

Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras Cero Uno – FTRTSD 01 Informe de mantenimiento de clasificación de riesgo

Sesión Ordinaria N.º 6172020 del 20 de octubre de 2020.

Fecha de ratificación: 30 de octubre de 2020.

Información financiera: no auditada a junio de 2020.

Contactos: Raúl Herrera Reyes
Claudia Córdova Larios

Analista financiero rherrera@scriesgo.com
Analista sénior ccordova@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, con información financiera no auditada a junio de 2020.

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

Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01				
Emisión	Anterior		Actual	
	Clasificación	Perspectiva	Clasificación	Perspectiva
VRTSD01	AA (SLV)	Estable	AA (SLV)	Estable

* La clasificación actual no varió respecto a la anterior.

Explicación de la clasificación otorgada¹:

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

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

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

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

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

2. FUNDAMENTOS

Fortalezas

- Emisión respaldada por los derechos sobre los flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos mensuales que los Originadores perciben de los pagos recibidos por las ventas realizadas a supermercados, principalmente a Operadora del Sur, S.A. de C.V. y Calleja, S.A. de C.V.
- Los pagadores que direccionan los flujos a las cuentas colectoras son las cadenas principales de supermercados en el País. De manera combinada las sociedades cedentes los abastasen en promedio en un 70%.
- La estructura legal de la transacción es favorecida por el Fondo Titularización y la existencia de un contrato de cesión con cada originador, el cual aísla el riesgo crediticio de los originadores y el redireccionamiento de los flujos provenientes de la recolección de las cuentas por cobrar.
- Una reserva retenida en efectivo por el Fondo de Titularización que cubrirá hasta 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.

“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.

- Liderazgo de los Originadores en la comercialización de productos de consumo masivo, lo cual le brinda poder de negociación con clientes y proveedores, fortaleciendo la generación de flujo.
- Exceso de flujos derivados de la distribución y comercialización de productos de consumo masivo, mitiga el riesgo de retrasos en el pago del servicio de la deuda.
- El flujo cedido genera amplias coberturas sobre el servicio de la deuda y evaluados ante diferentes escenarios de tensión se mantienen estables.
- La emisión cuenta con ciertos eventos de amortización anticipada definidos en el contrato a fin de proteger el pago de los bonos.
- Alta experiencia y trayectoria del staff ejecutivo de los originadores dentro la industria de productos de comercialización y consumo masivo.
- El riesgo de desabastecimiento en sus inventarios esta mitigado por la alta diversificación de sus proveedores, administración de marcas exclusivas y la adecuada gestión de compras.
- La robusta red de distribución y logística le permite una amplia dispersión geográfica.

Retos

- Mantener en debido cumplimiento los covenants ante la adquisición de deuda proveniente del mercado bursátil a través de la titularización.
- Fortalecer la estructura de gobierno corporativo.
- Continuar con el crecimiento en el volumen de ventas es deseable para fortalecer los márgenes y ratios de rentabilidad.
- Adaptarse a los nuevos gustos y preferencia de los cambios generacionales.

Amenazas

- La emergencia COVID-19 continúa generando efectos negativos en la economía y un entorno operativo retador.

- Retrasos en el traslado de mercancías proveniente de otros países.
- Niveles altos de competitividad, puede provocar reemplazos en los productos de las entidades cedentes ante la amenaza de productos sustitutos.
- Cambios regulatorios podrían afectar el ambiente operativo y de negocios.

3. RESUMEN DE LA EMISIÓN

El Fondo se creó con el propósito exclusivo de titularizar los derechos sobre flujos financieros futuros correspondientes a una porción de los primeros ingresos mensuales de las Sociedades Distribuidoras: Distribuidora Zablah, S.A. de C.V (DISZASA); Distribuidora Nacional, S.A de C.V. (DISNA) y Unión Distribuidora Internacional S.A. de C.V. (UDISA) en adelante los Originadores. Estas transfirieron al Fondo de forma irrevocable y a título oneroso, los derechos sobre los flujos financieros futuros provenientes de los pagos recibidos por las ventas efectuadas a Operadora del Sur, S.A. de C.V. y a Calleja, S.A. de C.V. a través de una Instrucción Irrevocable de Pago (IIP); de acuerdo con Contrato de Cesión de Derechos sobre Flujos Financieros Futuros. Los originadores giraron dichas Instrucciones a quienes efectúan la labor de pago de dichas ventas.

Como respaldo operativo de la emisión, los Originadores y Ricorp Titularizadora, S.A. suscribieron como parte de los documentos de la emisión los Convenios de Administración de Cuentas - Orden Irrevocable de Pago (OIP) con los Bancos Administradores, siendo inicialmente suscrito con el Banco de América Central, S.A.

Los ingresos que se destinarán al Fondo serán hasta por un monto máximo de USD39,012,000.00, los cuales serán trasladados al Fondo de Titularización a través de 120 cuotas mensuales sucesivas por cada uno de los originadores y tendrán dos incrementos a lo largo de la emisión.

Valores de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01 - 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

Página 2 de 18

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Cartago, Costa Rica
(506) 2552 5936

Ciudad Panamá, Panamá
(507) 6674 5936

San Salvador, El Salvador
(503) 2243 7419

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 y principal	Mensual
Uso de los fondos	Sustitución de deuda y capital de trabajo.

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

4. CONTEXTO ECONÓMICO

4.1 Análisis de la plaza local

El brote del nuevo Coronavirus ha generado una desaceleración significativa en la economía mundial debido a la suspensión total o parcial de las actividades productivas. Las disposiciones tomadas por el Gobierno con el propósito de minimizar los contagios afectaron de manera transitoria la actividad económica local. Esta situación originó incidencias negativas en el desempeño de sectores como: restaurantes, turismo, actividades de entretenimiento, comercio mayorista y minorista, transporte, construcción y sus subsectores.

Los paquetes de financiamientos aprobados al Gobierno de USD2,000 millones para asistir la crisis sanitaria, y USD1,000 millones para la fase de recuperación, aumentará significativamente el déficit fiscal, dejando poco margen de maniobra para una reactivación acelerada de inversión pública. El soporte necesario para atender la pandemia y desastres naturales podría retrasar la ejecución de los grandes proyectos contemplados en el Plan de Gobierno del presidente Bukele (el tren del Pacífico, el nuevo aeropuerto en oriente y la modernización de los puertos marítimos).

Una adecuada reactivación de la economía salvadoreña supone el reto de una gestión eficiente de la crisis sanitaria

ante potenciales rebrotes que implicarían cierres temporales. La tensión política entre el ejecutivo y el parlamento, que dificulta la ratificación de préstamos de manera expedita; en nuestra opinión impone retos en la continuidad de la normalización de las actividades del sector privado y público. Por otra parte, el país muestra una mejora en los indicadores de criminalidad, reflejado en una baja del índice de homicidios desde la segunda mitad del 2019; asimismo continuó diversificando la matriz energética y efectuando avances en proyectos de modernización de infraestructura vial, entre estos: el periférico Claudia Lars, y los Bypass en la Libertad y San Miguel.

