

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

Informe de mantenimiento de clasificación de riesgo

Sesión Ordinaria N.º 60632022 del 19 de octubre de 2022.

Fecha de ratificación: 28 de octubre de 2022.

Información financiera: no auditada al 30 de junio de 2022.

Contactos: Karla Vanessa Amaya
Marco Orantes Mancía

Analista financiero kamaya@scresgo.com
Director país morantes@scresgo.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 2022.

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 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 cuatro pagos mensuales de capital e intereses de los bonos emitidos.
- Los indicadores financieros de cumplimientos que contractualmente se vuelven compromisos para los Originadores, generando seguridad en la estructura del Fondo.
- 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.
- El flujo cedido genera amplias coberturas sobre el servicio de la deuda y evaluados ante diferentes escenarios de tensión se mantienen estables.

“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.scresgo.com.

- 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.

Oportunidades

- Mayor diversificación del portafolio de productos con la incorporación de nuevas marcas.
- Alta demanda en productos de consumo masivo.

Amenazas

- El contexto inflacionario 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.

Los originadores 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.
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 junio de 2022	Tramo 1: USD13,580,000.0 Tramo 2: USD2,511,550.0 Tramo 3: USD500,000.0 Tramo 4: USD7,270,000.0 Total: USD23,861,550.0

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

4. CONTEXTO ECONÓMICO

4.1 Análisis de la plaza local

Durante el año 2021, El Salvador consolidó una serie de resultados macroeconómicos, favorecido por la liberación de la demanda acumulada, luego de concluidas las restricciones de movilidad para prevenir contagios por COVID-19. La reactivación económica contribuyó a minimizar el estrés en los sectores productivos, mientras que el enérgico consumo doméstico impulsado por las remesas familiares, y una fuerte inversión pública, apoyaron de forma conjunta la recuperación del empleo y el comercio exterior. Las proyecciones de crecimiento para 2022, de organismos como la Cepal y FMI, se ubican en 2.7% y 3.0%; respectivamente. Estos pronósticos, podrían variar debido a la desaceleración económica en curso, principalmente; por una elevada inflación, y el limitado espacio fiscal.

Sin embargo, la histórica elevada deuda pública, y los persistentes déficits fiscales, intensificados por los recursos económicos destinados a la atención sanitaria y demás inversiones en infraestructura, continúan como los principales retos. Las calificaciones soberanas han sido ajustadas por debajo del grado de inversión (Moody's: Caa3 perspectiva negativa), y el creciente aumento del EMBI^[1] (19/09/2022: 25.6%), han minimizado la capacidad para

obtener financiamiento a tasas competitivas en los mercados de deuda internacionales.

La deuda externa se ha centrado con organismos multilaterales como el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE). Recientemente, las autoridades han firmado un convenio con el (CAF), que brindaría una nueva alternativa para acceder a recursos. El anterior escenario ha dirigido la estrategia del Gobierno a activar mecanismos de financiamiento de corto plazo en emisiones internas de Letras, Certificados del Tesoro (LETES y CETES) y adquisiciones del Fideicomiso de Obligaciones Previsionales (FOP).

El país experimenta una creciente inflación (junio 2022: 7.8%) derivado de los efectos globales post pandémicos, entre los que revisten importancia: la afectación de las cadenas de suministros (crisis de los contenedores) y el alza en los combustibles. También, la inflación ha sido exacerbada por el conflicto entre Rusia y Ucrania. Lo anterior, ha tenido una incidencia directa en los costos hacia el alza del transporte; alimentos y materias primas. Con el objetivo de minimizar este impacto en los sectores más vulnerables del país, el Gobierno salvadoreño implementó 11 medidas anti-inflación. Por su parte, EEUU a través de la Reserva Federal (FED), ha ajustado los tipos de interés al alza para revertir la tendencia inflacionaria.

4.2 Producción nacional

Al primer trimestre de 2022, la economía salvadoreña registró el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) en 2.4% (Trimestre I 2021: +2.5%). Resultado del aumento de las actividades en el sector turismo y transporte, dada la reducción de los requisitos sanitarios y de mayores actividades presenciales. Además, el sólido desempeño de las remesas familiares como potenciador del consumo y, una muy buena dinámica de las exportaciones, consolidan los resultados. Conforme al contexto internacional y las afectaciones económicas causada por la inflación, el Banco Central de Reserva (BCR) proyecta una expansión económica de 2.6% para el 2022.

4.3 Finanzas públicas

Al cierre de junio de 2022, los ingresos corrientes del Sector Público No Financiero (SPNF) registraron USD559.0 millones, un aumento del +6.6% (junio 2021: +30.3%). A futuro, la tendencia de la recaudación tributaria, se perfila hacia los resultados observados previo a la pandemia, los

[1] Indicador de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI, por sus siglas en inglés).

cuales crecieron en 3.6% (junio 2022) frente al 26.4% del año anterior. Por su parte, el gasto total alcanzó los USD728.2 millones (-1.2%), éste continúa siendo alto, principalmente, por la partida destinada a suplir necesidades de gasto corriente, que corresponde al 87.5% del total de los egresos.

El déficit fiscal a junio de 2022, incluyendo pensiones totaliza USD192.1 millones (junio 2021: -USD234.2 millones), que corresponde al 0.6% del PIB proyectado para el año corriente. El indicador continúa afectado por los recursos económicos limitados, debido a los altos niveles de obligaciones corrientes, el pago de intereses de deuda, y las dificultades para trasladar deuda de corto a largo plazo. Luego de la normalización económica el Gobierno ha realizado importantes desembolsos para incentivar la actividad productiva, la inversión en infraestructura pública, combate a la criminalidad y educación.

Por su parte, la deuda total del SPNF sumó USD23,488.0 millones, un aumento del 5.4% y correspondiente al 77.2% del PIB proyectado (junio 2021: 77.6 del PIB). La deuda de largo plazo, adquirida mayoritariamente con inversionistas extranjeros y la banca multilateral, representó el 48.6%; seguido de FOP's (25.3%), así como LETES y CETES con el 10.0%, que alcanzaron los USD2,339.8 millones.

