

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

### Informe de mantenimiento de clasificación de riesgo

Sesión Ordinaria N.º 6072023 del 20 de abril de 2023.

Fecha de ratificación: 28 de abril de 2023.

Información financiera: auditada al 31 de diciembre de 2022.

Contactos: Karla Vanessa Amaya  
Marco Orantes Mancía

Analista financiero [kamaya@scriesgo.com](mailto:kamaya@scriesgo.com)  
Director país [morantes@scriesgo.com](mailto:morantes@scriesgo.com)

## 1. CLASIFICACIÓN DE RIESGO

El presente informe corresponde al análisis de la emisión con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras Cero Uno, en adelante el Fondo o FTRTSD01, con información financiera auditada al 31 de diciembre 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 otorgada<sup>1</sup>:

**AA:** instrumentos en que sus emisores cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

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

Dentro de una escala de clasificación se podrán utilizar los signos “+” y “-”, para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo “+” indica un nivel menor riesgo, mientras que el signo “-” indica un nivel mayor de riesgo.

**SLV:** indicativo de país para las clasificaciones que SCRiesgo otorga en El Salvador. El indicativo no forma parte de la escala de clasificación en El Salvador. La escala utilizada por la Clasificadora está en estricto apego a la Ley del Mercado

de Valores y a las Normas técnicas sobre las Obligaciones para las Sociedades Clasificadoras de Riesgo.

## 2. FUNDAMENTOS

### Fortalezas

- Emisión respaldada por los derechos sobre los flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos mensuales que los Originadores perciben 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.”*

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

- 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 - FRTSD 01.	
Emisor	Ricorp Titularizadora, S.A.
Originadores	DISZASA, DISNA y UDISA
Custodia-Depósito	Anotaciones electrónicas depositadas en los registros electrónicos de CEDEVAL, S.A. de C.V.
Monto colocado	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 diciembre de 2022	Tramo 1: USD13,580,000.0 Tramo 2: USD1,608,128.0 Tramo 3: USD500,000.0 Tramo 4: USD7,270,000.0 Total: USD22,958,128.0

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

## 4. CONTEXTO ECONÓMICO

### 4.1 Análisis de la plaza local

La actividad económica salvadoreña ha retornado a los niveles de crecimiento observados previos a la pandemia. En 2022, el PIB aumentó en 2.6% frente al 11.2% de 2021. El país experimenta una creciente inflación (diciembre 2022: 7.3%) derivado de las crisis globales como la afectación de las cadenas de suministros, el alza en los combustibles y el conflicto bélico en Europa. Para contrarrestar los efectos, el Gobierno ha implementado políticas de anti inflación, inversión en infraestructura y seguridad pública, con los cuales se espera mejorar el clima de negocios.

Durante 2022, la autoridad fiscal se centró en la búsqueda de recursos para el pago de los Eurobonos con vencimiento en enero de 2023, por USD800.0 millones. Para solventar los requerimientos de liquidez, el Gobierno realizó dos operaciones de recompra (incluyó los bonos a vencer en 2025). Ambas operaciones totalizaron USD195.9 millones; en enero de 2023, los USD604.1 millones restantes fueron pagados en tiempo y forma, con recursos recibidos de dos préstamos con organismo internacionales y de la recaudación corriente.

El objetivo intrínseco de dicha estrategia era mejorar el grado de inversión, reducir el riesgo país y mostrar mejores expectativas a los inversionistas. Esta acción redujo las

necesidades de liquidez de forma momentánea, sin embargo, las condiciones fiscales actuales continuarán ejerciendo presiones sobre la deuda, principalmente; en las necesidades de corto plazo y la gestión pública. La calificadora internacional Moody's Investor Service ha reafirmado la calificación soberana del país en Caa3, aunque, modificó la perspectiva de negativa a estable. La agencia considera que aún se presentan altas necesidades de financiamiento, exacerbadas por el débil acceso a los mercados de capital internacionales, una posición fiscal aún vulnerable con altos costos de deuda, sin un marco fiscal y de financiamiento para el mediano plazo.

Una elevada inflación y el limitado espacio fiscal, podrían variar las proyecciones de crecimiento, debido a la desaceleración económica en curso; además, de la fragilidad que presenta la economía global ante un posible riesgo de recesión. En 2023, bajo estas condiciones, las proyecciones del FMI contemplan que la economía salvadoreña crecería en un 2.6%; para el Banco Mundial un 2.0% y 1.6% según la Cepal.

### 4.2 Producción nacional

Para el cierre 2022, la economía salvadoreña registró el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) en 2.6%, impulsado por el aumento en la actividad en los sectores construcción, electricidad, servicios profesionales, transporte y almacenamiento. El resultado ha sido favorecido por la reducción en los índices de criminalidad incentivando la inversión, el consumo interno y las actividades turísticas; además del buen desempeño de las de las exportaciones (+10.2%), que consolidaron los resultados. Sin embargo, los niveles de crecimiento proyectados, serán impactados conforme al contexto internacional y las afectaciones económicas causadas por la inflación, el Banco Central de Reserva (BCR) proyecta una expansión económica entre el 2% y 3% para el 2023.

### 4.3 Finanzas públicas

A nivel fiscal, el panorama aún se contempla desafiante, debido a que el ritmo de recaudación ha disminuido. Los ingresos totales del Sector Público No Financiero (SPNF) aumentaron en 10.9% en 2022 (2021: +23.4%); el 81.6% de estos corresponden a los tributarios, los cuales se elevaron en 11.1%. Dicho comportamiento estuvo influenciado, por las medidas gubernamentales antinflacionarias, entre ellas, la suspensión de contribuciones especiales en el precio de la gasolina y de los aranceles de importación a productos de la canasta básica. Además, se han realizado importantes esfuerzos para reducir la evasión tributaria por medio del

Plan Nacional Anti-Evasión, con el cual se han recaudado USD179.0 millones en casos procesados.