Las elecciones para diputados y alcaldes en febrero de 2021 podrían reconfigurar el esquema político en el parlamento y algunos gobiernos locales. Realizar cambios estructurarles, agilizar la aprobación del presupuesto y elaborar adecuadas reformas fiscales, dependerá de un mejor dialogo entre el Gobierno en turno y la futura Asamblea Legislativa.

4.2 Producción nacional

A junio de 2020, el PIB cerró en USD11,902 millones y mostró una reducción interanual del 9.3% (USD1,319.6 millones) a precios corrientes. Con un aporte conjunto del 11.5% al PIB, las ramas económicas que mostraron crecimiento fueron; actividades financieras y de seguros (1.8%); suministro de agua, alcantarillados y gestión de desechos (1.3%); así como suministro de electricidad (2.6%). Mientras que las cuatro industrias que en conjunto aportan un 40.0%, registraron contracciones en el siguiente orden: manufactura (32.0%), comercio, reparación de vehículos (31.5%), administración pública y defensa (1.8%) y actividades inmobiliarias (5.5%). Por su parte, las actividades de hostelería y restaurantes, arte-recreativas y construcción fueron las más afectadas con caídas superiores al 35.0%

En consideración a las restricciones temporales de movilidad que afectaron el comercio, la CEPAL proyectó una caída del crecimiento en Latinoamérica del 9.1% para este año. Localmente el BCR estima una contracción entre el 6.5% y 8.5%, y para 2021 un crecimiento entre el 1.6% y 3.8% del PIB.

4.3 Finanzas públicas

El Gobierno Central registró un déficit fiscal de 2.7% en el segundo trimestre de 2020, explicado principalmente por

una menor recaudación de impuestos, y un aumento del gasto público durante la pandemia. El saldo de la deuda pública alcanzó USD21,258.4 millones, según cifras preliminares del BCR, el indicador deuda sobre PIB podría alcanzar el 89.3% con la emisión de USD1,000 millones que realizó el ejecutivo a inicios de julio.

4.4 Comercio exterior

A junio 2020, las exportaciones acumularon USD2,196.7 millones, con una variación interanual de -27.6%, USD837.1 millones menos respecto al mismo período del 2019. Los niveles de inversión detenidos incidieron en la reducción de la demanda de bienes utilizados en los procesos de producción interna. La industria manufacturera incluyendo maquilas con un peso del 95% de las exportaciones cerró en USD2,073 millones, monto que reflejó una variación interanual de -29%.

Las importaciones alcanzaron USD4,894.9 millones, con una variación interanual de -18.1% (USD1,080.8 millones); respecto del año anterior. Por volumen, industria manufacturera importó 16.4% menos, seguido de maquila (-45.05) y suministro de electricidad (-3.8%). Las medidas implementadas por el país y sus socios comerciales para evitar contagios afectaron el comportamiento en la demanda interna y externa de bienes.

4.5 Inversión extranjera directa (IED)

A junio de 2020, el país registró un flujo neto de IED de USD283.3 millones, cifra un 106.8% mayor al mismo periodo del año anterior. Explicado principalmente por un incremento en el rubro información y comunicaciones con USD307.61 millones (+87.3% interanual). España con USD302.33 millones y Estados Unidos USD45.5 millones; fueron los principales países con mayor aporte de inversión.

En el contexto de la pandemia, con el aplazamiento de inversiones de capital en nuevos proyectos y la interrupción en las cadenas de suministro, la contracción más sensible se registró en la industria manufacturera (71.5%) y el comercio al por mayor y menor (61.7%).

4.6 Remesas familiares

En abril, el mes más álgido de la crisis, el flujo de remesas mostró una contracción del 40% en relación con su interanual, y de forma acumulado su contracción fue 9.8%. El descenso en los flujos estuvo directamente relacionado

al desempleo de Estados Unidos (abril: -17.8% empleo hispano), y la disminución en su actividad económica.

Cabe señalar, que las remesas familiares han mostrado una recuperación en los últimos meses finalizados a junio 2020 (USD2,523.3 millones), explicado por una mejor dinámica en la actividad económica de los EEUU. Según la Oficina de Análisis Económico (BEA por sus siglas en inglés) los indicadores de corto plazo en el citado país muestran una notable reducción en las solicitudes de seguros por desempleo. Lo anterior, muestra perspectivas favorables en el corto plazo en la recepción de remesas.

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. recibió la autorización por parte de la Superintendencia del Sistema Financiero 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 junio 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 siguientes: Estudios de factibilidad de titularización, titularización y colocación, administración de las emisiones.

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.

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 Superintendencia del Sistema Financiero (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.

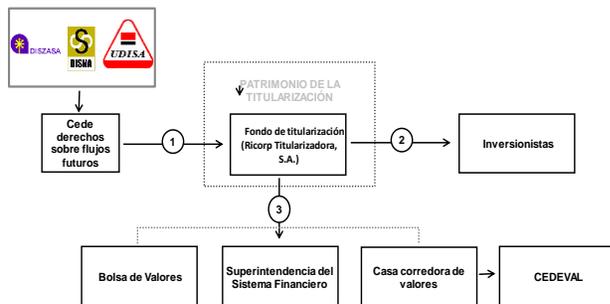
La Junta Directiva acordó la conformación de comités que permiten dar seguimiento periódico a áreas como:

- La administración integral de riesgos por medio de un Comité de Riesgos, que incluye la identificación, evaluación, medición y mitigación de los riesgos.
- El cumplimiento de políticas de ética y conducta por medio de un Comité de Ética y Conducta.
- La verificación del control interno y cumplimiento de la sociedad por medio de un Comité de Auditoría.
- La gestión integral del riesgo de lavado de dinero a través de un Comité de Prevención de Lavado de Dinero.

6. CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

6.1 Proceso de titularización

Grupo 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 antes mencionados y la concentración de fondos que perciba 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 pago de las próximas cuatro cuotas mensuales de cesión de cada Originador; inicialmente es constituida por el monto USD1,080,000.00. Estos se tomaron de la colocación de emisión proporcionalmente a cada cedente. 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

Página 5 de 18

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Cartago, Costa Rica
(506) 2552 5936

Ciudad Panamá, Panamá
(507) 6674 5936

San Salvador, El Salvador
(503) 2243 7419

cuales serán integrados al Fondo de Titularización a través de 120 cuotas mensuales. Dichos flujos mensuales serán depositados inicialmente en la denominada Cuenta Colectora mancomunada entre cada uno de los Originadores y Ricorp Titularizadora, S.A. en su calidad de administradora del Fondo, será abierta en el Banco Administrador 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 serán trasladados 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%

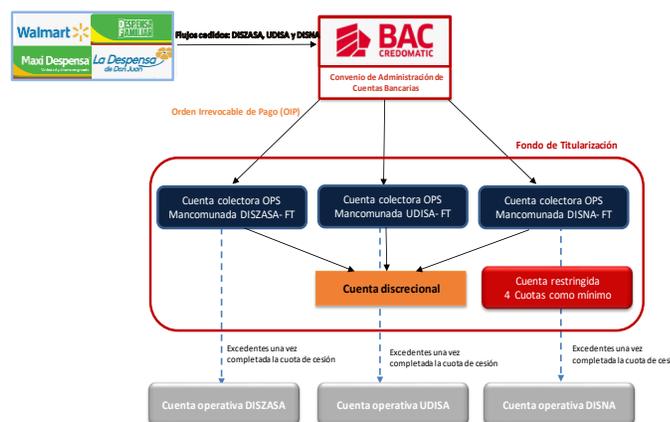
Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

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

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).

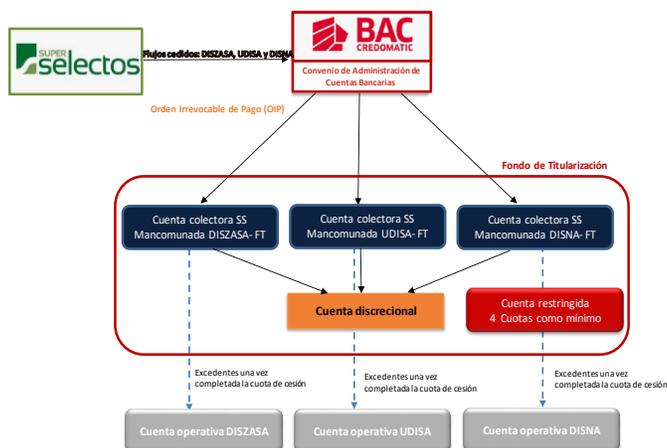
Pagador principal: Captura de Flujo



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

Como respaldo operativo adicional de la emisión, las sociedades cedieron el flujo de un segundo pagador, Calleja S.A. de C.V. a través de la cadena de supermercado Selectos. Dicho flujo también estará centralizado en cada una de las cuentas colectoras, los flujos derivados de las cuentas por cobrar de la cadena de supermercados Selectos estarán activas desde el principio de la transacción. 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 uno punto setenta y cinco 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 siete punto setenta y cinco veces y deberá cumplirse semestralmente en los meses de junio y diciembre.

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.

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/o 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 Superintendencia del Sistema Financiero.

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	
US\$29,959,200	76%	US\$4,730,400	12%	US\$4,730,400	12%

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

6.10 Procedimiento en caso de liquidación

En un escenario de proceso de liquidación del Fondo de Titularización, se deberá seguir el orden de prelación de pagos detallado en el Art. 70 de la Ley de Titularización de Activos, como sigue:

1. Deuda Tributaria.
2. Obligaciones a favor de tenedores de valores.
3. Otros saldos adeudados a terceros.
4. Comisiones por gestión a favor de la Titularizadora.

7. ANÁLISIS DE LOS ORIGINADORES

Las empresas cedentes pertenecen al Grupo Corporativo Zablah, dichas entidades tienen establecidas sus prácticas corporativas y de conducta basadas en un manejo íntegro, ético, coordinado y estructurado hacia sus grupos de interés. La máxima autoridad dentro de la estructura corresponde al Directorio. Sus miembros cuentan con un alto perfil profesional y con amplia trayectoria en el giro principal de cada uno de los originadores.

La evolución del Grupo se remonta a 1917, cuando la familia Zablah-Touche inició sus operaciones como una pequeña tienda de nombre Almacén J. Antonio Zablah. Luego en 1969, la Familia incursionó en el negocio de distribución y comercialización de diversos productos por medio de la empresa que hoy se conoce como Distribuidora Zablah, S.A. de C.V. (DISZASA). El Grupo cuenta con empresas ubicadas en diversos sectores económicos.

Debido al objetivo común y directrices de Grupo, las empresas originadoras comparten políticas de control

interno y Gobierno corporativo. Como es común en empresas corporativas familiares, se observan importantes espacios de mejora en la estructuración formal de un Gobierno Corporativo; evidenciado por la falta de códigos y reglamentos de Gobierno corporativo, conformación de Comités de riesgo, tecnología, ejercicios de plan estratégicos, entre otros. Sin embargo, hasta el momento no ha sido factor que limite la toma de decisiones y el negocio en marcha de las entidades cedentes. Si bien, existe experiencia comprobada de sus principales ejecutivos en el mercado objetivo, el fortalecimiento de un gobierno corporativo es factor clave para entidades de este tipo en largo plazo.

Los Originadores cuentan con los manuales siguientes: Manual de Prevención de Lavado de Dinero y Financiamiento al Terrorismo y Manuales de Políticas. Entre las políticas se destacan las de Recursos Humanos, Políticas de Finanzas, de Administración, Compras y de Ventas.

7.1 DISZASA

Empresa líder en la distribución y comercialización de productos de consumo masivo, caracterizada por la distribución de sus líneas de productos con marcas exclusivas tanto nacionales como internacionales. Su capacidad de almacenamiento, logística y red de distribución con cobertura en todo el país lo posicionan como una de las primeras opciones entre sus proveedores y clientes estratégicos. De las Sociedades cedentes, esta empresa es la que reviste una mayor relevancia, al concentrar cerca del 70% de los flujos que serán destinados al Fondo de titularización para los pagos del servicio de la deuda.

Dado la magnitud de la empresa y la diversidad de sus productos, clientes y proveedores, DISZASA ha diseñado una estructura corporativa amplia. Actualmente cuenta con las siguientes gerencias: Auditoría Interna, Legal, Recursos Humanos, Gerencia de Ventas, también cuenta con tres direcciones: Dirección de Logística, de Administración y Finanzas, y Tecnología y Proyectos. Actualmente, DISZASA realiza importaciones desde Europa, Asia, Centro, Norte y Suramérica. Entre algunas de las marcas de renombre que distribuyen están: SC Johnson, Essity, Nivea BDF, Cargill, Pernod Ricard, E&J Gallo, Hersheys, BIC, etc.

La Entidad cuenta con 32,600 metros cuadrados de área de almacenaje (en seco 29,600 m² y refrigerado 3,000 m²);

para dar cobertura a 24,000 clientes efectivos en todo el país, lo diversificado de sus líneas de negocios les permite tener clientes de todos los canales de distribución entre estos: mayoreo (36.0%); Calleja S.A. (24.0%); Walmart (16%); ruteo (14.0%) y otros (10%).

DISZASA cuenta con 1,332 empleados, donde el 55.0% pertenece al área de ventas, 25.0% a logística, 14.0% a mercadeo y 6.0% a administración.

