

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

Informe de mantenimiento de clasificación de riesgo

Sesión Ordinaria N.º 6172023 del 20 de octubre de 2023.

Fecha de ratificación: 30 de octubre de 2023.

Información financiera: no auditada al 30 de junio de 2023.

Contactos: Karla Vanessa Amaya
Marco Orantes Mancía

Analista financiero kamaya@scriesgo.com
Director país morantes@scriesgo.com

1. CLASIFICACIÓN DE RIESGO

El presente informe corresponde al análisis de la emisión con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras Cero Uno, en adelante el Fondo o FTRTSD01, con información financiera no auditada al 30 de junio de 2023.

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

Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidora 01				
Emisión	Anterior		Actual	
	Clasificación	Perspectiva	Clasificación	Perspectiva
VTRTSD01	AA (SLV)	Estable	AA (SLV)	Estable

* La clasificación actual no varió respecto a la anterior.

Explicación de la clasificación otorgada¹:

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

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

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

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

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

2. FUNDAMENTOS

Fortalezas

- Emisión respaldada por los derechos sobre los flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos mensuales que los Originadores perciben 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.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 retardador.
- 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 Zablak, 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 junio de 2023	Tramo 1: USD13,389,108.0 Tramo 2: USD980,777.0 Tramo 3: USD492,974.0 Tramo 4: USD7,167,845.0 Total: USD22,030,705.0

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

4. CONTEXTO ECONÓMICO

4.1 Análisis de la plaza local

A junio de 2023, el PIB aumentó en 3.0% ligeramente mayor al 2.9% de junio de 2022. La dinámica fue favorecida por el desempeño del sector construcción (+22.8%), relacionado con la ejecución de proyectos públicos de infraestructura, elevada inversión privada en proyectos residenciales, de turismo y comercio, y una mayor estabilidad en los precios de los insumos. Actualmente, se desarrollan iniciativas para dinamizar sectores como el eléctrico y actividades turísticas.

El país ha experimentado una creciente inflación desde 2021, explicado por la afectación de las cadenas de suministro, y el alza en los combustibles. Actualmente, se observa una tendencia decreciente, puntuando en junio de 2023 un 3.8% desde un 7.8% del año anterior. Los segmentos de restaurantes y hoteles (+7.0%), alimentos y bebidas no alcohólicas (+6.9%) y, bienes y servicios diversos (+5.9%) fueron los segmentos de mayor incremento. A nivel de producción, el Índice de Precios al Productor (IPP) se elevó en 3.6% (junio 2022: +5.7%).

A nivel fiscal, aún se presentan desafíos entorno a la estructura de gastos con fuentes de financiamiento limitados, y presionados por los altos niveles de deuda. Actualmente, el Gobierno está en un proceso de modernización de los servicios públicos para mejorar la base tributaria, y reducir la evasión y elusión fiscal. La calificadora internacional Moody's Investor Service mantiene la calificación soberana del país en Caa3, con perspectiva

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, y sin un marco fiscal y de financiamiento para el mediano plazo.

En un contexto de elevada inflación y el limitado espacio fiscal, las proyecciones del Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR) estiman un crecimiento económico del 2.6%; organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) contemplan un 2.2%; el Banco Mundial un 2.8% y 2.1% según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal).

4.2 Producción nacional

Al primer semestre de 2023, la economía salvadoreña fue impulsada por el aumento en la actividad en los sectores construcción (+22.8%), electricidad (+16.8%), servicios profesionales (+11.4%), explotación de minas y canteras (+9.4%). El resultado ha sido favorecido por la reducción en los índices de criminalidad incentivando la inversión, desarrollo de proyectos de inversión pública y privada, la modernización y digitalización de servicios públicos, y el turismo fomentado por actividades deportivas.

4.3 Finanzas públicas

Los ingresos totales del Sector Público No Financiero (SPNF) aumentaron en 1.7% a junio de 2023 en relación al 17.5% reportado el año anterior; el 82.5% corresponden a los tributarios, los cuales disminuyeron en 1.2%. El comportamiento estuvo influenciado, por la reducción en los impuestos relacionados a las importaciones (-11.5%) dado el menor volumen percibido en la actividad comercial (junio 2023: -10.2%), y de los impuestos selectivos al consumo (-1.6%).

En relación con el gasto público, se muestra mayor eficiencia en el SPNF, el cual totalizó USD4,305.8 millones, luego de un aumento interanual del 3.2%, menor al 4.3% reportado en junio de 2022. El gasto se concentró en un 87.8% en gasto corriente y el resto en gasto de capital. Históricamente, los egresos públicos han estado orientados a solventar las obligaciones inmediatas del Gobierno.

Resultado de la dinámica de ingresos y gastos, se registró ahorro primario del SPNF por USD539.1 millones y el superávit total en USD17.6 millones (junio 2022: -USD67.4 millones). Bajo las proyecciones actuales representaría el 0.1% del PIB frente al -0.4% del año anterior. De los

Página 3 de 18

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

desembolsos ejecutados, USD695.6 millones corresponden a intereses de deuda (16.1% de los ingresos), y USD2,450.1 millones (+6.1%) en gasto de consumo, el 56.9% del total.

A partir de abril de 2023, la deuda pública relacionada con pensiones se excluye del registro del SPNF, debido a los cambios establecidos en la nueva reforma de pensiones aprobada en 2022. La deuda previsional que totalizaba USD6,184.7 millones se trasladó a las obligaciones del nuevo Instituto Salvadoreño de Pensiones (ISP). En consecuencia, la actual deuda del SPNF suma USD18,361.3 millones y percibió un aumento del 4.6% (deuda sin pensiones junio 2022: USD17,553.7 millones).