En relación con el gasto público, se muestra mayor eficiencia en el SPNF, el cual reportó una disminución del 0.02% (2021: +5.7%) totalizando USD8,423.1 millones, concentrado en un 89.8% en gasto corriente (+1.7%) y el 10.2% en gasto de capital. Históricamente, los egresos públicos están orientados a solventar las obligaciones inmediatas del Gobierno, esto limita los recursos para inversión y gestión del desarrollo, los cuales han disminuido en 24.4% en 2022.

La dinámica del gasto permitió la reducción del déficit fiscal. Se registró déficit primario del SPNF por USD541.9 millones y el déficit total con pensiones en USD860.3 millones (-46.4%). Bajo las proyecciones actuales representaría el 2.6% del PIB frente al 5.5% de 2021. De los desembolsos ejecutados, USD1,491.5 millones corresponden a intereses de deuda (el 18.9% de los ingresos), un aumento del 14.4%. Para cubrir el desbalance presupuestario y otras obligaciones financieras, se requirió de financiamiento que superó los USD1,400.0 millones.

La deuda pública del SPFN sin pensiones totalizó USD18,033.2 millones, y reflejó un aumento del 3.3% (2021: +15.8%). La deuda representa el 55.5% del PIB, relación relativamente menor al reportando en 2021 de 59.3% del PIB; favorecido por la dinámica de un mayor denominador y menor variación de la misma. Según la clasificación de la deuda, el 61.6% corresponde a acreedores externos y el 38.4% a internos. Considerando las obligaciones previsionales, la deuda se eleva al 74.6% del PIB y totaliza USD24,235.4 millones (2021: 79.0% del PIB), lo que representa un aumento del 4.2% con respecto a 2021.

#### 4.4 Comercio exterior

Durante el año 2022, las exportaciones registraron USD7,115.1 millones (+11.3%). Los sectores que lideraron el crecimiento de las ventas al exterior fueron las maquilas (+11.9%), la industria manufacturera (+9.6%) y el sector primario<sup>1</sup> (+34.7%). Por su parte, las importaciones totales sumaron USD17,108.0 millones (+17.0%); donde destacan los bienes intermedios (+25.2%) y de consumo (+16.1%). El déficit de la balanza comercial totalizó USD9,992.9 millones, como resultado del aumento en diversas mercancías, alto

dinamismo de las importaciones, y alza de precios del petróleo y sus derivados.

#### 4.5 Inversión extranjera directa (IED)

Al cierre de 2022, los flujos de IED acumulados totalizaron salidas por USD99.1 millones, a diferencia de los ingresos por USD314.5 millones observados en igual periodo del año anterior. Este comportamiento está vinculado al aumento en la salida de capitales en la industria manufacturera e información y comunicaciones. En contrapeso, se perciben importantes flujos en comercio por USD201.6 millones. México con USD152.3 millones, Estados Unidos con USD77.2 millones y Honduras con USD46.22 millones fueron los países con mayores aportes en la IED durante el periodo.

#### 4.6 Remesas familiares

Las remesas familiares registraron ingresos por USD7,741.9 millones en 2022, que corresponde al 23.8% del PIB, y un aumento del 3.2% porcentaje relativamente menor al 26.6% registrado en 2021. Históricamente, las remesas constituyen una base importante para satisfacer la demanda interna y potenciador del consumo. Del total de remesas, el 93.8% corresponde a envíos desde Estados Unidos, seguido de Canadá (0.9%), España (0.4%), Italia (0.3%) y Reino Unido (0.1%).

### 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.

<sup>1</sup> Compuesto por agricultura, ganadería, silvicultura y pesca.

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 Millennium 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.

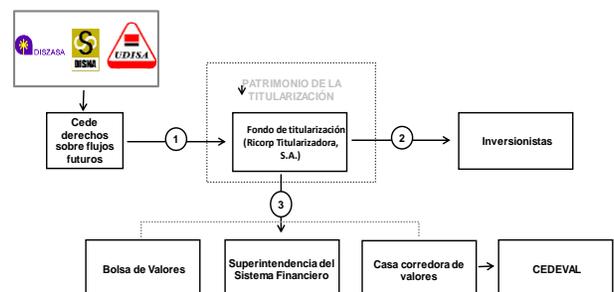
La Titularizadora cuenta con un plan estratégico dirigido al fortalecimiento integral, con el propósito de crear alternativas innovadoras de titularizaciones, consolidación de sus diferentes líneas de negocios y fortalecer alianzas estratégicas.