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

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

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

7.2 DISNA

DISNA fue constituida el 24 de agosto de 1981 por la Familia Henríquez Cohen, su principal giro era realizar negocios de importación, y luego de distribución en el país. A lo largo de su trayectoria la empresa ha estado bajo la dirección y administración de otros propietarios entre estos: Familia Jaspersen y la familia Gutiérrez Bosch.

El 01 de noviembre de 2003, fue adquirida por Grupo Zablah con el objetivo de consolidar el proceso de expansión en la distribución y comercialización de productos en El Salvador. De acuerdo con los funcionarios, DISNA figura entre las primeras diez empresas proveedoras de mayor importancia en el canal de supermercados del país y en el canal tradicional, se ubica dentro de las primeras 12 a nivel nacional.

DISNA es una entidad de escala más pequeña comparado con DISZASA, aunque su modelo de negocios es similar al caracterizarse por la distribución y comercialización de productos de consumo masivo, distribución de líneas de productos con marcas exclusivas en su mayoría internacionales. La Entidad tiene una alta capacidad de almacenamiento para el tamaño de operaciones, logística y red de distribución con cobertura en todo el país, de las tres entidades cedentes es la única que tiene presencia en Honduras. Esta empresa concentrará cerca del 12% de los flujos que serán destinados al Fondo de titularización para los pagos del servicio de la deuda.

Con 172 empleados, la Entidad cuenta con 10,000 metros cuadrados de área de almacenaje en unión con UDISA; para dar cobertura a 9,500 clientes efectivos en todo el país. Dentro de los canales de distribución revisten mayor importancia: cadenas de supermercados y mayoreo, institucional y menor medida ruteo. Entre las marcas reconocidas cabe mencionar Mabesa, Riunite, Kraft-Heinz, Colombina, Madrigal, Ron Barceló y Evian.

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

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

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

7.3 UDISA

UDI, S.A. de C.V. inició operaciones en el año 1990, lo cual la convierte en la sociedad originadora de más reciente constitución. Entró al mercado con la distribución de las marcas Quaker, Gatorade y L'Oreal; acción que le brindó posicionarse como un participante importante dentro de los distribuidores nacionales. En la actualidad, UDISA figura como una de las proveedoras más importantes en el canal de supermercados. A la fecha ha adicionado a su abanico de producto marcas de reconocimiento mundial, entre estas: Clorox, Pinesol y Vijosa.

UDISA también es de escala pequeña comparado con (DISZASA). Su modelo de negocios es similar al de las demás Sociedades y comparte una estructura matricial, objetivos, políticas y clientes similares debido al Grupo al que pertenecen, administrando marcas exclusivas y todas internacionales. La capacidad de almacenaje es alta comparado con el volumen de operaciones lo cual le brinda ventajas competitivas. Esta empresa concentrará cerca del 12% de los flujos que serán destinados al Fondo de titularización para los pagos del servicio de la deuda.

Con más de 1,000 clientes, la Entidad cuenta con 10,000 metros cuadrados de área de almacenaje en unión con DISNA. Dentro de los canales de distribución revisten mayor importancia: cadenas de supermercados y mayoreo, institucional y menor medida ruteo. UDISA cuenta con la colaboración de 74 empleados.

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 2018 y 2019 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). Los estados financieros a junio de 2020 son no auditados. 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 que forman parte de su portafolio de productos, la moneda de las transacciones es en dólares estadounidenses. 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.

9. DISZASA

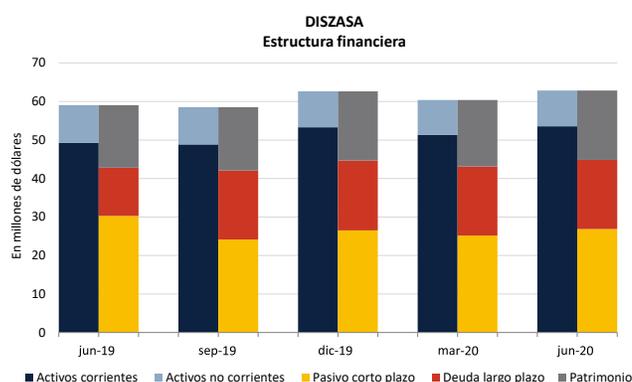
9.1 Estructura financiera

A junio 2020, los activos totales sumaron USD62.8 millones y crecieron 6.4% de forma interanual (junio 2019: USD59.0 millones), principalmente por el incremento de otras cuentas por cobrar (80.8%) y las cuentas por cobrar a compañías relacionadas (64.1%). Los activos se componen por inventarios (30.4%) y las cuentas por cobrar comerciales (24.4%).

La deuda total alcanzó USD44.8 millones y creció 4.8% sobre la base de junio 2019. La obtención de recursos

mediante el vehículo de la titularización flexibilizó la deuda al sustituir deuda de corto plazo por largo plazo. La mezcla de fondeo resultante se compone por cuentas por pagar comerciales (24.6%) en el pasivo circulante y la titularización (28.6%) en la porción no circulante.

El patrimonio totalizó un monto de USD18.0 millones y creció 10.8% (junio 2019: +10.4%), favorecido por los crecimientos de utilidades acumuladas (+277.3%) y las utilidades del ejercicio (+35.7%). Los recursos propios están determinados por el capital social pagado (60.5%), las utilidades acumuladas (21.2%) y la reserva de capital (12.6%). SCRiesgo no advierte riesgos, debido a la continua generación interna y el cumplimiento de los indicadores legales.



Fuente: Estados financieros auditados de DISZASA.

9.2 Liquidez y análisis de generación de flujos

DISZASA continuará con su estrategia de crecimiento dentro de su mercado objetivo con la incorporación de nuevos productos y su potencial de cobertura a nivel nacional. La Entidad ha gestionado adecuadamente sus inversiones de capital sin presionar de manera significativa las posiciones de liquidez y sus *ratios* de apalancamiento.

A junio 2020, el activo corriente sumó USD53.6 millones, creció 8.7% de forma interanual y mantiene su cobertura sobre la deuda a corto plazo en 2.0 veces (junio 2019: 1.6 veces). El indicador de liquidez ácida es inferior y registró 1.3 veces, pero compara favorablemente contra el observado en junio 2019 (1.0 veces).

El efectivo en caja y bancos presentó un saldo de USD3.8 millones, los cuales representaron 6.0% de los activos totales y cubrieron en 14.0% los pasivos corrientes. Por su parte, el capital de trabajo neto mostró una mejora significativa al ubicarse en USD26.7 millones desde USD19.0 millones observado un año antes. La variación se

Página 10 de 18

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Cartago, Costa Rica
(506) 2552 5936

Ciudad Panamá, Panamá
(507) 6674 5936

San Salvador, El Salvador
(503) 2243 7419

debe a la reestructuración de pasivo, la cual trasladó deuda de corto plazo a largo plazo y redujo el pasivo corriente en 11.2% anual.