A junio de 2023, la deuda del SPNF representa el 51.9% del PIB proyectado¹, relativamente menor al reportando en junio de 2022 de 54.0% del PIB (sin pensiones) y del 72.3% considerando pensiones; favorecido por la dinámica de un mayor denominador y cambios contables realizados. Según la clasificación de la deuda, el 62.3% corresponde a acreedores externos y el 37.7% a internos.

4.4 Comercio exterior

Durante el primer semestre de 2023, las exportaciones registraron USD3,439.3 millones, una reducción del 7.2% en relación a junio de 2022 (USD3,707.0 millones). Los sectores más impactados fueron las maquilas (-17.1%), la industria manufacturera (-5.7%) y el sector primario² (-11.2%). Los principales socios estratégicos comprenden a Estados Unidos con el 36.7% de las exportaciones, seguido de los pares centroamericanos (45.2%), México (2.9%) y Canadá (2.7%). Por su parte, las importaciones totales sumaron USD7,786.3 millones, una reducción del 10.1%

4.5 Inversión extranjera directa (IED)

A junio de 2023, los flujos de IED netos totalizaron USD262.6 millones, lo que implicó una posición superavitaria a lo observado en igual periodo del año anterior, donde se experimentó salidas de IED por USD283.8 millones. Este comportamiento está vinculado al aumento en la entrada de capitales en la industria manufacturera (USD149.7 millones), específicamente; en actividades como fabricación de bebidas, productos minerales y alimenticios; además del sector servicios de comunicaciones (USD57.4 millones) y electricidad (USD51.7 millones).

En contrapeso, se perciben salidas de flujos de las actividades agropecuarias (USD2.2 millones) y, las

financieras y de seguros (USD4.4 millones). España con USD105.3 millones, México con USD94.1 millones y Estados Unidos con USD78.7 millones fueron los países con mayores aportes en la IED durante el periodo.

4.6 Remesas familiares

A junio de 2023, las remesas familiares totalizaron USD4,019.8 millones (PIB: 12.6%), un aumento del 5.2%, mayor al 3.8% registrado en junio de 2022. Históricamente, las remesas han constituido una base importante para satisfacer la demanda interna y potenciar consumo de los hogares. En promedio el 41.9% del total corresponden a operaciones de hasta USD499.9, y un 20.2% entre USD500 y USD999.9. Del total de remesas, el 93.2% provienen de envíos desde Estados Unidos, seguido de Canadá (0.9%), España (0.5%), Italia (0.5%) y Reino Unido (0.2%).

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 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

¹ Proyección PIB: USD35,367.9 millones (Ministerio de Hacienda).

² Compuesto por agricultura, ganadería, silvicultura y pesca.

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.

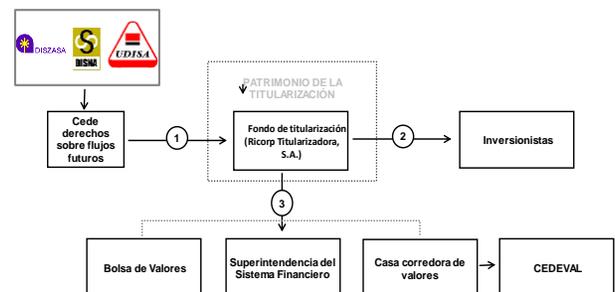
La Titularizadora cuenta con un plan estratégico dirigido al fortalecimiento integral, con el propósito de crear alternativas innovadoras de titularizaciones, consolidación de sus diferentes líneas de negocios y fortalecer alianzas estratégicas.

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 Zablax por medio de sus empresas UDISA, DISZASA y DISNA cedieron al Fondo de Titularización gestionado por Ricorp Titularizadora, S.A. los flujos financieros futuros derivados de los pagos por las ventas a supermercados, inicialmente con Operadora del Sur, S.A. de C.V. y Calleja, S.A. de C.V. a favor de las dichas sociedades.



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

6.2 Componentes de la estructura

Estructurador: Ricorp Titularizadora, S.A.

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

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

Patrimonio del Fondo: independiente del patrimonio del Originador.

Cuentas colectoras: son restringidas para los Originadores y Ricorp Titularizadora, S.A. en su calidad de administradora del Fondo, debido a que su finalidad es única y exclusivamente la colecturía de los flujos cedidos y la concentración de fondos que perciban los Originadores para proveer los pagos de las cantidades establecidas en el Contrato de Cesión.

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

Cuenta discrecional: cuenta de depósito bancaria abierta por el Fondo en Banco de América Central, en la cual se depositan los ingresos cedidos mediante la aplicación de la Orden Irrevocable de Pago (OIP).

Instrucción irrevocable de pago: los Originadores se obligaron a transferir a las Cuentas Colectoras los flujos correspondientes a la cesión de derechos a través de girar las Instrucciones Irrevocables de Pago a quienes hacen la función de pago por las ventas realizadas a Operadora del Sur S.A. de C.V. y a Calleja S.A. de C.V.

Cuenta restringida: cuenta de depósito bancaria abierta en Banco de América Central, que funciona como un fondo de liquidez, cuyo saldo es equivalente al menos a la sumatoria de las próximas cuatro cuotas mensuales de cesión de cada Originador. Esta cuenta servirá para la amortización del capital e intereses a pagarse a los Tenedores de Valores, en caso sea necesario.

Aportes adicionales: los Originadores deberán adicionar recursos en caso de que la cuota de cesión no sea cubierta. En este sentido, Titularizadora, requerirá por escrito que en el plazo máximo de sesenta días proceda a adicionar una nueva instrucción irrevocable de pago, en los términos antes relacionados.

Contratos de cesión: las sociedades cedentes otorgaron de manera irrevocable, a título oneroso a Ricorp Titularizadora, S.A., para el FTRTSD 01, los derechos sobre Flujos Financieros Futuros sobre una porción de los primeros ingresos mensuales que los Originadores estén facultados a percibir de los Supermercados, que inicialmente serán Operadora del Sur, S.A. de C.V. y Calleja, S.A. de C.V., hasta por el monto de USD39,012,000.00, los cuales serán integrados al Fondo de Titularización a través de 120 cuotas mensuales.