4.4 Comercio exterior

A junio de 2022, las exportaciones registraron USD3,802.3 millones (+16.8%). Los sectores que lideraron el crecimiento de las ventas al exterior fueron las maquilas (+15.4%) y la industria manufacturera (+15.1%). Por su parte, las importaciones totales sumaron USD8,934.4 millones (+27.2%); destacan los bienes de consumo (+19.6%) e intermedios (+38.2%). El déficit de la balanza comercial fue de USD5,132.1 millones, como resultado del aumento en diversas mercancías, bajo dinamismo de las importaciones, y alza de precios del petróleo y sus derivados.

4.5 Inversión extranjera directa (IED)

A marzo de 2022, los flujos de IED acumulan USD165.6 millones, 5.9% menos a lo observado en igual periodo del año anterior. Este comportamiento está vinculado al aumento de las salidas de capitales en las actividades financieras y de seguros. En contrapeso, se perciben importantes incrementos en los flujos para la industria de suministro de electricidad, transporte y almacenamiento. Estados Unidos con USD80.4 millones, España con USD62.2 millones y México con USD49.0 millones fueron los países con mayores aportes en la IED.

4.6 Remesas familiares

Las remesas familiares registraron un ingreso por USD3,778.7 millones a junio de 2022, que corresponde al 12.4% del PIB proyectado, y un aumento del 3.5% con respecto al año anterior (junio 2021: USD3,649.7 millones). Históricamente, las remesas constituyen una base importante para satisfacer la demanda interna y potenciador del consumo. Del total de remesas, el 93.9% corresponde a envíos desde Estados Unidos, seguido de Canadá (0.9%), España (0.4%), Italia (0.3%) y el resto de los 134 países emisores, con el 4.5%.

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 tiene una amplia experiencia administrando fondos de titularización de flujos futuros y de activos inmobiliarios, de estos últimos figuran: i) Fondo de Titularización Inmuebles Ricorp Titularizadora Millenniun Plaza ii) Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora Torre Sole Blú Uno; iii) Fondo de Titularización Inmuebles Ricorp Titularizadora Plaza Mundo Apopa y iv), Fondo de Titularización Inmuebles Ricorp Titularizadora Montreal Uno. La Titularizadora cuenta con un equipo humano de gran experiencia en el sector inmobiliario.

Ricorp Titularizadora cuenta con una estructura orgánica que en nuestra opinión está acorde a sus funciones y responsabilidades. La Junta General de Accionistas es la máxima autoridad y delega en la Junta Directiva la administración, toma de decisiones y ejecución del plan estratégico. La Junta Directiva nombra al Director Ejecutivo, quien responde por el funcionamiento de sus diferentes

gerencias. La Titularizadora cuenta con una oficialía de cumplimiento, unidad de riesgos y auditoría interna en estricto apego a la normativa local.

La Junta Directiva está integrada por siete miembros titulares, con igual número de suplentes. A la fecha, la regulación local no exige el nombramiento de miembros independientes. Debido a su naturaleza regulada y supervisada por la 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.

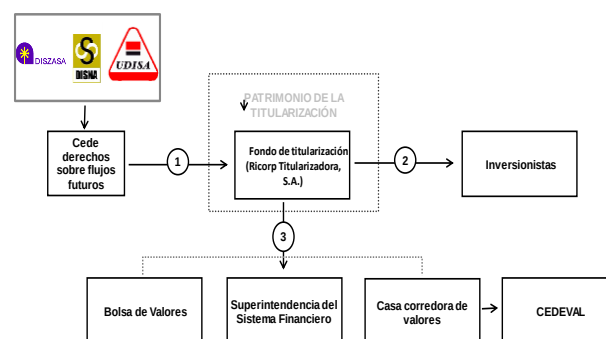
La Titularizadora cuenta con un plan estratégico dirigido al fortalecimiento integral, con el propósito de crear alternativas innovadoras de titularizaciones, consolidación de sus diferentes líneas de negocios y fortalecer alianzas estratégicas.

El vínculo entre el Fondo en análisis, y la Sociedad Titularizadora que lo administra se reduce a la gestión y representación del Fondo, el cual de acuerdo con los documentos analizados está en apego a la normativa local. Los riesgos financieros y crediticios entre el Fondo y la Titularizadora son independientes y separados a través de patrimonios autónomos. No obstante, de generarse riesgos reputacionales de la Sociedad Titularizadora podría afectar el desempeño del Fondo.

6. CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

6.1 Proceso de titularización

Grupo Zablah por medio de sus empresas UDISA, DISZASA y DISNA cedieron al Fondo de Titularización gestionado por 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 FTRTS 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 colectora 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

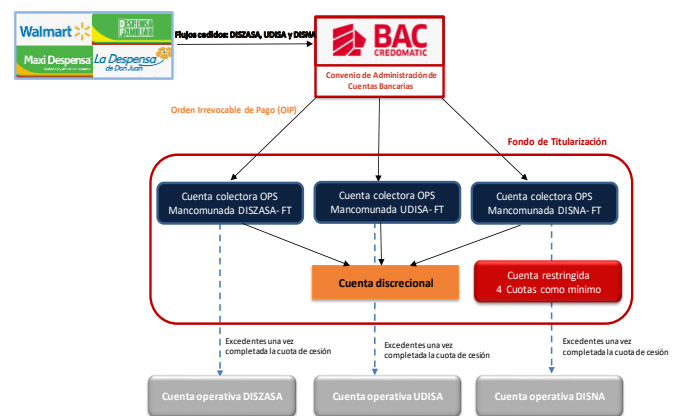
Originadores	Meses					
	1 al 24		25 al 60		61 al 120	
DISZASA	\$ 136,800.00	76%	\$ 205,200.00	76%	\$ 316,312.00	76%
UDISA	\$ 21,600.00	12%	\$ 32,400.00	12%	\$ 49,944.00	12%
DISNA	\$ 21,600.00	12%	\$ 32,400.00	12%	\$ 49,944.00	12%
Total	\$ 180,000.00	100%	\$ 270,000.00	100%	\$ 416,200.00	100%