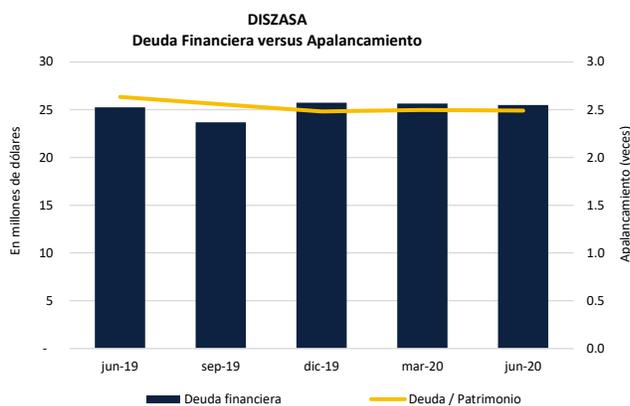
DISZASA: Indicadores de Liquidez						
	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20	jun-20	
Activos corrientes / Pasivos corrientes	1.6	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Liquidez ácida (x veces)	1.0	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
Efectivo / Pasivos corrientes	11.2%	6.3%	1.7%	0.8%	14.0%	14.0%
Capital de trabajo neto*	18,975	24,707	26,769	26,194	26,665	

* En miles de dólares

Fuente: Estados financieros auditados de DISZASA.

9.3 Endeudamiento

A junio 2020, la deuda financiera reportó un saldo de USD25.5 millones y no registró variaciones interanuales significativas (junio 2019: USD25.3 millones). El 70.4% de la deuda financiera corresponde a los fondos captados mediante titularización de flujos futuros, mientras que, el 21.3% proviene de préstamos bancarios de corto plazo y es destinada a capital de trabajo.



Fuente: Estados financieros auditados de DISZASA.

A junio 2020, el apalancamiento (pasivo / patrimonio) fue de 2.5 veces, levemente inferior al 2.6 reportado un año antes. La variación se debe al crecimiento de los recursos propios (+10.8%) que superó al de las obligaciones totales (+4.8%).

El nivel de apalancamiento frente a la generación EBITDA mejoró al registrar 4.9 veces desde el 5.6 veces registrado un año atrás, beneficiado por el crecimiento en ventas netas (+4.6%). En línea con lo anterior, la deuda total a EBITDA cerró en 8.9 veces desde 14.8 veces un año antes.

La Entidad se ha beneficiado de la flexibilidad financiera que la colocación de los bonos de titularización y el traslado de deuda de corto a largo plazo le otorgaron. Cabe señalar, que futuras necesidades de financiamiento estarán

limitadas por el cumplimiento de covenants, los cuales restringen la contratación de nueva deuda en función de dichos límites.

DISZASA : Indicadores de endeudamiento					
	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20	jun-20
Pasivo / Patrimonio (veces)	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5
Endeudamiento de C.P. / Patrimonio	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5
Patrimonio / Activos	27.5%	28.1%	28.7%	28.6%	28.6%
Deuda financiera bancaria / EBITDA	5.6	9.7	5.9	7.2	4.9
Deuda / EBITDA	9.5	17.2	10.2	12.1	8.7
Activos / Patrimonio	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5

Fuente: Estados financieros auditados de DISZASA.

9.4 Indicadores de cobertura y calidad crediticia

A junio 2020, los indicadores de cobertura crediticia han mejorado luego de la incorporación de la titularización. El indicador de deuda a corto plazo /EBITDA pasó a 5.2 veces desde el 6.7 veces registrado a junio 2019. La deuda financiera total también mejoró al registrar 4.9 veces comparado con 5.6 veces un año atrás.

La relación que mide el nivel de cobertura del EBIT a intereses pagados fue de 2.3 veces, levemente menor al 2.5 veces de junio 2019 debido al crecimiento del gasto financiero. No obstante, su efecto en las coberturas fue contrarrestado por el incremento de la utilidad operativa (+27.4%).

DISZASA: Indicadores de coberturas					
	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20	jun-20
Deuda financiera bancaria/EBITDA	5.6	9.7	5.9	7.2	4.9
EBITDA / Gasto financiero	3.2	2.3	2.6	1.9	2.8
Cobertura EBIT/intereses	2.5	1.3	1.7	1.5	2.3
Deuda a corto plazo /EBITDA	6.7	9.9	6.0	7.1	5.2
Deuda largo plazo/EBITDA	2.8	7.3	4.1	5.0	3.5

Fuente: Estados financieros auditados de DISZASA.

9.5 Indicadores de actividad

A junio 2020, la rotación de cuentas por cobrar no presentó variaciones interanuales significativas y se situó en 8.9 veces (junio 2019: 8.8 veces). Las relaciones comerciales entre las compañías del Grupo exhiben saldos moderados en las cuentas por cobrar entre compañías relacionadas.

Los inventarios acumularon USD19.1 millones y crecieron 1.9% con respecto a la base de junio 2019 explicado por la estacionalidad propia del modelo de negocios. La rotación de inventarios reflejó una ligera mejora al ubicarse en 5.6 veces desde 6.0 veces observado un año antes. El inventario proviene tanto de proveedores extranjeros

como de locales y tienen una participación similar en el volumen.

La crisis sanitaria por el COVID-19 no ha significado variaciones en la importación de productos y en la operatividad de la Entidad. Una adecuada gestión de compras, administración de marcas exclusivas y una alta diversificación de proveedores son factores que mitigan el riesgo de desabastecimiento de inventarios. No obstante, no se descartan riesgos por la volatilidad en los precios internacionales. La Clasificadora se mantendrá en atenta observación del desarrollo de las variables expuestas.

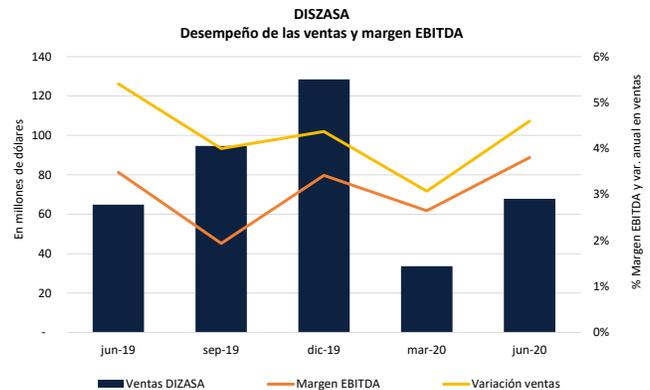
Las cuentas por pagar comerciales acumulan un saldo de USD15.5 millones, conformadas por el 54.1% de proveedores locales y el 45.9% de proveedores del exterior. El periodo promedio de pago con proveedores locales fue de 30.8 días mientras que el de proveedores internacionales fue de 53.4.