Dichos flujos mensuales son depositados inicialmente en la cuenta 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

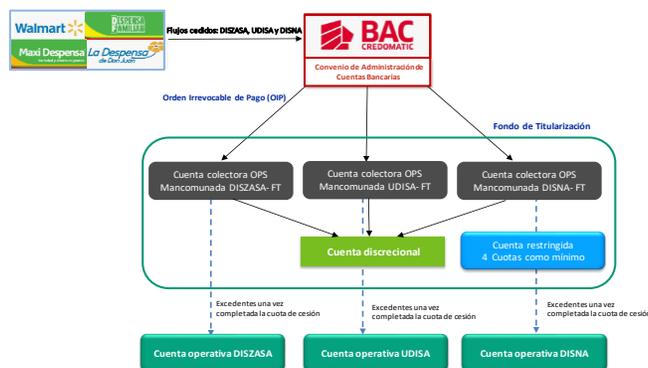
Originadores	Meses					
	1 al 24		25 al 60		61 al 120	
DISZASA	\$ 136,800.00	76%	\$ 205,200.00	76%	\$ 316,312.00	76%
UDISA	\$ 21,600.00	12%	\$ 32,400.00	12%	\$ 49,944.00	12%
DISNA	\$ 21,600.00	12%	\$ 32,400.00	12%	\$ 49,944.00	12%
Total	\$ 180,000.00	100%	\$ 270,000.00	100%	\$ 416,200.00	100%

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

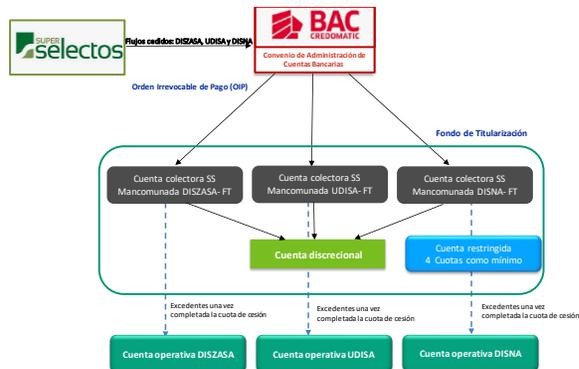


Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

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 junio de 2023, 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 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, distribuidas de la siguiente forma:

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 72.7% 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: Ziploc, Nivea, Dogui Gallo, Delisoy, Hershey's, 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.

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 11.7% 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: Frutalia, Heinz, Colombina, Madrigal, Saint Café, Ranger y Estrella Blanca

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

Junta Directiva	
Jorge Alfonso Zablah Siri	Director Presidente
Rodrigo José Zablah Siri	Director Vicepresidente
Eduardo Antonio Zablah Hasbun	Director Secretario
Jorge José Zablah Hasbun	Primer Director Suplente
Gabriela Zablah Jiménez	Segundo Director Suplente
Paola García Zablah Siri	Tercer Director Suplente

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

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

Junta Directiva	
Rodrigo José Zablah Siri	Director Presidente
Eduardo Antonio Zablah Hasbun	Director Vicepresidente
Jorge José Zablah Hasbun	Director Secretario
Jorge Alfonso Zablah Siri	Primer Director Suplente
Gabriela Zablah Jiménez	Segundo Director Suplente
Andres Zablah Jiménez	Tercer Director Suplente

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

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: Terra Monte, Quaker, 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 15.6% 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 Hasbun	Director Vicepresidente
Jorge José Zablah Hasbún	Director Secretario
Jorge Alfonso Zablah Siri	Primer Director Suplente
Gabriela Zablah Jiménez	Segundo Director Suplente
Andrés Zablah Jiménez	Tercer Director Suplente

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

8. ANÁLISIS FINANCIERO Y DE GESTIÓN

Los estados financieros a diciembre 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

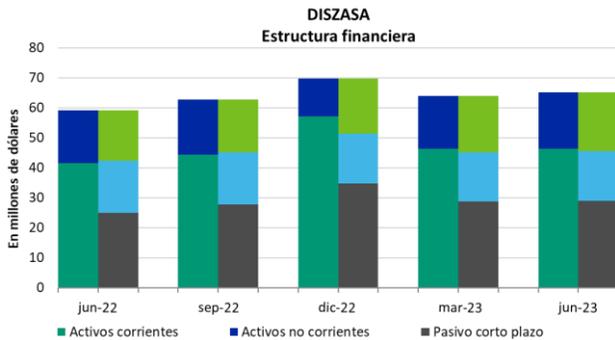
8.1.1. Estructura financiera

A junio de 2023, los activos totales alcanzaron una suma de USD65.1 millones, mostrando un crecimiento de 10.1%. Este aumento se debe principalmente al incremento del inventario en un 6.2% y a las cuentas por cobrar en un 19.2%. La estructura de los activos se compone principalmente de inventarios (33.1%), seguido de cuentas por cobrar a clientes (31.0%) e inversiones (13.3%).

La deuda total aumentó un 7.3% interanualmente, alcanzando un saldo de USD45.5 millones. Este incremento se explica principalmente por el aumento en las cuentas por pagar comerciales, que registraron un incremento de 24.0%. La entidad tiene acceso a líneas de crédito rotativas con Banco Agrícola y Banco de América Central, lo que le permite satisfacer oportunamente pedidos anticipados y necesidades de capital de trabajo. Además, cuenta con recursos provenientes de un fondo de titularización por USD16.7 millones, lo que le proporciona flexibilidad financiera en términos de plazos y costos financieros. La estructura del pasivo se basa en proveedores (41.3%),

titularización (36.8%), préstamos bancarios a corto plazo (14.3%), acreedores (4.1%) y otros pasivos (3.6%).