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 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 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

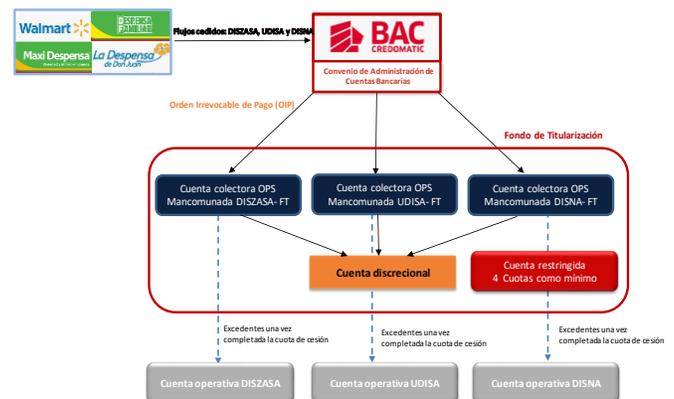
Originadores	Meses					
	1 al 24		25 al 60		61 al 120	
DISZASA	\$ 136,800.00	76%	\$ 205,200.00	76%	\$ 316,312.00	76%
UDISA	\$ 21,600.00	12%	\$ 32,400.00	12%	\$ 49,944.00	12%
DISNA	\$ 21,600.00	12%	\$ 32,400.00	12%	\$ 49,944.00	12%
Total	\$ 180,000.00	100%	\$ 270,000.00	100%	\$ 416,200.00	100%

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

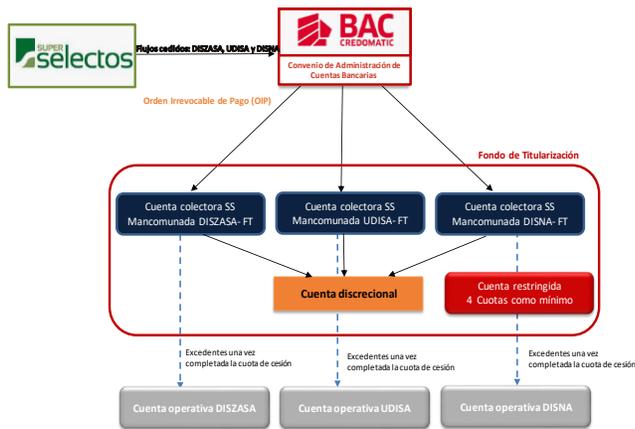
### Pagador principal: Captura de Flujo



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 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 diciembre 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

*Página 8 de 18*

### Más información

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

### Oficinas

Cartago, Costa Rica  
(506) 2552 5936

Ciudad Panamá, Panamá  
(507) 6674 5936

San Salvador, El Salvador  
(503) 2243 7419

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 m<sup>2</sup> y refrigerado 3,000 m<sup>2</sup>); para dar cobertura a 24,000 clientes efectivos en todo el país, lo diversificado de sus líneas de negocios les permite tener clientes de todos los canales de distribución entre estos: mayoreo (36.0%); Calleja S.A. (24.0%); Walmart (16%); ruteo (14.0%) y otros (10%). DISZASA cuenta con 1,332 empleados, donde el 55.0% pertenece al área de ventas, 25.0% a logística, 14.0% a mercadeo y 6.0% 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 de 2022 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

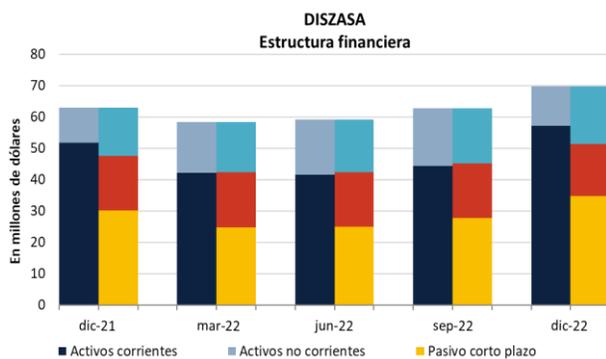
Los activos totales reportaron un saldo de USD69.8 millones al cierre de diciembre de 2022, y exhibió una tasa de crecimiento de 10.7%, comportamiento que obedece al incremento del inventario en 21.8% y cuentas por cobrar en 13.1%. La estructura del activo se compone esencialmente por inventarios (38.2%), seguido de cuentas por cobrar a clientes (28.4%) e inversiones (10.9%).

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 para atender incrementos en la demanda de productos.

La deuda total incrementó en 15.1% de forma anual, acumulando un saldo de USD51.2 millones, explicado por la partida de cuentas por pagar comerciales, la cual refleja un aumento de 36.8%. La Entidad cuenta con líneas rotativas de crédito con Banco Agrícola y Banco de América Central que le permiten atender oportunamente los pedidos anticipados de productos y los requerimientos de capital de trabajo. Además, posee recursos provenientes del fondo de titularización por USD17.4 millones, otorgándole flexibilidad financiera en términos de plazos y costos financieros. La estructura del pasivo se fundamenta en proveedores (48.4%), titularización (34.0%), préstamos bancarios a corto plazo (9.8%), otros pasivos (6.5%) y acreedores (1.3%).

El patrimonio registró un monto de USD18.5 millones y se expandió en 20.1%, resultado del incremento en las utilidades del ejercicio derivado de la dinámica en las ventas. El aporte de los accionistas 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 58.9%, utilidad del ejercicio (16.8%), utilidades acumuladas (12.5%) y reservas de capital (11.8%).



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 USD57.1 millones a diciembre de 2022, se expandió en 10.2% de forma anual y mostró una cobertura sobre las obligaciones corrientes de 1.6 veces, la cual se mantuvo estable en el período de análisis. Por su parte, el indicador de liquidez

ácida disminuyó de 1.0 veces a 0.9 veces en diciembre de 2022, a consecuencia del incremento en el inventario.