DISZASA : Indicadores de Actividad					
	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20	jun-20
Rotación de inventario	6.0	4.8	4.9	6.1	5.6
Periodo medio de inventario	59.9	75.8	72.8	58.7	63.9
Rotación de CxC	8.8	6.3	6.7	6.3	8.9
Periodo medio cobro	41.1	57.0	53.9	57.6	40.2
Periodo medio de pago	48.9	66.6	60.3	47.8	49.0
Rotación Gtos. Admón.	46.4	22.0	12.8	189.0	49.6

Fuente: Estados financieros auditados de DISZASA.

9.6 Rentabilidad

A junio 2020, DISZASA obtuvo ingresos por un total de USD67.8 millones, 4.6% más que lo registrado un año atrás (junio 2019: USD64.8 millones). Por su parte, el costo de venta creció 1.9% y mantuvo una participación del 78.5% de los ingresos netos. El EBITDA se expandió 14.4% respecto a junio 2019 y sumó USD2.6 millones. Esta dinámica se favoreció de un mayor volumen de ventas y el moderados crecimiento de los costos y gastos operativos y benefició a los indicadores de cobertura y rentabilidad. El *ratio* EBIT a ingresos totales se ubicó en 3.2% desde un 2.7% reportado en junio 2019.



Fuente: Estados financieros auditados de DISZASA.

Los gastos operativos representaron el 18.2% de los ingresos totales y aumentaron 13.8% de manera interanual, impulsados por el gasto en distribución y ventas (+19.6%). En consecuencia, la utilidad neta mostró una dinámica positiva del 35.7% y acumuló USD1.0 millones. Los indicadores de rentabilidad ROA y ROE resultantes se ubican en 3.3% y 11.8% y se comparan de manera favorable con los observados hace un año (junio 2019: ROA: 2.7% y ROE: 9.7%).

La crisis generada por el nuevo coronavirus incrementó la demanda de productos de consumo masivo y se considera una oportunidad transitoria para potenciar el volumen de negocios y un impacto positivo en los resultados de la compañía. Por otra parte, el Originador aún enfrenta desafíos relacionados a la alta competitividad en un mercado relativamente pequeño. SCRiesgo continuará monitoreando las implicancias de la pandemia tanto a nivel local como internacional, su repercusión en los indicadores macroeconómicos y cómo esto se traduce en cambios en las preferencias de los consumidores.

DISZASA: Indicadores de Rentabilidad					
	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20	jun-20
ROA	2.7%	2.1%	5.0%	1.9%	3.3%
ROE	9.7%	7.9%	18.2%	6.5%	11.8%
Margen EBITDA	3.5%	1.9%	3.4%	2.6%	3.8%
EBIT/Ingresos totales	2.7%	1.1%	2.2%	2.1%	3.2%
EBIT/Activos promedio	6.3%	2.4%	4.7%	4.9%	7.2%
Margen neto	1.2%	1.0%	2.4%	0.8%	1.5%

Fuente: Estados financieros auditados de DISZASA.

10. UDISA

10.1 Estructura financiera

Al cierre del primer semestre de 2020, los activos totales registraron un saldo de USD12.4 millones, creciendo interanualmente en 44.7% (junio 2019: +17.4%). Cuentas

Página 12 de 18

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

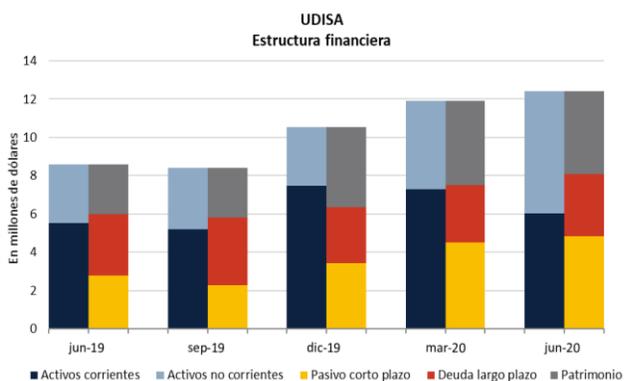
Cartago, Costa Rica
(506) 2552 5936

Ciudad Panamá, Panamá
(507) 6674 5936

San Salvador, El Salvador
(503) 2243 7419

por cobrar (25.6%) e inventario (11.9%) continúan como las partidas más influyentes dentro de los activos.

Las obligaciones totales acumularon un saldo de USD8.1 millones, expandiéndose interanualmente en 34.8%. Dentro de las cuentas más relevantes destacan los valores de titularización (22.8%), cuentas por pagar (14.2%) y préstamos bancarios de corto plazo (14.1%). Cabe señalar, que los préstamos bancarios son destinados para financiar capital de trabajo.



Fuente: Estados financieros auditados de UDISA.

Se señala como factor positivo, la alta participación de los recursos propios en la estructura de balance (35.0%), el cual se ha favorecido de la continua generación interna y de los aportes de capital social. A junio 2020, el patrimonio acumuló un saldo por USD4.4 millones y mostró un crecimiento de 67.4% en términos de un año.

El capital social pagado representó el 42.4%, las utilidades acumuladas el 38.0% y las reservas de capital el 8.5%. UDISA muestra una adecuada generación interna de capital y políticas moderadas de distribución de dividendos, condición que ha permitido fortalecer su base patrimonial y seguir rentabilizando su estructura.

10.2 Liquidez y análisis de generación de flujos

Las disponibilidades en efectivo se han mantenido estrechas, debido a la previsibilidad de los pagos y la facilidad de crédito con empresas relacionadas.

La sociedad presentó en su balance una cobertura de activos corrientes frente a pasivos circulantes de 1.2 veces menor a 2.0 veces registrado en junio 2019. El capital de trabajo se ubicó en USD1.2 millones, inferior a USD2.7 millones registrado un año atrás. La liquidez medida a través del *ratio* de liquidez ácida, registró 0.9 veces frente a 1.3 veces observado un año antes, esto ante la moderada

participación de los inventarios en la estructura de balance.

	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20	jun-20
Activos corrientes / Pasivos corrientes	2.0	2.3	2.2	1.6	1.2
Liquidez ácida (x veces)	1.3	1.5	1.5	1.2	0.9
Efectivo / Pasivos corrientes	15.3%	5.1%	0.6%	-8.0%	-2.7%
Capital de trabajo neto*	2,732.7	2,915.8	4,031.2	2,783.9	1,183.3

* En miles de dólares

Fuente: Estados financieros auditados de UDISA.

10.3 Endeudamiento

Al cierre del primer semestre de 2020, la deuda financiera registró USD5.1 millones, incrementándose interanualmente en 31.0%, impulsado por el flujo de fondos proveniente de la titularización y por el incremento de préstamos de corto plazo (+98.1%).