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

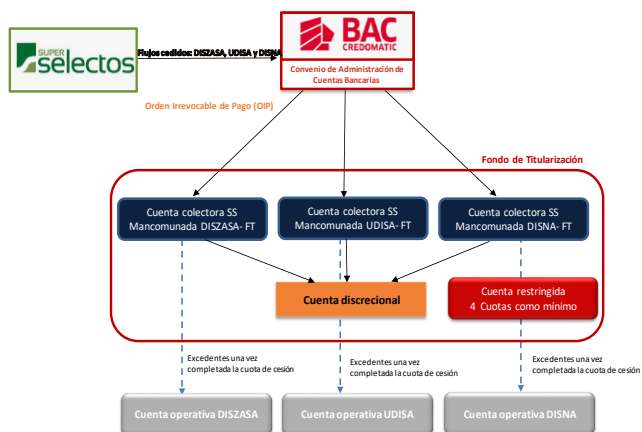
Pagador principal: Captura de Flujo



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 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 de 2022, 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 a las directrices de Grupo, las empresas originadoras comparten políticas de control interno y Gobierno corporativo. Como es común en empresas familiares, se observan importantes espacios de mejora en la estructuración formal de un Gobierno Corporativo; evidenciado por la falta de códigos y reglamentos de para dicho fin. 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 nacionales e 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 75.4% de los flujos 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 concentra el 12.1% de los flujos 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 concentra el 12.5% de los flujos 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 2021 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 posee un contrato con Banco Agrícola para el manejo de transacciones en *Bitcoin* y dólares estadounidenses a través del software WOMPI, lo cual facilita la agilidad en los pagos.

8.1 DISZASA

8.1.1. Estructura financiera

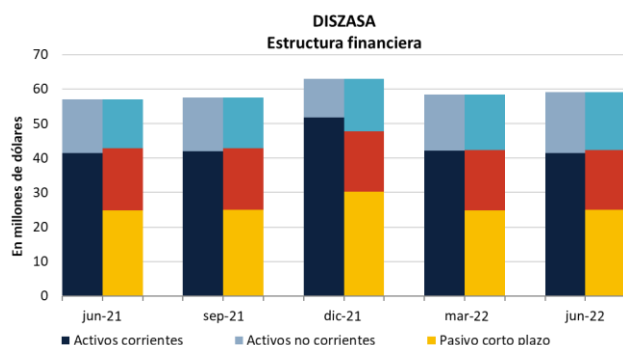
Los activos totales reportaron un saldo de USD59.2 millones al cierre de junio de 2022, y exhibió una tasa de crecimiento de 3.7%, comportamiento que obedece al incremento del inventario en 13.0% y cuentas por cobrar en 32.0%. La estructura del activo se compone esencialmente por inventarios (34.3%), cuentas por cobrar a clientes (28.6%) e inmuebles mobiliario y quipo (29.5%).

Ante los retrasos en la cadena de abastecimiento, la Empresa ha implementado una serie de estrategias para mitigar dicha problemática, entre ellas se encuentra: la incorporación de nuevos proveedores, el establecimiento de cláusulas de protección contra eventualidades y una mayor acumulación de inventario.

La deuda total disminuyó en 1.1% interanual, acumulando un saldo de USD42.4 millones, explicado por la partida de préstamos bancarios a corto plazo, la cual refleja un decremento de 20.6%. La Entidad ha reforzado su fondeo a través de sus líneas rotativas de crédito con Banco Agrícola y Banco de América Central con el propósito de atender oportunamente los pedidos anticipados de productos y los

requerimientos de capital de trabajo. Además, cuenta con recursos provenientes del fondo de titularización por USD17.4 millones, otorgándole flexibilidad financiera en términos de plazos. La estructura del pasivo se fundamenta en titularización (41.1%), proveedores (35.7%), préstamos bancarios a corto plazo (11.9%), acreedores (6.8%) y otras cuentas por pagar (3.1%).

El patrimonio registró un monto de USD16.8 millones y se expandió en 17.9%, resultado del incremento en las utilidades del ejercicio derivado de la dinámica en las ventas. El capital social se mantuvo invariable en el período de análisis, indicando que la compañía está creciendo con base en la generación interna de capital. Del total de recursos propios, el capital social representa el 64.9%, reservas de capital (13.0%), utilidades acumuladas (13.8%) y utilidad del ejercicio (8.3%).



Fuente: Estados financieros de DISZASA.

8.1.2. Liquidez

La Entidad ha gestionado adecuadamente sus recursos corrientes sin presionar de manera significativa las posiciones de liquidez. El activo corriente sumó USD41.5 millones a diciembre de 2022, mismo que permaneció estable de forma interanual y mostró una cobertura sobre las obligaciones corrientes de 1.7 veces, la cual se mantuvo invariable en el período de análisis. Por su parte, el indicador de liquidez ácida disminuyó de 0.9 veces a 0.8 veces en junio de 2022, a consecuencia del incremento en el inventario.

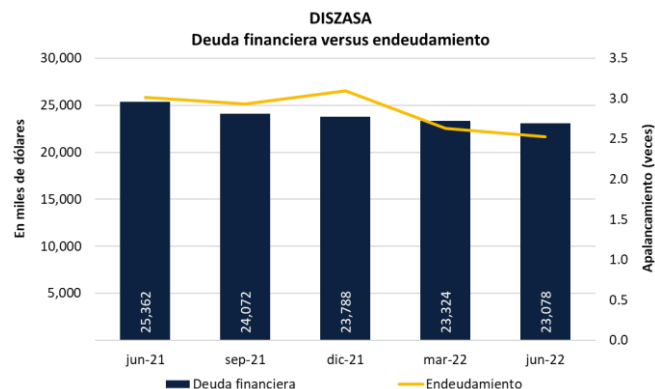
El efectivo en caja y bancos presentó un saldo de USD0.1 millones a junio de 2022, los cuales representaron el 0.2% de los activos totales y cubrieron en 0.4% a los pasivos corrientes. Por su parte, el capital de trabajo neto permaneció estable al ubicarse en USD16.5 millones desde USD16.6 millones observado un año antes, influenciado por el incremento de las cuentas por pagar a proveedores, resultando en un menor margen de maniobra.