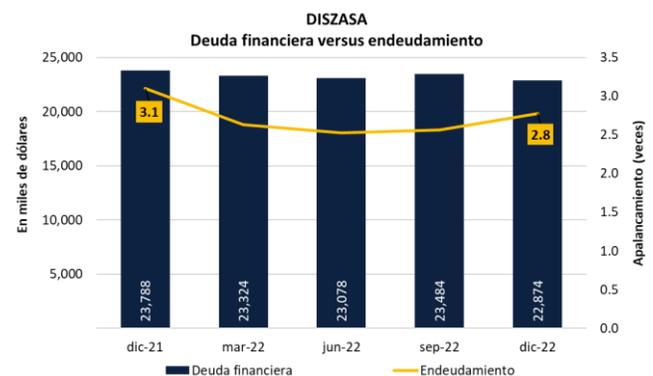
Las disponibilidades en caja y bancos presentaron un saldo de USD0.8 millones al término de 2022, estas representaron el 1.1% de los activos totales y cubrieron en 2.3% a los pasivos corrientes. Por su parte, el capital de trabajo neto exhibió un incremento de 3.3% y acumuló un saldo de USD22.4 millones, influenciado por el incremento de los inventarios y cuentas por cobrar, resultando en un mayor margen de maniobra.

DISZASA: Indicadores de liquidez					
	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
Razón circulante	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6
Prueba ácida	1.0	0.9	0.8	0.9	0.9
Efectivo / Pasivos corrientes	7.6%	7.0%	0.4%	10.3%	2.3%
Proporción del capital de trabajo	41.7%	40.9%	39.8%	37.5%	39.1%

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

### 8.1.3. Endeudamiento

En diciembre de 2022, la deuda financiera reportó una disminución de 3.8%, respecto al mismo período del año anterior, totalizando un monto de USD22.9 millones, debido a la realización de pagos de amortizaciones a favor del fondo de titularización y disminución en el saldo de los sobregiros bancarios (-8.8%). El 76.3% de la deuda financiera corresponde a los créditos provenientes de la titularización de flujos futuros, mientras que, el 23.7% 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 2.8 veces en diciembre de 2022, inferior al 3.1 veces reportado un año antes. Dicho desplazamiento se debe al incremento de los recursos propios (+20.1%) que supera el dinamismo de las obligaciones totales (+7.6%). La Entidad se ha

Página 11 de 18

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	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
Apalancamiento	4.1	3.6	3.5	3.6	3.8
Razón de deuda	75.6%	72.5%	71.7%	71.9%	73.5%
Endeudamiento	3.1	2.6	2.5	2.6	2.8
Cobertura de intereses	2.4	4.4	4.4	4.4	3.0
Deuda financiera	23,788	23,324	23,078	23,484	22,874
Gasto financiero/Pasivo con costo	7.9%	4.8%	4.6%	5.0%	7.7%

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

### 8.1.4. Indicadores de cobertura y calidad crediticia

A al término de 2022, el indicador de endeudamiento financiero sobre EBITDA revela una mejora, al disminuir desde 4.8 veces a 3.9 veces, favorecido por la generación de negocios, especialmente en temporada de fin de año, reflejado en el incremento interanual del EBITDA en 19.8%, resultado que tiene como consecuencia un aumento en la cobertura del EBITDA sobre intereses pagados, el cual registró un valor de 3.3 veces en diciembre de 2022, el cual compara favorablemente con el observado hace un año atrás (2.8 veces).

DISZASA: Indicadores de cobertura					
	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
Deuda financiera/Patrimonio	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
Deuda financiera/EBITDA	4.8	4.4	4.2	4.1	3.9
EBITDA / Gasto financiero	2.8	5.0	5.0	4.9	3.3
EBITDA / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.8	0.9	0.7	0.8	0.7
EBITDA+ efectivo y valores de CP / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	1.1	1.3	1.1	1.2	0.9

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 8.6 veces en diciembre de 2022, desde 7.9 veces doce meses atrás, condición que refleja una mayor celeridad en la convertibilidad de cuentas por cobrar a efectivo.

Los inventarios acumularon USD26.7 millones y crecieron 21.8% con respecto a diciembre de 2021; explicado por una mayor previsión de inventario disponible para la venta como factor mitigador del riesgo de desabastecimiento. La rotación de inventario se situó en 5.1 veces, indicador que permaneció estable al compararlo con el observado el año anterior, mientras que el tiempo de realización del mismo registró 70 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 acumularon un saldo de USD24.8 millones, conformándose por el 59.9% de proveedores del exterior y 40.1% por proveedores locales. El periodo promedio de pago a proveedores fue de 62 días en diciembre de 2022, denotando una leve desmejora en el período de financiación de las compras respecto al observado en diciembre de 2021 (58 días).

La reducción del período medio de cobro es el principal actor que ha 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 57 días a 50 días en el lapso de un año, indicando una mayor rapidez en la generación de flujos de efectivo generados por el núcleo del negocio.

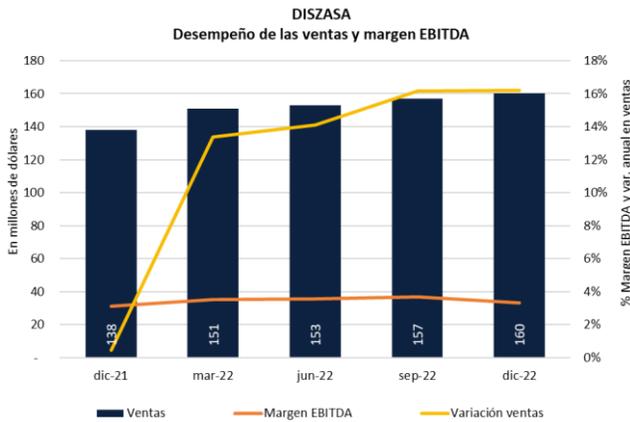
DISZASA: Indicadores de actividad					
	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
Rotación de inventario	5.2	6.1	6.5	6.6	5.1
Periodo medio de inventario	70	59	56	55	70
Rotación de CxC	7.9	9.9	10.3	9.4	8.6
Periodo medio cobro	46	36	35	38	42
Rotación de CxP	6.2	7.6	9.3	8.1	5.8
Periodo medio de pago	58	47	39	45	62
Ciclo de conversión del efectivo	57	48	52	48	50
Rotación Gtos. Admón.	13.0	211.3	53.3	24.1	14.4
Utilidad operativa/gtos. Admón	90.9%	108.5%	112.2%	117.3%	115.8%