El crecimiento mayor del patrimonio (+67.4%) frente a los pasivos totales (+34.8%), generó una reducción de los niveles de apalancamiento de la Entidad. La relación pasivo/patrimonio se ubicó en 1.9 veces desde 2.3 veces registrado un año atrás.

A junio de 2020, la deuda de corto plazo significó el 37.6% del total de deuda, el restante 62.4% corresponde a deuda de largo plazo. Antes de la titularización, la totalidad de la deuda financiera era de corto plazo, por lo que estratégicamente la Entidad obtuvo recursos en el mercado de valores, para lograr una mayor flexibilidad financiera, al sustituir deuda de corto plazo por largo plazo.

El indicador de deuda financiera bancaria sobre EBITDA reportó una mejoría al ubicarse en 5.6 veces, desde 9.6 veces observado en junio de 2019, influenciado por la mayor generación EBITDA, frente a la deuda contratada.

	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20	jun-20
Pasivo / Patrimonio (veces)	2.3	2.2	1.5	1.7	1.9
Endeudamiento de C.P. / patrimonio	1.1	0.9	0.8	1.0	1.1
Patrimonio / Activos	30.3%	31.0%	39.7%	37.0%	35.0%
Deuda financiera bancaria / EBITDA	9.6	8.2	8.4	6.3	5.6
Deuda / EBITDA	14.8	14.2	16.3	10.3	8.8
Activos / patrimonio	3.3	3.2	2.5	2.7	2.9

Fuente: Estados financieros auditados de UDISA.

10.4 Indicadores de cobertura y calidad crediticia

La utilidad operativa alcanzó USD456.2 mil, creciendo interanualmente en 125.5%; mientras que los gastos financieros crecieron en 67.2% anual. En ese sentido, la relación que mide el nivel de cobertura EBIT a intereses pagados fue de 2.4 veces, aumentando frente al 1.7 veces observado un año antes.

Los indicadores de cobertura han mostrado una mejora con el alargamiento en los plazos de deuda, debido a que cuenta con amortizaciones programadas de deuda, generando mayor flexibilidad financiera. Al cierre de junio de 2020, el indicador de deuda de corto plazo/EBITDA se ubicó en 5.3 veces, desde 6.9 veces un año antes.

UDISA: Indicadores de Coberturas					
	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20	jun-20
Deuda financiera bancaria/EBITDA	9.6	8.2	8.4	6.3	5.6
EBITDA / Gasto financiero	1.7	1.6	1.5	2.0	2.4
Cobertura EBIT/intereses	1.7	1.6	1.3	2.0	2.4
Deuda a corto plazo /EBITDA	6.9	5.6	8.8	6.2	5.3
Deuda largo plazo/EBITDA	7.9	8.7	7.5	4.1	3.6

Fuente: Estados financieros auditados de UDISA.

10.5 Rentabilidad

A junio de 2020, el EBITDA presentó un desplazamiento positivo de 125.5% anual, totalizando USD456.2 mil desde USD202.3 mil registrado en 2019. Lo anterior, implicó que el margen EBITDA se ubicara en 5.1% desde 3.0% de junio 2019. Los ingresos totales fueron de USD9.0 millones y crecieron interanualmente en 31.9%. El costo de venta absorbió el 80.5% de los ingresos totales, mientras que los gastos operativos representaron el 14.4%.

La utilidad neta acumuló un saldo de USD348.5 mil, desplazándose en 121.3% de forma anual. (junio 2019: USD157.5 mil). En este sentido, los indicadores de retorno sobre el patrimonio y el activo registraron una mejora con relación a lo observado un año antes, 20.0% (junio 2019: 12.5%) y 6.6% (junio 2019: 4.0%); respectivamente.

UDISA: Indicadores de Rentabilidad					
	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20	jun-20
ROA	4.0%	4.2%	21.2%	6.8%	6.6%
ROE	12.5%	13.4%	58.4%	19.3%	20.0%
Margen EBITDA	3.0%	3.0%	2.8%	4.5%	5.1%
EBIT/Ingresos totales	3.0%	3.0%	2.5%	4.5%	5.1%
EBIT/Activos promedio	5.1%	5.0%	3.7%	7.5%	8.7%
Margen neto	2.3%	2.5%	14.2%	4.1%	3.9%

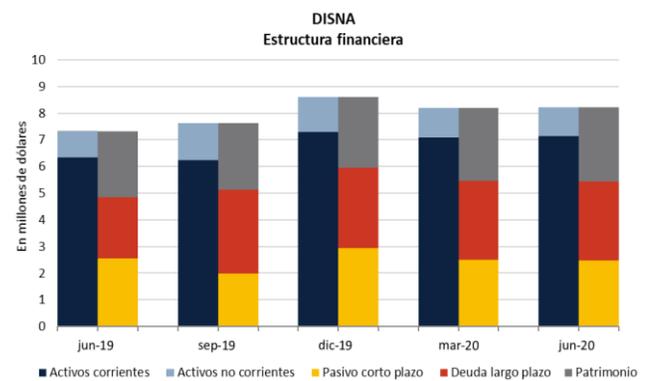
Fuente: Estados financieros auditados de UDISA.

11. DISNA, S.A.

11.1 Estructura financiera

Al cierre de junio 2020, los activos totales registraron un saldo de USD8.2 millones, mostrando un incremento interanual del 12.3% (junio 2019: -3.9%). Las cuentas por cobrar (38.3%); inventarios (26.3%); cuentas por cobrar a partes relacionadas (15.1%) e inversiones en asociadas (12.7%) continúan como las cuentas más influyentes dentro de los activos.

Los pasivos acumularon un monto de USD5.4 millones, desplazándose a una tasa positiva anual del 12.4%, principalmente por el incremento de las cuentas por pagar a proveedores y partes relacionadas. Dentro de las cuentas más relevantes destacan la titularización (34.5%) y cuentas por pagar (20.9%).



Fuente: Estados financieros auditados de DISNA.

El patrimonio acumuló un saldo por USD2.8 millones y mostró una expansión de 12.1% en términos de un año. El capital social pagado representó el 79.7%, las reservas de capital el 9.6% y las utilidades acumuladas el 8.3%. El comportamiento del patrimonio ha estado en función de la capacidad de generación interna de la Compañía y se ha favorecido de una política conservadora de no distribución de dividendos en los últimos años.

11.2 Liquidez y análisis de generación de flujos.

A junio de 2020, la cuenta de caja y banco registró un monto de USD143.5 mil, disminuyendo en 54.8% respecto a 2019. En ese sentido, el indicador que mide los niveles de efectivo a pasivos de corto plazo disminuyó a 5.8% desde 12.4% observado un año antes.