DISZASA: Indicadores de liquidez					
	jun-21	sep-21	dic-21	mar-22	jun-22
Razón circulante	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
Prueba ácida	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8
Efectivo / Pasivos corrientes	21.9%	14.4%	7.6%	7.0%	0.4%
Proporción del capital de trabajo	39.9%	40.4%	41.7%	40.9%	39.8%

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

8.1.3. Endeudamiento

En junio de 2022, la deuda financiera reportó una disminución de 9.0%, respecto al mismo período del año anterior, totalizando un monto de USD23.1 millones, debido al decremento en los préstamos bancarios a corto plazo (-20.6%) y realización de amortizaciones al fondo de titularización. El 73.3% de la deuda financiera corresponde a los créditos provenientes de la titularización de flujos futuros, mientras que, el 26.7% 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 2.5 veces en junio de 2022, inferior al 3.0 veces reportado un año antes. Dicho desplazamiento se debe al incremento de los recursos propios (+17.9%), versus la disminución de las obligaciones totales (-1.1%). 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, que la acumulación de deuda estará controlada por el cumplimiento de covenants, los cuales restringen la contratación de nueva deuda en función de dichos límites.

DISZASA: Indicadores de endeudamiento					
DISZASA	jun-21	sep-21	dic-21	mar-22	jun-22
Apalancamiento	4.0	3.9	4.1	3.6	3.5
Razón de deuda	75.1%	74.6%	75.6%	72.5%	71.7%
Endeudamiento	3.0	2.9	3.1	2.6	2.5
Cobertura de intereses	4.2	3.7	2.4	4.4	4.4
Deuda financiera	25,362	24,072	23,788	23,324	23,078
Gasto financiero/Pasivo con costo	4.0%	4.6%	7.9%	4.8%	4.6%

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

8.1.4. Indicadores de cobertura y calidad crediticia

A junio de 2022, el indicador de endeudamiento financiero sobre EBITDA revela una mejora, al disminuir de 5.1 veces a 4.2 veces, favorecido por la generación de negocios, reflejado en el incremento interanual del EBITDA en 10.9%, resultado que tiene como consecuencia un aumento en la cobertura del EBITDA sobre intereses pagados, el cual registró un valor de 5.0 veces en junio de 2022, el cual compara favorablemente con el observado hace un año atrás (4.8 veces).

DISZASA: Indicadores de cobertura					
	jun-21	sep-21	dic-21	mar-22	jun-22
Deuda financiera/Patrimonio	1.8	1.6	1.5	1.5	1.4
Deuda financiera/EBITDA	5.1	5.2	5.5	4.4	4.2
EBITDA / Gasto financiero	4.8	4.3	2.4	5.0	5.0
EBITDA / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.6	0.7	0.7	0.9	0.7
EBITDA+ efectivo y valores de CP / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	1.1	1.2	1.0	1.3	1.1

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

8.1.5 Indicadores de actividad

Los indicadores de actividad se mantienen estables en el período de análisis, la generación orgánica favoreció la rotación de las cuentas por cobrar al situarse en 10.3 veces en junio de 2022, desde 9.5 veces doce meses atrás, condición que refleja una mayor celeridad en la convertibilidad de cuentas por cobrar a efectivo.

Los inventarios acumularon USD20.3 millones y crecieron 13.0% con respecto a junio de 2021; explicado por una mayor previsión de inventario disponible para la venta como factor mitigador del riesgo de desabastecimiento. La rotación de inventario aumentó de 5.9 veces a 6.5 veces, con un impacto favorable en el tiempo de realización del mismo, el cual disminuyó de 62 a 56 días.

Una adecuada gestión de compras, administración de marcas exclusivas y una alta diversificación de proveedores

son factores que minimizan la probabilidad de insuficiencia de inventario. En esa misma línea, la Entidad ha sustituido los medios de transporte para el traslado de productos por unos de mayor capacidad, con el fin de garantizar el surtido.

Las cuentas por pagar comerciales registraron USD15.1 millones, conformándose por el 50.2% de proveedores del exterior y 49.8% por proveedores locales. El periodo promedio de pago a proveedores fue de 39 días en junio de 2021, denotando una desmejora en el período de financiación de las compras respecto al observado en junio de 2021 (45 días).

La reducción del período medio de cobro e inventario son los factores principales que han coadyuvado a la mejora en la administración del capital de trabajo, lo cual se refleja en una disminución del ciclo de conversión del efectivo de 55 días a 52 días en el lapso de un año, indicando una mayor rapidez en la generación de flujos de efectivo generados por el negocio.

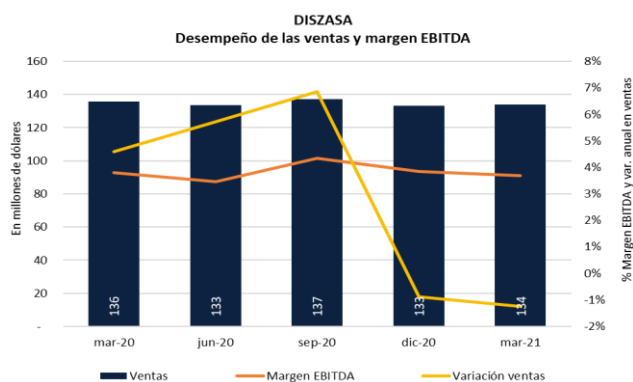
DISZASA: Indicadores de actividad					
	jun-21	sep-21	dic-21	mar-22	jun-22
Rotación de inventario	5.9	5.8	5.2	6.1	6.5
Periodo medio de inventario	62	62	70	59	56
Rotación de CxC	9.5	9.0	7.9	9.9	10.3
Periodo medio cobro	38	40	46	36	35
Rotación de CxP	8.0	7.7	6.2	7.6	9.3
Periodo medio de pago	45	47	58	47	39
Ciclo de conversión del efectivo	55	55	57	48	52
Rotación Gtos. Admón.	50.4	21.5	13.0	211.3	53.3
Utilidad operativa/ gtos. Admón	89.5%	82.9%	90.9%	108.5%	112.2%

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

8.1.6. Rentabilidad

A junio de 2022, DISZASA obtuvo ingresos por un total de USD76.4 millones, superior en 14.1% a lo registrado un año antes. Dicho comportamiento está asociado a la normalización de la actividad económica postcovid combinado con los efectos inflacionarios en los productos de consumo masivo.