El patrimonio registró USD19.7 millones y experimentó un crecimiento de 17.1%, impulsado por el aumento en las ganancias generadas por 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. De los recursos propios totales, el capital social representa el 55.4%, las ganancias acumuladas el 23.1%, las reservas de capital el 11.1%. y las ganancias del ejercicio el 10.4%.



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 USD46.3 millones a junio de 2023, se expandió en 11.6% de forma interanual 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 aumentó de 0.8 veces a 0.9 veces en junio de 2023, dado el aumento de los recursos de corto plazo.

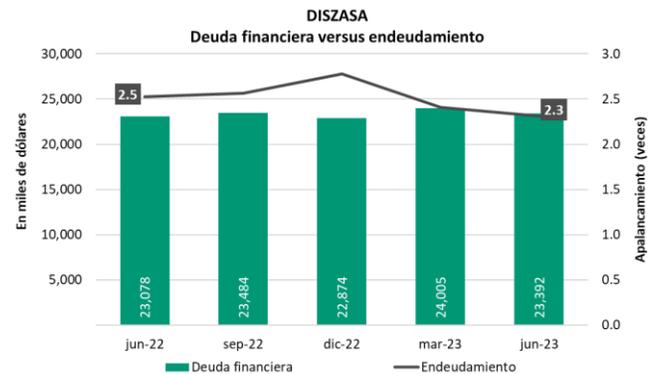
Las disponibilidades en caja y bancos presentaron un saldo de USD1.1 millones al término del primer semestre, estas representaron el 1.7% de los activos totales y cubrieron en 3.8% a los pasivos corrientes. Por su parte, el capital de trabajo neto exhibió un incremento de 4.9% y acumuló un saldo de USD17.3 millones, influenciado por el aumento de los inventarios y cuentas por cobrar, resultando en un mayor margen de maniobra.

DISZASA: Indicadores de liquidez					
	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
Razón circulante	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
Prueba ácida	0.8	0.9	0.9	0.8	0.9
Proporción del capital de trabajo	39.8%	37.5%	39.1%	37.9%	37.4%
Efectivo / Pasivos corrientes	0.4%	10.3%	2.3%	3.1%	3.8%

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

8.1.3. Endeudamiento

En junio de 2023, la deuda financiera aumentó un 1.4% en comparación con el mismo período del año anterior, alcanzando un total de USD23.4 millones. Esto fue el resultado del incremento en el saldo de los sobregiros bancarios en 54.2% y préstamos bancarios corrientes en 28.1%, al tiempo que se realizaron pagos de amortizaciones a favor del fondo de titularización. El 71.6% de la deuda financiera proviene de la titularización de flujos futuros, mientras que el 28.4% restante son préstamos bancarios a corto plazo para capital de trabajo.



Fuente: Estados financieros de DISZASA.

El ratio de endeudamiento (pasivo / patrimonio) fue de 2.3 veces en junio de 2023, inferior al 2.5 veces reportado un año antes. Dicho desplazamiento se debe al incremento de los recursos propios (+17.1%) que supera el dinamismo de las obligaciones totales (+7.3%). 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-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
Razón de deuda	71.7%	71.9%	73.5%	70.7%	69.8%
Endeudamiento	2.5	2.6	2.8	2.4	2.3
Cobertura de intereses	4.4	4.4	3.0	5.6	4.7
Apalancamiento	3.5	3.6	3.8	3.4	3.3
Gasto financiero/Pasivo con costo	4.6%	5.0%	7.7%	5.9%	6.1%

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

8.1.4. Indicadores de cobertura y calidad crediticia

Al cierre del primer semestre de 2023, el indicador de endeudamiento financiero sobre EBITDA revela una mejora, al disminuir desde 4.2 veces a 3.2 veces, favorecido por la generación de negocios, y la alta demanda en productos de consumo masivo, reflejado en el incremento interanual del EBITDA en 31.8%, resultado que tiene como consecuencia una adecuada cobertura del EBITDA sobre intereses pagados, el cual registró un valor de 5.0 veces en junio de 2023, el cual se mantiene estable con respecto al observado un año atrás.

DISZASA: Indicadores de cobertura					
	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
EBITDA / Gasto financiero	5.0	4.9	3.3	5.9	5.0
EBITDA / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.7	0.8	0.7	1.0	0.9
EBITDA+ efectivo y valores de CP / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	1.1	1.2	0.9	1.2	1.0
Deuda financiera/EBITDA	4.2	4.1	3.9	2.9	3.2
Deuda financiera/Patrimonio	1.4	1.3	1.2	1.3	1.2

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 presentó una disminución al situarse en 9.4 veces en junio de 2023, desde 10.3 veces doce meses atrás, condición que refleja una reducción de la celeridad en la convertibilidad de cuentas por cobrar a efectivo.

Los inventarios acumularon USD21.6 millones y crecieron 6.2% con respecto a junio de 2022; 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 6.5 veces, indicador que permaneció estable al compararlo con el observado el año anterior, mientras que la actividad de inventarios medida en días se ubicó en 55.8 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 el mismo orden de ideas, 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 USD18.8 millones, conformándose por el 57.7% de proveedores del exterior y 42.3% por proveedores locales. El periodo promedio de pago a proveedores fue de 45.2 días en junio de 2023, denotando una mejora en el período de financiación de las compras respecto al observado en junio de 2022 (38.7 días).

La ampliación del período medio de pago 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 51.9 días a 49.0 días en el lapso de un año, indicando una mayor rapidez en la generación de flujos de efectivo generados por el núcleo del negocio.