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

### 8.1.6. Rentabilidad

A diciembre de 2022, DISZASA obtuvo ingresos por un total de USD160.3 millones, superior en 16.2% a lo registrado un año antes. Dicho comportamiento está asociado a la mayor actividad económica posterior a los períodos de confinamiento, combinado con los efectos inflacionarios en los productos de consumo masivo.

Los costos de venta crecieron 16.6%, y consumieron el 77.9% de los ingresos totales, similar a su registro en el año anterior (diciembre de 2021: 77.7%). Uno de los mayores desafíos que está enfrentando el sector es 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 se encuentra en proceso de sustituir la carga marítima a terrestre.



Fuente: Estados financieros de DISZASA.

Los gastos operativos representaron el 18.7% de los ingresos totales y aumentaron en 13.4% de forma anual, vinculado principalmente a un mayor gasto de salarios y publicidad. A pesar del incremento de los costos por las dificultades en las cadenas logísticas, las ventas reportan mayor dinamismo lo cual favoreció la generación interna, reflejado en el EBITDA, que totalizó USD5.3 millones, con un incremento interanual de 24.2% y una participación respecto a los ingresos de 3.3% (diciembre de 2021: 3.1%).

	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
ROA	3.8%	4.8%	4.8%	4.9%	4.7%
ROE	13.4%	16.8%	17.9%	18.4%	18.3%
Efecto del apalancamiento	-0.3%	2.2%	2.2%	2.2%	1.0%
Margen bruto	22.3%	21.8%	18.8%	21.8%	22.1%
Margen operativo	3.1%	3.1%	3.2%	3.3%	3.3%
Margen neto	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

La utilidad neta ascendió a USD3.1 millones, 34.0% más que lo acumulado a diciembre de 2021 (USD2.3 millones). Los indicadores de rentabilidad ROA y ROE se ubicaron en 4.7% y 18.3%, respectivamente; y comparan favorablemente con los observados doce meses atrás (diciembre de 2021: ROA: 3.8% y ROE: 13.4%). La rentabilidad continuará determinada por las fluctuaciones en los precios internacionales,

repercusiones de los indicadores macroeconómicos y cambios en las preferencias de los consumidores.

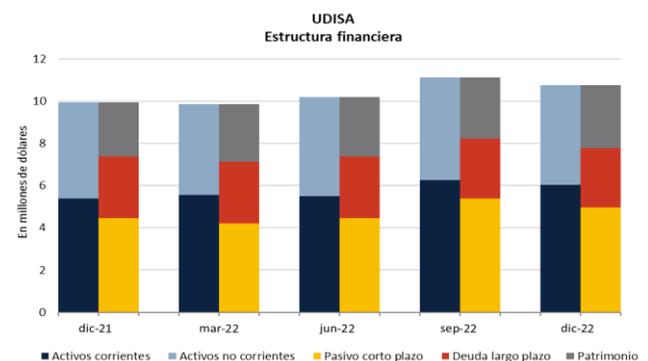
## 8.2. UDISA

### 8.2.1 Estructura financiera

A diciembre de 2022, los activos totales registraron USD10.8 millones, con un crecimiento anual de 8.2%, favorecido principalmente por el incremento de los inventarios en 25.5%, así como las inversiones en asociadas en el orden de 5.9%. La Entidad ha mantenido un stock de inventario estable a pesar de las condiciones adversas del entorno, situación que le permite atender los requerimientos de las principales cadenas de supermercados del país.

Las obligaciones totales acumularon USD7.8 millones a diciembre de 2022, con un incremento anual de 5.7%. Dentro de las principales cuentas destaca el fondeo proveniente de la titularización (35.4%), préstamos bancarios de corto plazo (26.6%), cuentas a pagar a partes relacionadas (18.7%) y cuentas por pagar comerciales (12.5%).

En diciembre 2022, la generación interna fue mayor respecto a lo acumulado en junio de 2021, determinante que favoreció el crecimiento del patrimonio (+15.2%), acumulando un saldo de USD3.0 millones. El capital social pagado significó el 62.0%, las utilidades acumuladas (14.8%), las reservas de capital (12.4%) y la utilidad del ejercicio (10.7%).



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 diciembre de 2022, las cuentas de caja y bancos registraron un monto

negativo de USD7.3 miles; tanto la razón circulante, como la liquidez ácida permanecen estables en el período de análisis, puntuando 1.2 y 0.7 veces en su orden.

UDISA: Indicadores de liquidez					
	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
Razón circulante	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2
Prueba ácida	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
Efectivo / Pasivos corrientes	0.9%	-1.0%	-0.7%	6.3%	0.1%
Proporción del capital de trabajo	17.3%	24.1%	18.9%	14.0%	17.6%

Fuente: Estados financieros de UDISA.

El capital de trabajo neto se ubicó en USD1.1 millones al finalizar el año 2022, el cual mostró un incremento relevante respecto a lo observado un año antes (diciembre 2021: USD0.9 millones).