Los costos de venta crecieron 14.5%, y consumieron el 81.2% de los ingresos totales, superior a su registro en el año anterior (junio de 2021: 80.9%). 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. Ante dicho contexto, la Institución proyecta sustituir la carga marítima a terrestre.



Fuente: Estados financieros de DISZASA.

A junio de 2022, los gastos operativos representaron el 15.6% de los ingresos totales y aumentaron en 11.8% de forma anual, vinculado principalmente a un mayor gasto de salarios y publicidad. A pesar del incremento de los costos por la crisis de los contenedores, las ventas reportan mayor dinamismo lo cual favoreció la generación interna, reflejado en el EBITDA, que totalizó USD2.7 millones, con un incremento interanual de 10.9% y una participación respecto a los ingresos de 3.6% (junio de 2021: 3.7%).

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 USD1.4 millones, 20.3% más que lo acumulado a junio de 2021 (USD1.2 millones). Los indicadores de rentabilidad ROA y ROE se ubicaron en 4.8% y 17.9%, respectivamente; y comparan desfavorablemente con los observados doce meses atrás (junio de 2021: ROA: 3.9% y ROE: 14.3%). La rentabilidad continuará determinada por las fluctuaciones en los precios internacionales, repercusiones de los indicadores macroeconómicos y cambios en las preferencias de los consumidores.

8.2. UDISA

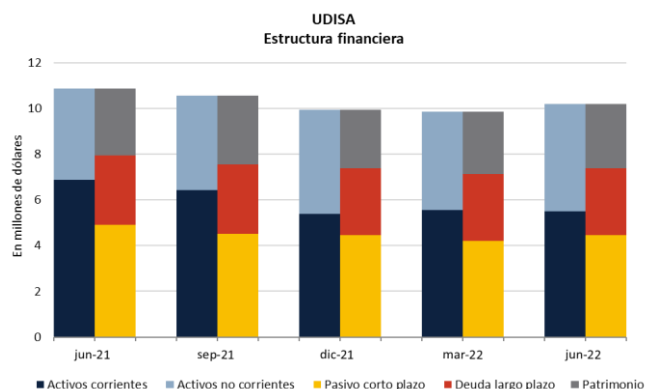
8.2.1 Estructura financiera

Al cierre de junio de 2022, los activos totales registraron USD10.2 millones, con una contracción interanual de 6.4%, afectado principalmente por la reducción de las cuentas por

cobrar a clientes en 17.0%, así como el aumento de la depreciación de activos fijos en 41.1%. Por su parte, las inversiones en asociadas, y el inventario presentaron variaciones de 12.5% y -0.1% respectivamente. La Entidad ha mantenido un stock de inventario estable a pesar de las condiciones adversas del entorno.

Las obligaciones totales acumularon USD7.4 millones a junio de 2022, con una reducción interanual de 7.0%. Dentro de las principales cuentas destaca el fondeo proveniente de la titularización (38.4%), cuentas por pagar comerciales (17.9%), cuentas a pagar a partes relacionadas (17.8%) y préstamos bancarios de corto plazo (15.9%).

En junio 2022, la generación interna fue menor respecto a lo acumulado en junio de 2021, factor que incidió en una contracción de 5.0% del patrimonio, reduciendo su saldo hasta USD2.8 millones desde USD2.9 millones reportado doce meses atrás. El capital social pagado significó el 66.1%, las utilidades acumuladas (15.8%), las reservas de capital (13.2%) y la utilidad del ejercicio (4.9%).



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 2022, las cuentas de caja y bancos registraron un monto negativo de USD31.1 mil. Por su parte, la razón circulante muestra desmejoras, al disminuir de 1.4 veces a 1.2 veces explicado por la contracción del activo circulante (-20.1%).

UDISA: Indicadores de liquidez					
	jun-21	sep-21	dic-21	mar-22	jun-22
Razón circulante	1.4	1.4	1.2	1.3	1.2
Prueba ácida	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
Efectivo / Pasivos corrientes	-0.5%	-1.1%	0.9%	-1.0%	-0.7%
Proporción del capital de trabajo	28.8%	29.8%	17.3%	24.1%	18.9%

Fuente: Estados financieros de UDISA.

El capital de trabajo neto se ubicó en USD1.0 millones al finalizar junio de 2022, el cual mostró una reducción relevante respecto a lo observado un año antes (junio 2021: USD2.0 millones).

8.2.3 Endeudamiento

Al término de junio de 2022, la deuda financiera registró USD4.0 millones, exhibiendo una reducción de 5.5% interanual, debido a las amortizaciones realizadas al fondo de titularización, así como los pagos de principal de los préstamos bancarios de corto plazo, realizados durante el primer trimestre. Dichos recursos se destinaron principalmente para el pago de proveedores.

Lo anterior generó una disminución en la participación del pasivo circulante respecto a la deuda total, la cual se desplazó de 61.7% a 60.4%, en el horizonte de un año. El indicador de pasivo versus patrimonio (endeudamiento) se ubicó en 2.6 veces, menor valor que el registrado en diciembre de 2020 (2.7 veces). Cabe destacar que la cobertura de la utilidad operativa sobre el servicio de la deuda presenta una tendencia al alza propiciado por la disminución de la deuda financiera en 5.5%.

UDISA: Indicadores de endeudamiento					
UDISA	jun-21	sep-21	dic-21	mar-22	jun-22
Apalancamiento	3.7	3.5	3.9	3.6	3.6
Razón de deuda	73.0%	71.5%	74.0%	72.4%	72.5%
Endeudamiento	2.7	2.5	2.9	2.6	2.6
Cobertura de intereses	1.0	1.3	1.4	1.6	1.9
Gasto financiero/Pasivo con costo	10.3%	8.7%	7.4%	6.1%	6.9%

Fuente: Estados financieros de UDISA.