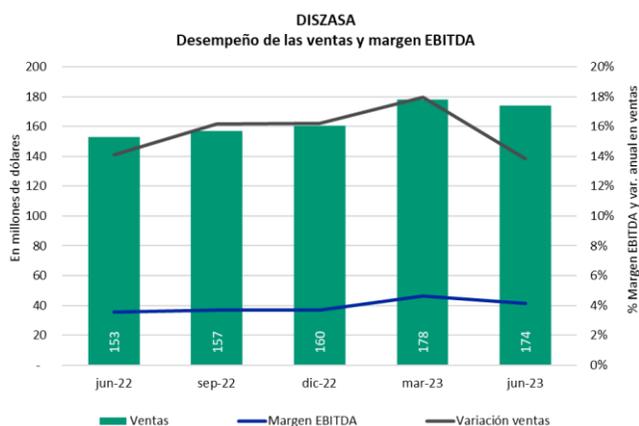
DISZASA: Indicadores de actividad					
	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
Rotación de inventario	6.5	6.6	5.1	6.6	6.5
Rotación Gtos. Admón.	53.3	24.1	16.4	210.9	53.6
Utilidad operativa/ gtos. Admón	1.1	1.2	1.3	1.7	1.5
Periodo medio de inventario	55.5	54.9	69.9	54.4	55.8
Rotación de CxC	10.3	9.4	8.6	10.1	9.4
Periodo medio cobro	35.1	38.1	42.0	35.7	38.4
Rotación de CxP	9.3	8.1	5.8	8.2	8.0
Periodo medio de pago	38.7	44.6	61.9	44.1	45.2
Ciclo de conversión del efectivo	51.9	48.4	50.0	46.0	49.0

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

8.1.6. Rentabilidad

A junio de 2023, DISZASA obtuvo ingresos por un total de USD87.0 millones, superior en 13.8% a lo registrado un año antes. Dicho comportamiento está asociado a la mayor actividad económica posterior a los períodos pandémicos, combinado con los efectos inflacionarios en los productos de consumo masivo.

Los costos de venta crecieron 8.8%, y consumieron el 77.6% de los ingresos totales, menor a la participación del año anterior (junio de 2022: 81.2%). El cambio obedece a la disminución progresiva del costo del flete y contenedores para el transporte marítimo de productos. Dentro de dicho contexto, la Institución sustituyó la carga marítima a terrestre.



Fuente: Estados financieros de DISZASA.

Los gastos operativos representaron el 18.5% de los ingresos totales y aumentaron en 35.1% 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 USD3.6 millones, con un incremento interanual de 31.8% y una participación respecto a los ingresos de 4.1%.

DISZASA: Indicadores de rentabilidad					
	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
ROA	4.8%	4.9%	4.7%	7.7%	6.6%
ROE	17.9%	18.4%	18.3%	27.0%	22.5%
Efecto del apalancamiento	2.2%	2.2%	1.0%	4.5%	3.3%
Margen bruto	18.8%	21.8%	22.1%	21.9%	22.4%
Margen operativo	3.2%	3.3%	3.3%	4.4%	3.9%
Margen neto	1.8%	1.9%	1.9%	2.6%	2.4%

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

La utilidad neta ascendió a USD2.0 millones, 47.1% más que lo acumulado a junio de 2022 (USD1.4 millones). Los indicadores de rentabilidad ROA y ROE se ubicaron en 6.6% y 22.5%, respectivamente; y comparan favorablemente con los observados doce meses atrás (junio de 2022: ROA: 4.8% y ROE: 17.9%). 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

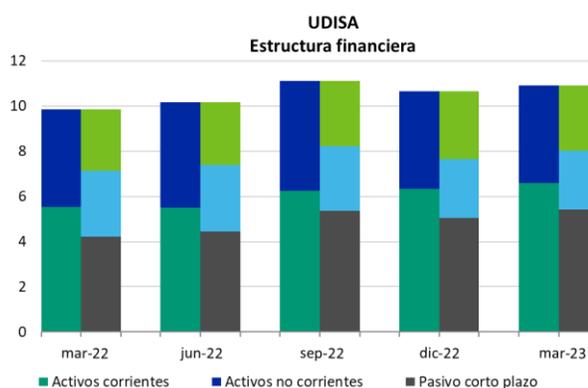
8.2.1 Estructura financiera

Hasta junio de 2023, los activos totales alcanzaron los USD10.9 millones, con un crecimiento de 7.2%. Este crecimiento fue impulsado; principalmente, por un

aumento del 17.2% en los inventarios y un 1.6% en cuentas por cobrar. No obstante, a pesar de las adversidades del entorno, la entidad ha conseguido mantener un inventario estable, lo que le posibilita cumplir con los requerimientos de las principales cadenas de supermercados a nivel nacional.

El total de obligaciones ascendió a USD7.9 millones, experimentando un aumento interanual de 6.9%. Entre las cuentas más significativas se destacan los recursos obtenidos mediante la titularización, que representaron el 32.0% del total, seguido de los préstamos bancarios de corto plazo (21.4%), cuentas por pagar comerciales (19.4%) y cuentas pendientes con partes relacionadas (18.8%).

En junio de 2023, la generación interna fue mayor respecto a lo acumulado en junio de 2022, la cual fue determinante para el crecimiento del patrimonio (+8.2%), acumulando un saldo de USD3.0 millones. El capital social pagado significó el 61.1%, las utilidades acumuladas (18.4%), las reservas de capital (12.2%) y la utilidad del ejercicio (8.3%).



Fuente: Estados financieros de UDISA.

8.2.2 Liquidez

Las disponibilidades en efectivo se han mantenido estrechas, debido a la previsibilidad de los pagos y la facilidad de crédito con empresas relacionadas. A junio de 2023, las cuentas de caja y bancos registraron un monto negativo de USD259.5 miles; tanto la razón circulante, como la liquidez ácida permanecen estables en el período de análisis, ubicándose en 1.2 y 0.7 veces en su orden.

UDISA: Indicadores de liquidez					
	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
Razón circulante	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2
Prueba ácida	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
Proporción del capital de trabajo	18.9%	14.0%	20.3%	17.7%	17.7%
Efectivo / Pasivos corrientes	-0.7%	6.3%	0.1%	1.9%	4.9%

Fuente: Estados financieros de UDISA.

