total	25,000,000.0	24,722,684.5					

* Cifras en dólares