8.2.4 Indicadores de cobertura y calidad crediticia

El mayor dinamismo en las ventas ha favorecido las coberturas del EBITDA sobre el servicio de la deuda; dicha relación fue de 1.0 veces en junio de 2021, y exhibe una mejora a 1.9 veces en junio de 2022. Lo anterior explica que por cada dólar de intereses por deuda pagado, la compañía genera USD1.9 de ingresos operativos antes de impuestos e intereses.

Por su parte, el indicador de deuda financiera sobre EBITDA reporta mejoras al ubicarse en 7.4 veces en junio 2021, desde 8.6 veces observado doce meses atrás, propiciado por el aumento del EBITDA en 9.7%. 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-21	sep-21	dic-21	mar-22	jun-22
Deuda financiera/Patrimonio	1.5	1.4	1.6	1.5	1.4
Deuda financiera/EBITDA	8.6	8.2	7.7	8.3	7.4
EBITDA / Gasto financiero	1.0	1.3	1.4	1.6	1.9
EBITDA / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.2	0.3	0.2	0.2	0.4
EBITDA+ efectivo y valores de CP / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3

Fuente: Estados financieros de UDISA.

8.2.5 Rentabilidad

A junio de 2022, el EBITDA presentó un desplazamiento positivo de 9.7%, totalizando USD542.0 miles desde USD494.1 miles registrado en junio de 2021. Lo anterior, implicó que el margen EBITDA se ubicara en 3.4% desde 3.3%. 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.

En junio de 2022, los ingresos por venta fueron de USD8.0 millones, un 8.1% mayor que lo generado doce meses atrás. La entidad continúa enfrentando dificultades debido a la ralentización en las cadenas de suministro, no obstante, la compañía evidencia los niveles de venta, retomando la senda de crecimiento prepandemia.

El crecimiento de los costos de venta (+9.0%) a raíz del encarecimiento del precio de los combustibles y fletes se refleja en una menor utilidad neta, la cual sumó USD136.5 millones, un 12.4% más baja que el año anterior (USD155.8 millones). Los indicadores de retorno sobre el patrimonio y el activo preservaron su estabilidad al ubicarse en 2.6% y 9.5%, respectivamente, frente a lo observado un año antes (junio de 2021: 2.7% y 8.5%).

UDISA: Indicadores de rentabilidad					
	jun-21	sep-21	dic-21	mar-22	jun-22
ROA	2.7%	2.7%	2.7%	2.1%	2.6%
ROE	8.5%	10.0%	10.9%	8.1%	9.5%
Efecto del apalancamiento	-3.4%	-2.3%	-1.9%	-1.6%	-1.1%
Margen EBITDA	3.3%	3.5%	3.5%	3.1%	3.4%
Margen bruto	20.5%	20.5%	20.4%	19.9%	19.8%
Margen operativo	3.3%	3.5%	3.5%	3.1%	3.4%
Margen neto	2.1%	2.0%	1.9%	1.5%	1.7%

Fuente: Estados financieros de UDISA.

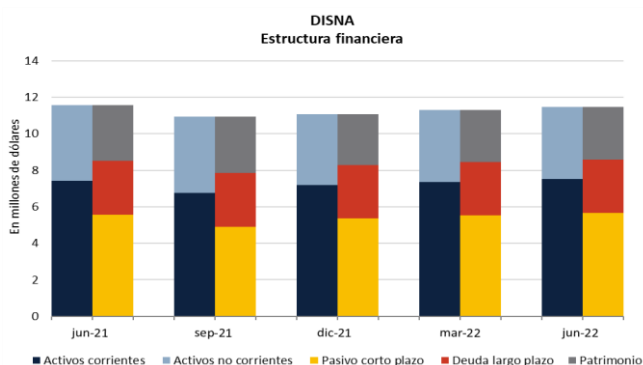
8.3. DISNA, S.A.

8.3.1 Estructura financiera

Los activos totales contabilizaron un saldo de USD11.5 millones, exhibiendo una variación interanual de -0.9%, comportamiento que se asocia con el aumento de los inventarios (+19.5%), pero contrarrestado por la disminución en inversiones en asociadas (-3.6%), cuentas por cobrar a clientes (-11.4%) y cuentas por cobrar a partes relacionadas (-31.4%).

Los pasivos acumularon un monto de USD8.6 millones, desplazándose a una tasa anual de 0.5%, determinado por el incremento de los préstamos bancarios corrientes en contraposición con la reducción de las cuentas por pagar comerciales y a relacionadas. Dentro de las cuentas más relevantes destacan la titularización (33.0%), préstamos bancarios a corto plazo (32.7%) y cuentas por pagar (23.6%).

Por su parte, el patrimonio mostró una contracción de 4.9% en términos de un año, acumulando un monto USD2.9 millones. El capital social pagado representó el 19.3% del activo, reservas de capital (2.7%), las utilidades acumuladas (2.6%) y los resultados del ejercicio (0.6%). 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 el último año.



Fuente: Estados financieros de DISNA.

8.3.2 Liquidez

A junio de 2022, las disponibilidades en caja y bancos registran un saldo positivo de USD235.4 mil, con un incremento de USD327.7 miles respecto al año anterior, originado por la obtención de recursos a través de la generación interna. Los indicadores de liquidez permanecieron estables, conforme a la política interna de la

compañía. No obstante, se observa una reducción en el indicador de efectivo a pasivo corriente, derivado del incremento en la financiación bancaria para cubrir inventarios y de la compra de acciones en DISZASA; concretamente, dicho indicador se redujo de 21.9% a 0.4%. Por su parte, la proporción del capital de trabajo neto sobre los activos corrientes se ubicó en 39.8%, similar al registrado en el mismo período en el año anterior.