El capital de trabajo neto se ubicó en USD1.1 millones al finalizar el primer semestre de 2023, y mostró un incremento de 9.8% respecto a lo observado un año antes (junio de 2022: USD1.0 millones).

8.2.3 Endeudamiento

Al término del primer semestre de 2023, la deuda financiera ascendió a USD4.2 millones, mostrando un aumento del 5.1% interanual, debido al incremento de los préstamos bancarios a corto plazo en 21.4%, específicamente líneas rotativas con Banco Davivienda y Banco Promerica. Estos recursos se utilizaron; principalmente, para el pago a proveedores.

Lo anterior, generó un incremento en la participación del pasivo circulante respecto a la deuda total, la cual se desplazó de 60.4% a 67.0%, en el horizonte de un año. El indicador de pasivo versus patrimonio (endeudamiento) se ubicó en 2.6 veces, mismo valor que el registrado en junio del año previo. Cabe destacar que la cobertura de la utilidad operativa sobre el servicio de la deuda presenta una tendencia al alza registrando 2.5 veces, superior al observado el año previo (1.9 veces).

UDISA: Indicadores de endeudamiento					
UDISA	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
Razón de deuda	72.5%	73.9%	71.9%	73.6%	72.3%
Endeudamiento	2.6	2.8	2.6	2.8	2.6
Cobertura de intereses	1.9	2.2	1.6	2.0	2.5
Apalancamiento	3.6	3.8	3.6	3.8	3.6
Gasto financiero/Pasivo con costo	7.0%	6.5%	8.0%	9.0%	8.2%

Fuente: Estados financieros de UDISA.

8.2.4 Indicadores de cobertura y calidad crediticia

El continuo incremento de las ventas ha mejorado la capacidad de cubrir el servicio de la deuda en términos de EBITDA. En junio de 2022, la relación fue de 1.9 veces y mejoró a 2.5 veces en junio de 2023. Esto significa que, por cada dólar pagado en intereses de deuda, la compañía genera USD2.5 en ingresos operativos antes de impuestos e intereses.

Por su parte, el indicador de deuda financiera sobre EBITDA reporta desmejoras al ubicarse en 5.0 veces en junio de 2023, desde 7.4 veces observado doce meses atrás, propiciado por el aumento de los préstamos bancarios de corto plazo. 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-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
EBITDA / Gasto financiero	1.9	2.2	1.6	2.0	2.5
EBITDA / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
EBITDA+ efectivo y valores de CP / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.3	0.4	0.3	0.4	0.5
Deuda financiera/EBITDA	7.4	7.6	8.3	5.8	5.0
Deuda financiera/Patrimonio	1.4	1.6	1.6	1.5	1.4

Fuente: Estados financieros de UDISA.

8.2.5 Rentabilidad

A junio de 2023, el EBITDA presentó un desplazamiento positivo de 55.1%, totalizando USD420.2 miles desde USD271.0 miles registrado el año anterior, mientras que las ventas incrementaron a razón de 12.4%, generando un flujo de USD9.0 millones. Lo anterior, implicó que el margen EBITDA incrementara de 3.4% a 4.7%. Las cadenas de suministro continúan avanzando hacia una mayor normalización traduciéndose en mejoras en los tiempos de entrega y en consecuencia en los niveles de venta.

A pesar del incremento en los costos de venta (+12.2%) a raíz del encarecimiento del precio de los combustibles y fletes, la utilidad neta exhibió un crecimiento de 83.2%, sumando un total de USD250.1 miles, permitiendo obtener buenos rendimientos. Los indicadores de retorno sobre el patrimonio y el activo reportan mejoras al ubicarse en 4.7% y 17.2%, respectivamente, frente a lo observado un año antes (junio de 2022: 2.6% y 9.5%).

UDISA: Indicadores de rentabilidad					
	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
ROA	2.6%	3.0%	3.3%	4.2%	4.7%
ROE	9.5%	11.0%	11.9%	15.7%	17.2%
Efecto del apalancamiento	-1.1%	-0.6%	-1.5%	-0.7%	0.4%
Margen bruto	19.8%	19.9%	19.9%	19.8%	20.0%
Margen operativo	3.4%	3.7%	3.5%	4.1%	4.7%
Margen neto	1.7%	2.0%	2.0%	2.4%	2.8%
Margen EBITDA	3.4%	3.7%	3.5%	4.1%	4.7%

Fuente: Estados financieros de UDISA.

8.3. DISNA, S.A.

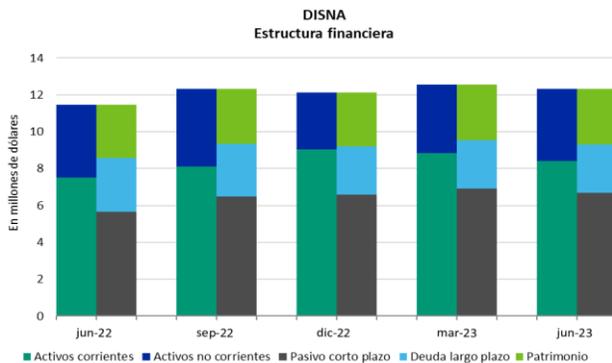
8.3.1 Estructura financiera

Los activos totales contabilizaron un saldo de USD12.3 millones, exhibiendo una variación interanual de 7.4%,

comportamiento que se asocia con el aumento significativo de los inventarios (+27.0%), y en cuentas por cobrar a clientes (+1.6%), pero parcialmente contrarrestado por la disminución en las inversiones en empresas asociadas (-2.5%)

Los pasivos acumularon un monto de USD9.3 millones, desplazándose a una tasa anual de 8.3%, determinado por el incremento de aumento de las cuentas por pagar comerciales y a partes relacionadas. Dentro de las cuentas más relevantes destacan la titularización (27.2%), cuentas por pagar (26.6%) y préstamos bancarios a corto plazo (24.9%).