### 8.2.3 Endeudamiento

Al término de diciembre de 2022, la deuda financiera registró USD4.9 millones, exhibiendo un incremento de 19.5% anual, debido a las amortizaciones realizadas al fondo de titularización; Por su parte los préstamos bancarios a corto plazo presentaron un incremento de 23.2%; dichos recursos se destinaron principalmente para el pago de proveedores (-23.2%).

Lo anterior generó un incremento en la participación del pasivo circulante respecto a la deuda total, la cual se desplazó de 60.3% a 63.9%, 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 2021 (2.9 veces). Cabe destacar que la cobertura de la utilidad operativa sobre el servicio de la deuda presenta una tendencia al alza registrando 2.3 veces, superior al observado el año previo (1.4 veces).

UDISA: Indicadores de endeudamiento					
UDISA	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
Apalancamiento	3.9	3.6	3.6	3.8	3.6
Razón de deuda	74.0%	72.4%	72.5%	73.9%	72.3%
Endeudamiento	2.9	2.6	2.6	2.8	2.6
Cobertura de intereses	1.4	1.6	1.9	2.2	2.3
Gasto financiero/Pasivo con costo	7.4%	6.1%	6.9%	6.3%	5.8%

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 1.4 veces en diciembre de 2021, y exhibe una mejora a 2.3 veces en diciembre de 2022. Lo anterior

explica que, por cada dólar de intereses por deuda pagado, la compañía genera USD2.3 de ingresos operativos antes de impuestos e intereses.

Por su parte, el indicador de deuda financiera sobre EBITDA reporta mejoras al ubicarse en 8.3 veces en diciembre de 2022, desde 7.7 veces observado doce meses atrás, propiciado por el aumento del EBITDA en 10.6%. 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					
	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
Deuda financiera/Patrimonio	1.6	1.5	1.4	1.6	1.6
Deuda financiera/EBITDA	7.7	8.3	7.4	7.7	8.3
EBITDA / Gasto financiero	1.4	1.6	1.9	2.2	2.3
EBITDA / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3
EBITDA+ efectivo y valores de CP / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3

Fuente: Estados financieros de UDISA.

### 8.2.5 Rentabilidad

A diciembre de 2022, el EBITDA presentó un desplazamiento positivo de 10.6%, totalizando USD582.0 miles desde USD526.0 miles registrado el año anterior, mientras que las ventas incrementaron a razón de 10.9%. Lo anterior, implicó que el margen EBITDA permaneciera en 3.5%. 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, con el fin de fortalecer el perfil crediticio.

En diciembre de 2022, los ingresos por venta fueron de USD16.6 millones, un 10.9% 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 mejora los niveles de venta, retomando la senda de crecimiento prepandemia.

A pesar del incremento en los costos de venta (+11.7%) a raíz del encarecimiento del precio de los combustibles y fletes, la utilidad neta exhibió un crecimiento de 9.6%, sumando un total de USD320 miles, permitiendo obtener buenos rendimientos. Los indicadores de retorno sobre el patrimonio y el activo reportan mejoras al ubicarse en 3.1% y 11.5%, respectivamente, frente a lo observado un año antes (diciembre de 2021: 2.7% y 10.9%).

UDISA: Indicadores de rentabilidad					
	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
ROA	2.7%	2.1%	2.6%	3.0%	3.1%
ROE	10.9%	8.1%	9.5%	11.0%	11.5%
Efecto del apalancamiento	-1.9%	-1.6%	-1.1%	-0.6%	-0.3%
Margen EBITDA	3.5%	3.1%	3.4%	3.7%	3.5%
Margen bruto	20.4%	19.9%	19.8%	19.9%	19.9%
Margen operativo	3.5%	3.1%	3.4%	3.7%	3.5%
Margen neto	1.9%	1.5%	1.7%	2.0%	1.9%

Fuente: Estados financieros de UDISA.

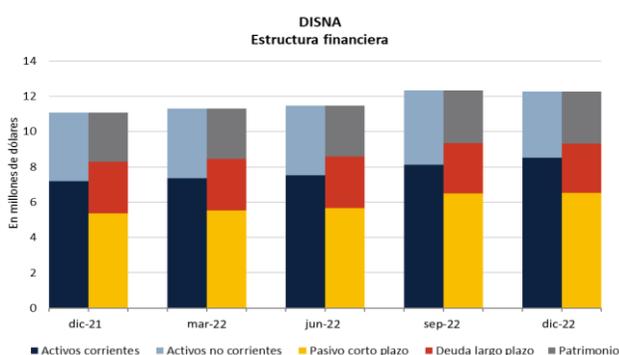
## 8.3. DISNA, S.A.

### 8.3.1 Estructura financiera

Los activos totales contabilizaron un saldo de USD12.3 millones, exhibiendo una variación anual de 10.8%, comportamiento que se asocia con el aumento significativo de los inventarios (+65.3%), pero parcialmente contrarrestado por la disminución cuentas por cobrar a clientes (-11.6%) y cuentas por cobrar a partes relacionadas (-20.1%).

Los pasivos acumularon un monto de USD9.3 millones, desplazándose a una tasa anual de 12.8%, determinado por el incremento de los préstamos bancarios corrientes combinado con el aumento de las cuentas por pagar comerciales y a relacionadas. Dentro de las cuentas más relevantes destacan la titularización (29.4%), préstamos bancarios a corto plazo (24.8%) y cuentas por pagar (23.6%).

Por su parte, el patrimonio mostró un incremento de 5.0% en términos de un año, acumulando un monto USD2.9 millones. El capital social pagado representó el 75.3% del patrimonio, reservas de capital (10.6%), las utilidades acumuladas (2.8%) y los resultados del ejercicio (11.2%). 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.