DISZASA: Indicadores de liquidez					
	jun-21	sep-21	dic-21	mar-22	jun-22
Razón circulante	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
Prueba ácida	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8
Efectivo / Pasivos corrientes	21.9%	14.4%	7.6%	7.0%	0.4%
Proporción del capital de trabajo	39.9%	40.4%	41.7%	40.9%	39.8%

Fuente: Estados financieros de DISNA.

8.3.3 Endeudamiento

Los requerimientos de financiamiento de la Entidad han estado en función de las necesidades de capital de trabajo y específicamente surtido de inventario para abastecer el mercado. Al cierre de junio de 2022, la deuda financiera registró USD5.6 millones, mostrando una expansión interanual de 12.0%, como consecuencia, el indicador de endeudamiento (pasivo/patrimonio) se ubicó en 3.0 veces desde 2.8 veces registrado en junio de 2020. El 49.8% de la deuda financiera es de corto plazo y el 50.2% es de largo plazo.

DISNA: Indicadores de endeudamiento					
DISNA	jun-21	sep-21	dic-21	mar-22	jun-22
Apalancamiento	3.8	3.6	3.9	3.9	4.0
Razón de deuda	73.7%	71.9%	74.7%	74.5%	74.8%
Endeudamiento	2.8	2.6	2.9	2.9	3.0
Cobertura de intereses	1.7	1.5	2.0	1.5	1.2
Gasto financiero/Pasivo con costo	6.6%	7.2%	8.1%	8.3%	7.0%

Fuente: Estados financieros de DISNA.

8.3.4 Indicadores de cobertura y calidad crediticia

Al cierre del periodo en análisis, los indicadores de cobertura mostraron un leve deterioro, debido al incremento interanual de los pasivos con costo en 12.0% implicando mayores gastos financieros (+40.2%). En este sentido, el EBITDA, cubre el monto de intereses incurridos en 1.2 veces, inferior a lo observado en junio de 2021 (1.7 veces). El indicador de deuda financiera/EBITDA se situó en 12.7 veces, desde 11.1 veces doce meses antes. Bajo dicho contexto, SCRiesgo estima que la Entidad exhibe capacidad suficiente para cubrir con sus obligaciones financieras.

Página 15 de 18

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Cartago, Costa Rica
(506) 2552 5936

Ciudad Panamá, Panamá
(507) 6674 5936

San Salvador, El Salvador
(503) 2243 7419

DISNA: Indicadores de cobertura					
	jun-21	sep-21	dic-21	mar-22	jun-22
Deuda financiera/Patrimonio	1.7	1.7	1.6	1.9	1.9
Deuda financiera/EBITDA	11.1	11.6	7.5	10.5	12.7
EBITDA / Gasto financiero	1.7	1.5	2.0	1.5	1.2
EBITDA / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.3	0.3	0.5	0.3	0.2
EBITDA+ efectivo y valores de CP / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.3	0.3	0.5	0.3	0.2

Fuente: Estados financieros de DISNA.

8.3.5 Rentabilidad

Las ventas se expandieron interanualmente en 1.6% y acumularon un flujo de USD10.5 millones. Por su parte, el costo de venta registró un monto de USD8.2 millones, con un incremento interanual de 1.7%. Cabe señalar, que el costo de venta absorbió el 78.3% de los ingresos totales, mientras que los gastos operativos representaron el 19.6%.

El margen EBITDA se situó en 2.1%, similar al 2.2% reportado en junio de 2021. Por su parte, la utilidad neta registró un flujo de USD68.9 mil, decreciendo 51.9% respecto a lo registrado el año anterior. Esto generó que el retorno sobre el patrimonio (ROE) se ubicara en 4.6% mientras que el retorno sobre el activo (ROA) fue de 1.2%, ambos menores a lo registrado en junio de 2021 (9.8% y 2.9% respectivamente).

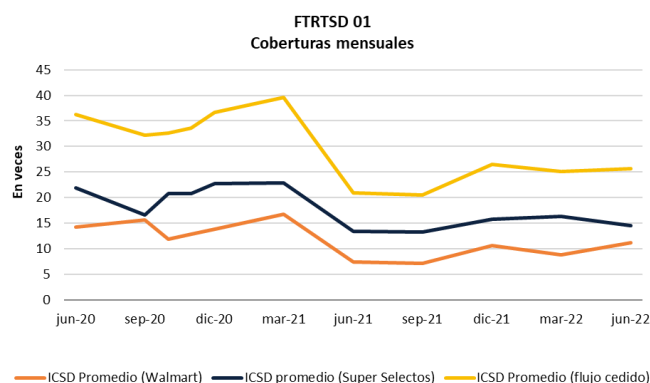
DISNA: Indicadores de rentabilidad					
	jun-21	sep-21	dic-21	mar-22	jun-22
ROA	2.9%	2.3%	3.0%	2.3%	1.2%
ROE	9.8%	7.6%	10.9%	7.7%	4.6%
Efecto del apalancamiento	-0.9%	-2.0%	-1.1%	-2.6%	-3.2%
Margen EBITDA	2.2%	2.1%	2.8%	2.5%	2.1%
Margen bruto	21.8%	21.7%	22.1%	21.8%	21.7%
Margen operativo	2.2%	2.1%	2.8%	2.5%	2.1%
Margen neto	1.4%	1.1%	1.4%	1.1%	0.7%

Fuente: Estados financieros de DISNA.

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, se observa una reducción en la cobertura de cesión a partir dicha fecha; no obstante, la tendencia del último año es positiva debido a la dinámica creciente en las ventas congruente con el mejoramiento de las cadenas de suministro. 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 25.7 veces a junio de 2022, mayor al registrado el año previo (20.9 veces).



Fuente: Ricorp Titularizadora.

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 2022, el índice de cobertura sobre el servicio de la deuda del principal colector (Operadora del Sur, S.A. de C.V.) fue de 11.2 veces, la del segundo colector (Calleja, S.A. de C.V.) se ubicó en 14.5 veces, reflejando coberturas holgadas sobre la cuota de cesión.