Por su parte, el patrimonio exhibió un incremento de 4.6% en términos de un año finalizados a junio 2023, acumulando un saldo de USD3.0 millones. El capital social pagado representó el 73.2% del patrimonio, reservas de capital (10.6%), las utilidades acumuladas (13.6%) y los resultados del ejercicio (2.6%). El comportamiento del patrimonio ha estado en función de la capacidad de generación interna de la Compañía y se ha favorecido de la política conservadora de distribución de dividendos.



Fuente: Estados financieros de DISNA.

8.3.2 Liquidez

A junio de 2022, las disponibilidades en caja y bancos registraron un saldo positivo de USD124.2 mil, con un decremento de 47.2% respecto al año anterior. Los indicadores de liquidez se mantuvieron estables, conforme a la política interna de la compañía. A término del primer semestre de 2023, la razón circulante y el indicador de liquidez ácida se ubicaron en 1.3 y 0.6 veces respectivamente. No obstante, se observa una reducción en la proporción del capital de trabajo, derivado del incremento significativo en las cuentas por pagar a partes relacionadas, concretamente se redujo de 24.7% a 20.5% respecto al activo circulante.

DISNA: Indicadores de liquidez					
	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
Razón circulante	1.3	1.2	1.4	1.3	1.3
Prueba ácida	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6
Proporción del capital de trabajo	24.7%	20.0%	27.3%	21.5%	20.5%
Efectivo / Pasivos corrientes	4.2%	5.4%	4.8%	2.6%	1.9%

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 la adquisición de inventario para satisfacer la demanda del mercado. Al cierre de junio de 2023, la deuda financiera registró USD4.8 millones, mostrando una contracción interanual de 14.3%. El indicador de endeudamiento (pasivo/patrimonio) se ubicó en 3.1 veces desde 3.0 veces registrado en junio de 2022. El 47.8% de la deuda financiera es de corto plazo y el 52.2% es de largo plazo.

DISNA: Indicadores de endeudamiento					
DISNA	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
Razón de deuda	74.8%	75.8%	75.8%	75.8%	75.4%
Endeudamiento	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1
Cobertura de intereses	1.2	1.6	2.0	1.8	1.3
Apalancamiento	4.0	4.1	4.1	4.1	4.1
Gasto financiero/Pasivo con costo	7.0%	7.3%	8.1%	7.7%	7.4%

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 estabilidad debido al incremento del EBITDA (+14.0%) que supera al aumento de los gastos financieros (+4.5%). En este sentido, el EBITDA, cubre el monto de intereses incurridos en 1.3 veces, similar a lo observado en junio de 2022. El indicador de deuda financiera/EBITDA se situó en 9.6 veces, desde 12.7 veces doce meses atrás. Bajo dichas métricas, SCR El Salvador considera que la Entidad exhibe capacidad suficiente para cubrir con sus obligaciones financieras.

DISNA: Indicadores de cobertura					
	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
EBITDA / Gasto financiero	1.2	1.6	2.0	1.8	1.3
EBITDA / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
EBITDA+ efectivo y valores de CP / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.2	0.3	0.4	0.3	0.2
Deuda financiera/EBITDA	12.7	9.0	6.7	6.8	9.6
Deuda financiera/Patrimonio	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6

Fuente: Estados financieros de DISNA.

8.3.5 Rentabilidad

Las ventas se expandieron interanualmente en 13.1% y acumularon un flujo de USD11.9 millones. Por su parte, el costo de venta registró un monto de USD9.3 millones, con un incremento interanual de 13.0%. Cabe señalar, que el costo de venta absorbió el 78.2% de los ingresos totales, mientras que los gastos operativos representaron el 19.7%.

El margen EBITDA se situó en 2.1%, misma cifra reportada en junio de 2022. Por su parte, la utilidad neta registró un flujo de USD79.1 mil, creciendo a una tasa de 14.8% respecto al año anterior. Esto generó que el retorno sobre el patrimonio (ROE) se ubicara en 5.3% desde 4.6%, mientras que el retorno sobre activo (ROA) se desplazó desde 1.2% a 1.3% en el lapso de un año.

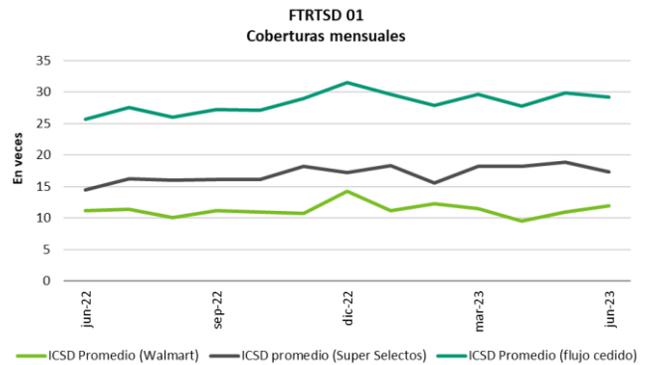
DISNA: Indicadores de rentabilidad					
	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
ROA	1.2%	1.9%	3.1%	2.8%	1.3%
ROE	4.6%	7.4%	12.7%	11.2%	5.3%
Efecto del apalancamiento	-3.2%	-2.5%	-1.3%	-1.7%	-3.0%
Margen bruto	21.7%	21.6%	22.1%	21.7%	21.8%
Margen operativo	2.1%	2.8%	3.2%	2.9%	2.1%
Margen neto	0.7%	1.0%	1.6%	1.3%	0.7%
Margen EBITDA	2.1%	2.8%	3.2%	2.9%	2.1%

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, no obstante, la cobertura de cesión presenta una tendencia estable debido a la dinámica creciente de las ventas, la cual es 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 29.2 veces a junio de 2023, mayor al registrado el año previo (25.7 veces).