### 8.3.2 Liquidez

A diciembre de 2022, las disponibilidades en caja y bancos registraron un saldo positivo de USD318.4 mil, con un incremento de USD273.8 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. A término del año 2022, tanto la razón circulante como el indicador de liquidez ácida permanecen estables en el período de análisis, ubicándose en 1.3 y 0.7 veces respectivamente. No obstante, se observa una reducción en la proporción del capital de trabajo, derivado del incremento en la financiación bancaria para cubrir inventarios, concretamente se redujo de 25.5% a 23.3%.

DISNA: Indicadores de liquidez					
	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
Razón circulante	1.3	1.3	1.3	1.2	1.3
Prueba ácida	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
Efectivo / Pasivos corrientes	0.8%	-2.7%	4.2%	5.4%	4.9%
Proporción del capital de trabajo	25.5%	24.8%	24.7%	20.0%	23.3%

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 diciembre de 2022, la deuda financiera registró USD5.1 millones, mostrando una expansión interanual de 10.7%, como consecuencia, el indicador de endeudamiento (pasivo/patrimonio) se ubicó en 3.2 veces desde 2.9 veces registrado en diciembre de 2021. El 69.9% de la deuda financiera es de corto plazo y el 50.2% es de largo plazo.

DISNA: Indicadores de endeudamiento					
DISNA	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
Apalancamiento	3.9	3.9	4.0	4.1	4.2
Razón de deuda	74.7%	74.5%	74.8%	75.8%	76.0%
Endeudamiento	2.9	2.9	3.0	3.1	3.2
Cobertura de intereses	2.0	1.5	1.2	1.6	2.0
Gasto financiero/Pasivo con costo	8.1%	8.3%	7.0%	7.3%	7.9%

Fuente: Estados financieros de DISNA.

### 8.3.4 Indicadores de cobertura y calidad crediticia

Al cierre del periodo en análisis, los indicadores de cobertura denotaron estabilidad debido al incremento del EBITDA (+25.4%) que supera al aumento de los gastos financieros (+22.9%). En este sentido, el EBITDA, cubre el

monto de intereses incurridos en 2.0 veces, igual a lo observado en diciembre de 2021. El indicador de deuda financiera/EBITDA se situó en 6.6 veces, desde 7.5 veces doce meses atrás. Bajo dichas métricas, SCRiesgo considera que la Entidad exhibe capacidad suficiente para cubrir con sus obligaciones financieras.

DISNA: Indicadores de cobertura					
	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
Deuda financiera/Patrimonio	1.6	1.9	1.9	1.8	1.7
Deuda financiera/EBITDA	7.5	10.5	12.7	9.0	6.6
EBITDA / Gasto financiero	2.0	1.5	1.2	1.6	2.0
EBITDA / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.5	0.3	0.2	0.2	0.3
EBITDA+ efectivo y valores de CP / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.5	0.3	0.2	0.3	0.4

Fuente: Estados financieros de DISNA.

### 8.3.5 Rentabilidad

Las ventas se expandieron interanualmente en 7.9% y acumularon un flujo de USD23.4 millones. Por su parte, el costo de venta registró un monto de USD18.3 millones, con un incremento interanual de 8.0%. Cabe señalar, que el costo de venta absorbió el 77.9% de los ingresos totales, mientras que los gastos operativos representaron el 18.8%.

El margen EBITDA se situó en 3.3%, superior al 2.8% reportado en diciembre de 2021. Por su parte, la utilidad neta registró un flujo de USD331.0 mil, creciendo a una tasa de 7.1% respecto a lo registrado el año anterior. Esto generó que el retorno sobre el patrimonio (ROE) se ubicara en 11.5% desde 10.9%, mientras que el retorno sobre activo (ROA) presentó una leve disminución de 3.0% a 2.8% en el lapso de un año.

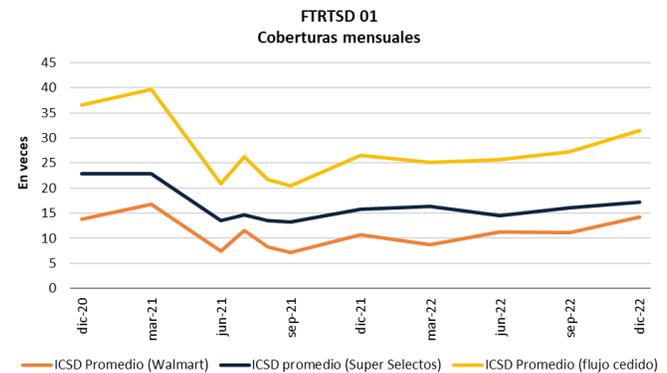
DISNA: Indicadores de rentabilidad					
	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
ROA	3.0%	2.3%	1.2%	1.9%	2.8%
ROE	10.9%	7.7%	4.6%	7.4%	11.5%
Efecto del apalancamiento	-1.1%	-2.6%	-3.2%	-2.5%	-1.5%
Margen EBITDA	2.8%	2.5%	2.1%	2.8%	3.3%
Margen bruto	22.1%	21.8%	21.7%	21.6%	22.1%
Margen operativo	2.8%	2.5%	2.1%	2.8%	3.3%
Margen neto	1.4%	1.1%	0.7%	1.0%	1.4%

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 31.5 veces a diciembre de 2022, mayor al registrado el año previo (26.5 veces).



Fuente: Ricorp Titularizadora.