Coberturas de cesión de las sociedades cedentes					
	jun-21	sep-21	dic-21	mar-22	jun-22
ICSD Promedio (flujo cedido)	20.9	20.4	26.5	25.1	25.7
ICSD promedio (Super Selectos)	13.5	13.2	15.8	16.4	14.5
ICSD Promedio (Walmart)	7.4	7.2	10.6	8.7	11.2
Cesión/flujo cedido	4.8%	4.9%	3.8%	4.0%	3.9%

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A

SCRiesgo da clasificación de riesgo a este emisor desde el año 2018. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de clasificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía.

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

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

ANEXO 1

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

Balance general (En dólares)	jun-21	sep-21	dic-21	mar-22	jun-22
Activo Circulante	41,482,600	41,936,200	51,861,112	42,091,700	41,492,100
Activo No Circulante	15,611,600	15,640,900	11,204,755	16,315,700	17,694,400
Activo	57,094,200	57,577,100	63,065,867	58,407,400	59,186,500
Pasivo Circulante	24,917,900	25,001,400	30,226,279	24,879,400	24,962,500
Pasivo No Circulante	17,948,000	17,948,000	17,453,355	17,448,300	17,448,300
Pasivo	42,865,900	42,949,400	47,679,634	42,327,700	42,410,800
Patrimonio	14,228,300	14,627,700	15,386,233	16,079,700	16,775,700
Pasivo + Capital	57,094,200	57,577,100	63,065,867	58,407,400	59,186,500
Estados de Resultado (En dólares)	jun-21	sep-21	dic-21	mar-22	jun-22
Ventas netas	66,978,500	101,251,400	137,919,951	37,766,000	76,417,900
Costos y gastos	64,849,800	98,256,900	133,616,910	36,584,400	73,973,000
Utilidad operativa	2,128,700	2,994,500	4,303,041	1,181,600	2,444,900
Otros Gastos/Ingresos	-477,900	-773,100	-1,019,138	-188,400	-457,200
Utilidad antes de impuestos	1,650,800	2,221,400	3,283,903	993,200	1,987,700
Reserva legal	0	0	0	0	0
Impuestos	495,200	666,400	970,444	299,500	597,900
Contribución a la seguridad ciudadana	0	0	0	0	0
Utilidad Neta	1,155,600	1,555,000	2,313,459	693,700	1,389,800

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

Balance general (En dólares)	jun-21	sep-21	dic-21	mar-22	jun-22
Activo Circulante	6,879,367	6,437,926	5,372,163	5,546,353	5,494,461
Activo No Circulante	3,998,480	4,126,245	4,578,692	4,306,889	4,683,895
Activo	10,877,846	10,564,171	9,950,855	9,853,242	10,178,356
Pasivo Circulante	4,899,759	4,517,782	4,444,952	4,211,498	4,457,097
Pasivo No Circulante	3,038,189	3,038,189	2,921,700	2,926,938	2,926,938
Pasivo	7,937,949	7,555,972	7,366,652	7,138,436	7,384,034
Patrimonio	2,939,898	3,008,199	2,584,203	2,714,807	2,794,321
Pasivo + Capital	10,877,846	10,564,171	9,950,855	9,853,242	10,178,356
Estados de Resultado (En dólares)	jun-21	sep-21	dic-21	mar-22	jun-22
Ventas netas	7,411,195	11,117,262	14,988,669	3,919,553	8,009,896
Costos y gastos	7,164,127	10,725,452	14,462,662	3,797,835	7,738,914
Utilidad operativa	247,067	391,810	526,007	121,718	270,982
Otros Gastos/Ingresos	-477,900	-773,100	-1,019,138	-188,400	-457,200
Utilidad antes de impuestos	183,108	280,681	377,867	81,334	195,011
Reserva legal	0	0	0	0	0
Impuestos	27,356	56,628	85,784	24,400	58,503
Contribución a la seguridad ciudadana	0	0	0	0	0
Utilidad Neta	155,752	224,053	292,083	56,934	136,507

Distribuidora Nacional, S.A de C.V.

Balance general (En dólares)	jun-21	sep-21	dic-21	mar-22	jun-22
Activo Circulante	7,433,282	6,753,960	7,182,460	7,337,310	7,519,668
Activo No Circulante	4,144,691	4,174,692	3,890,641	3,978,640	3,955,703
Activo	11,577,973	10,928,651	11,073,100	11,315,950	11,475,371
Pasivo Circulante	5,563,653	4,889,508	5,350,628	5,518,132	5,661,367
Pasivo No Circulante	2,967,871	2,967,871	2,916,898	2,916,898	2,916,898
Pasivo	8,531,524	7,857,379	8,267,526	8,435,030	8,578,264
Patrimonio	3,046,449	3,071,273	2,805,574	2,880,920	2,897,106
Pasivo + Capital	11,577,973	10,928,651	11,073,100	11,315,950	11,475,371
Estados de Resultado (En dólares)	jun-21	sep-21	dic-21	mar-22	jun-22
Ventas netas	10,329,794	15,548,927	21,711,028	5,318,854	10,498,922
Costos y gastos	10,102,449	15,224,409	21,099,781	5,186,617	10,277,093
Utilidad operativa	227,345	324,518	611,246	132,237	221,830
Otros Gastos/Ingresos	-30,548	-93,291	-160,103	-43,807	-115,989
Utilidad antes de impuestos	196,797	231,227	451,143	88,429	105,841
Reserva legal	13,776	16,186	31,580	6,190	7,409
Impuestos	39,636	49,242	110,600	24,672	29,530
Contribución a la seguridad ciudadana	0	0	0	0	0
Utilidad Neta	143,385	165,799	308,963	57,568	68,902

ANEXO 2

Valores de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01 - FTRTSD 01

Tramos	Monto colocado USD	Saldo al 22/03/2022*	Fecha de colocación	Tasa de interés	Plazo	Pago de intereses	Pago de capital
1	13,580,000	13,580,000	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	2,511,550	22/3/2019	6.5%	60 meses	Mensual	Mensual, con 2 años de gracia. El capital ha sido amortizado a partir del mes 25 (abril-21).
3	500,000	500,000	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	7,270,000	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	23,861,550					

* Cifras en dólares