SCR El Salvador 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 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 11.9 veces, la del segundo colector (Calleja, S.A. de C.V.) se ubicó en 17.3 veces, reflejando coberturas holgadas sobre la cuota de cesión.



Fuente: Ricorp Titularizadora.

Coberturas de cesión de las sociedades cedentes					
	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
ICS D Promedio (flujo cedido)	25.7	27.3	31.5	29.6	29.2
ICS D promedio (Super Selectos)	14.5	16.1	17.2	18.2	17.3
ICS D Promedio (Walmart)	11.2	11.2	14.3	11.5	11.9
Cesión/flujo cedido	3.9%	3.7%	3.2%	3.4%	3.4%

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-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
Activo Circulante	41,492,100	44,317,800	57,144,370	46,340,700	46,320,300
Activo No Circulante	17,694,400	18,426,900	12,645,961	17,710,000	18,818,700
Activo	59,186,500	62,744,700	69,790,331	64,050,700	65,139,000
Pasivo Circulante	24,962,500	27,689,500	34,789,858	28,759,100	28,977,800
Pasivo No Circulante	17,448,300	17,448,300	16,514,084	16,509,000	16,509,000
Pasivo	42,410,800	45,137,800	51,303,942	45,268,100	45,486,800
Patrimonio	16,775,700	17,606,900	18,486,389	18,782,600	19,652,200
Pasivo + Capital	59,186,500	62,744,700	69,790,331	64,050,700	65,139,000
Estados de Resultado (En dólares)	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
Ventas netas	76,417,900	117,622,200	160,287,208	44,539,900	86,980,300
Costos y gastos	73,973,000	113,721,200	154,942,213	42,596,400	83,617,500
Utilidad operativa	2,444,900	3,901,000	5,344,995	1,943,500	3,362,800
Otros Gastos/Ingresos	-457,200	-726,300	-968,820	-264,600	-441,300
Utilidad antes de impuestos	1,987,700	3,174,700	4,376,175	1,678,900	2,921,500
Reserva legal	0	0	0	0	0
Impuestos	597,900	954,000	1,276,020	503,700	876,500
Contribución a la seguridad ciudadana	0	0	0	0	0
Utilidad Neta	1,389,800	2,220,700	3,100,156	1,175,200	2,045,000

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

Balance general (En dólares)	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
Activo Circulante	5,494,461	6,247,790	6,338,733	6,591,311	6,428,791
Activo No Circulante	4,683,895	4,873,774	4,309,524	4,320,167	4,487,221
Activo	10,178,356	11,121,565	10,648,257	10,911,478	10,916,013
Pasivo Circulante	4,457,097	5,370,549	5,051,736	5,425,305	5,289,370
Pasivo No Circulante	2,926,938	2,849,552	2,601,866	2,601,867	2,601,867
Pasivo	7,384,034	8,220,102	7,653,602	8,027,172	7,891,237
Patrimonio	2,794,321	2,901,463	2,994,655	2,884,306	3,024,776
Pasivo + Capital	10,178,356	11,121,565	10,648,257	10,911,478	10,916,013
Estados de Resultado (En dólares)	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
Ventas netas	8,009,896	12,392,895	16,619,409	4,477,832	9,003,676
Costos y gastos	7,738,914	11,932,289	16,037,328	4,294,481	8,583,506
Utilidad operativa	270,982	460,606	582,081	183,350	420,171
Otros Gastos/Ingresos	-457,200	-726,300	-968,820	-264,600	-441,300
Utilidad antes de impuestos	195,011	348,024	457,289	156,649	351,937
Reserva legal	0	0	0	0	0
Impuestos	58,503	104,407	120,480	46,995	101,815
Contribución a la seguridad ciudadana	0	0	0	0	0
Utilidad Neta	136,507	243,616	336,809	109,654	250,122

Distribuidora Nacional, S.A de C.V.

Balance general (En dólares)	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
Activo Circulante	7,519,668	8,117,998	9,036,231	8,823,546	8,416,266
Activo No Circulante	3,955,703	4,203,431	3,103,652	3,737,773	3,905,105
Activo	11,475,371	12,321,430	12,139,883	12,561,319	12,321,372
Pasivo Circulante	5,661,367	6,497,219	6,571,311	6,927,011	6,691,135
Pasivo No Circulante	2,916,898	2,839,513	2,624,674	2,599,209	2,599,209
Pasivo	8,578,264	9,336,732	9,195,985	9,526,220	9,290,344
Patrimonio	2,897,106	2,984,698	2,943,898	3,035,099	3,031,028
Pasivo + Capital	11,475,371	12,321,430	12,139,883	12,561,319	12,321,372
Estados de Resultado (En dólares)	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23
Ventas netas	10,498,922	16,180,980	23,420,206	6,154,192	11,871,383
Costos y gastos	10,277,093	15,735,774	22,663,468	5,975,011	11,618,560
Utilidad operativa	221,830	445,206	756,738	179,181	252,823
Otros Gastos/Ingresos	-115,989	-187,207	-248,715	-59,130	-138,417
Utilidad antes de impuestos	105,841	257,999	508,023	120,052	114,406
Reserva legal	7,409	18,060	10,668	8,404	8,008
Impuestos	29,530	71,982	132,138	28,850	27,275
Contribución a la seguridad ciudadana	0	0	0	0	0
Utilidad Neta	68,902	167,957	365,217	82,798	79,123

ANEXO 2

Valores de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01 - FTRTSD 01

Tramos	Monto colocado USD	Saldo al 22/06/2023*	Fecha de colocación	Tasa de interés	Plazo	Pago de intereses	Pago de capital
1	13,580,000	13,389,108	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	980,777	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	492,974	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	7,167,845	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	22,030,705					

* Cifras en dólares

Fuente: Información proporcionada por Ricorp Titularizadora.