SCRiesgo considera que la industria de supermercados se caracteriza por contar con una demanda más inelástica en comparación a otros sectores productivos, factor que aumenta la resiliencia del sector ante las perturbaciones del ciclo económico. A diciembre 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 14.3 veces, la del segundo colector (Calleja, S.A. de C.V.) se ubicó en 17.2 veces, reflejando coberturas holgadas sobre la cuota de cesión.

Coberturas de cesión de las sociedades cedentes					
	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
ICS D Promedio (flujo cedido)	26.5	25.1	25.7	27.3	31.5
ICS D promedio (Super Selectos)	15.8	16.4	14.5	16.1	17.2
ICS D Promedio (Walmart)	10.6	8.7	11.2	11.2	14.3
Cesión/flujo cedido	3.8%	4.0%	3.9%	3.7%	3.2%

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)	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
Activo Circulante	51,861,112	42,091,700	41,492,100	44,317,800	57,144,370
Activo No Circulante	11,204,755	16,315,700	17,694,400	18,426,900	12,645,960
Activo	63,065,867	58,407,400	59,186,500	62,744,700	69,790,330
Pasivo Circulante	30,226,279	24,879,400	24,962,500	27,689,500	34,789,858
Pasivo No Circulante	17,453,355	17,448,300	17,448,300	17,448,300	16,514,084
Pasivo	47,679,634	42,327,700	42,410,800	45,137,800	51,303,942
Patrimonio	15,386,233	16,079,700	16,775,700	17,606,900	18,486,389
Pasivo + Capital	63,065,867	58,407,400	59,186,500	62,744,700	69,790,330
Estados de Resultado (En dólares)	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
Ventas netas	137,919,951	37,766,000	76,417,900	117,622,200	160,287,208
Costos y gastos	133,616,910	36,584,400	73,973,000	113,721,200	154,942,213
Utilidad operativa	4,303,041	1,181,600	2,444,900	3,901,000	5,344,995
Otros Gastos/Ingresos	-1,019,138	-188,400	-457,200	-726,300	-968,820
Utilidad antes de impuestos	3,283,903	993,200	1,987,700	3,174,700	4,376,175
Reserva legal	0	0	0	0	0
Impuestos	970,444	299,500	597,900	954,000	1,276,020
Contribución a la seguridad ciudadana	0	0	0	0	0
Utilidad Neta	2,313,459	693,700	1,389,800	2,220,700	3,100,156

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

Balance general (En dólares)	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
Activo Circulante	5,372,163	5,546,353	5,494,461	6,247,790	6,040,199
Activo No Circulante	4,578,692	4,306,889	4,683,895	4,873,774	4,724,873
Activo	9,950,855	9,853,242	10,178,356	11,121,565	10,765,072
Pasivo Circulante	4,444,952	4,211,498	4,457,097	5,370,549	4,974,294
Pasivo No Circulante	2,921,700	2,926,938	2,926,938	2,849,552	2,812,884
Pasivo	7,366,652	7,138,436	7,384,034	8,220,102	7,787,178
Patrimonio	2,584,203	2,714,807	2,794,321	2,901,463	2,977,894
Pasivo + Capital	9,950,855	9,853,242	10,178,356	11,121,565	10,765,072
Estados de Resultado (En dólares)	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
Ventas netas	14,988,669	3,919,553	8,009,896	12,392,895	16,619,409
Costos y gastos	14,462,662	3,797,835	7,738,914	11,932,289	16,037,393
Utilidad operativa	526,007	121,718	270,982	460,606	582,015
Otros Gastos/Ingresos	-1,019,138	-188,400	-457,200	-726,300	-968,820
Utilidad antes de impuestos	377,867	81,334	195,011	348,024	457,211
Reserva legal	0	0	0	0	0
Impuestos	85,784	24,400	58,503	104,407	137,163
Contribución a la seguridad ciudadana	0	0	0	0	0
Utilidad Neta	292,083	56,934	136,507	243,616	320,048

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

Balance general (En dólares)	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
Activo Circulante	7,182,460	7,337,310	7,519,668	8,117,998	8,498,944
Activo No Circulante	3,890,641	3,978,640	3,955,703	4,203,431	3,773,431
Activo	11,073,100	11,315,950	11,475,371	12,321,430	12,272,375
Pasivo Circulante	5,350,628	5,518,132	5,661,367	6,497,219	6,518,378
Pasivo No Circulante	2,916,898	2,916,898	2,916,898	2,839,513	2,808,728
Pasivo	8,267,526	8,435,030	8,578,264	9,336,732	9,327,105
Patrimonio	2,805,574	2,880,920	2,897,106	2,984,698	2,945,270
Pasivo + Capital	11,073,100	11,315,950	11,475,371	12,321,430	12,272,375
Estados de Resultado (En dólares)	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
Ventas netas	21,711,028	5,318,854	10,498,922	16,180,980	23,420,206
Costos y gastos	21,099,781	5,186,617	10,277,093	15,735,774	22,653,760
Utilidad operativa	611,246	132,237	221,830	445,206	766,446
Otros Gastos/Ingresos	-160,103	-43,807	-115,989	-187,207	-258,029
Utilidad antes de impuestos	451,143	88,429	105,841	257,999	508,417
Reserva legal	31,580	6,190	7,409	18,060	35,589
Impuestos	110,600	24,672	29,530	71,982	141,848
Contribución a la seguridad ciudadana	0	0	0	0	0
Utilidad Neta	308,963	57,568	68,902	167,957	330,979

## ANEXO 2

### Valores de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01 - FTRTSD 01

Tramos	Monto colocado USD	Saldo al 22/12/2022*	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	1,608,128	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).
<b>Total</b>	<b>25,000,000</b>	<b>22,958,128</b>					

\* Cifras en dólares