La cobertura de activos corrientes frente a pasivos circulantes se ubicó en 2.9 veces (junio 2019: 2.5 veces). El capital de trabajo fue de USD4.6 millones, mayor a USD3.8 millones registrado un año atrás. La liquidez medida a través del indicador de liquidez ácida, registró 2.0 veces frente al 1.6 veces observado en 2019.

DISNA: Liquidez y flujos del periodo					
	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20	jun-20
Activos corrientes / Pasivos corrientes	2.5	3.1	2.5	2.8	2.9
Liquidez ácida (x veces)	1.6	2.0	1.7	1.9	2.0
Efectivo / Pasivos corrientes	12.4%	5.2%	2.7%	-10.1%	5.8%
Capital de trabajo neto*	\$3,783	\$4,240	\$4,345	\$4,585	\$4,647

*En miles de dólares

Fuente: Estados financieros auditados de DISNA.

11.3 Endeudamiento

Los requerimientos de financiamiento de la Entidad han estado en función de las necesidades de capital de trabajo. Al cierre de junio de 2020, la deuda financiera registró USD3.0 millones, mostrando un incremento anual de 25.4%. Estratégicamente, la Entidad obtuvo recursos en el mercado de valores utilizando el vehículo de la titularización de flujos futuros, condición que le permitió una mayor flexibilidad financiera, al sustituir deuda de corto plazo por largo plazo. A junio de 2020, el 5.5% de la deuda financiera es de corto plazo y el 94.5% es de largo plazo.

El incremento general de la deuda (+12.4) frente al crecimiento del patrimonio (+12.1%) generó que el apalancamiento simple (pasivo/patrimonio) se ubicara en 2.0 veces desde 1.9 observado en junio 2019.

DISNA: Indicadores de endeudamiento					
	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20	jun-20
Pasivo / Patrimonio (veces)	1.9	2.1	2.2	2.0	2.0
Endeudamiento de C.P. / patrimonio	1.0	0.8	1.1	0.9	0.9
Patrimonio / Activos	33.9%	32.7%	30.9%	33.3%	33.9%
Deuda financiera bancaria / EBITDA	12.9	17.2	7.3	8.7	8.7
Deuda / EBITDA	25.8	28.9	13.4	15.7	15.5
Activos / patrimonio	2.9	3.1	3.2	3.0	3.0

Fuente: Estados financieros auditados de DISNA.

11.4 Indicadores de cobertura y calidad crediticia

Al cierre del periodo en análisis, los indicadores de cobertura mostraron una mejoría, debido a la generación EBITDA, la cual se expandió interanualmente en 86.6%. En ese sentido, el EBITDA, cubre el monto de intereses incurridos en 1.3 veces, mayor a lo observado en junio 2019 (1.1 veces). El indicador de deuda bancaria/EBITDA se situó en 8.7 veces, desde 12.9 veces de un año atrás. SCRiesgo estima que la entidad exhibe capacidad suficiente para cubrir con sus obligaciones financieras.

DISNA : indicadores de coberturas					
	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20	jun-20
Deuda financiera bancaria/EBITDA	12.9	17.2	7.3	8.7	8.7
EBITDA / Gasto financiero	1.1	1.0	2.2	1.4	1.3
Cobertura EBIT/intereses	1.1	1.0	2.0	1.4	1.3
Deuda a corto plazo / EBITDA	13.6	11.2	6.6	7.2	7.1
Deuda largo plazo/EBITDA	12.2	17.7	6.7	8.5	8.4

Fuente: Estados financieros auditados de DISNA.

11.5 Rentabilidad

Las ventas se expandieron interanualmente en 8.8% (junio 2019: +2.9%) y acumularon un saldo de USD9.9 millones. Por su parte, el costo de venta registró un saldo de USD7.7 millones, expandiéndose en 8.6% con relación a junio 2019. El costo de venta absorbió el 78.2% de los ingresos totales, mientras que los gastos operativos representaron el 20.1%.

El margen EBITDA se situó en 1.8%, mejorando con relación al 1.0% reportado en junio 2019. Por su parte, la utilidad neta acumuló un saldo de USD79.7 mil, creciendo respecto a lo registrado en 2019 (USD24.7 mil). Lo anterior generó que el retorno sobre el patrimonio (ROE) se ubicara en 6.0% mientras que el retorno sobre el activo (ROA) fuera de 2.0%, ambos mayores a lo registrado en junio 2019 (2.0% y 0.7% respectivamente).

DISNA: Indicadores de rentabilidad					
	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20	jun-20
ROA	0.7%	0.4%	2.5%	2.3%	2.0%
ROE	2.0%	1.1%	7.9%	6.7%	6.0%
Margen EBITDA	1.0%	1.0%	2.3%	1.8%	1.8%
EBIT/Ingresos totales	1.0%	1.0%	2.0%	1.8%	1.8%
EBIT/Activos promedio	2.5%	2.3%	4.8%	4.5%	4.4%
Margen neto	0.3%	0.2%	1.1%	0.9%	0.8%

Fuente: Estados financieros auditados de DISNA.

12. COBERTURA DE LA ESTRUCTURA

Los ingresos recibidos por medios 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 36.2 veces al cierre del primer semestre de 2020. SCRiesgo considera, que la industria de supermercados se ha caracterizado por ser más resiliente al ciclo económico en comparación a otros sectores, principalmente por la comercialización de productos alimenticios, que cuentan con una demanda más inelástica. Por lo tanto, no se advierten riesgos relevantes para los flujos cedidos al Fondo derivado de la crisis sanitaria por COVID-19.

Al cierre de junio 2020, 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 21.9 veces, reflejando coberturas bastante holgadas con relación a sus obligaciones con el Fondo.

Coberturas de cesión mensual	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20	jun-20
ICSD Promedio (flujo cedido)	37.9	29.6	36.8	35.6	36.2
ICSD promedio (Super Selectos)	20.0	16.3	21.0	20.2	21.9
ICSD Promedio (Walmart)	17.9	13.3	15.8	15.4	14.3
Cesión/flujo cedido	2.6%	3.4%	2.7%	2.8%	2.8%

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A

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

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

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

ANEXO 1

Distribuidora Zablah, S.A. de C.V

DIZASA					
Balance general (En dólares)	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20	jun-20
Activo Circulante	49,252,500	48,848,000	53,304,525	51,368,300	53,557,100
Activo No Circulante	9,796,500	9,694,900	9,346,423	9,015,100	9,282,600
Activo	59,049,000	58,542,900	62,650,948	60,383,400	62,839,700
Pasivo Circulante	30,277,100	24,140,800	26,536,015	25,174,500	26,892,500
Pasivo No Circulante	12,522,000	17,948,000	18,125,332	17,948,000	17,948,000
Pasivo	42,799,100	42,088,800	44,661,347	43,122,500	44,840,500
Patrimonio	16,249,900	16,454,100	17,989,601	17,260,900	17,999,200
Pasivo + Capital	59,049,000	58,542,900	62,650,948	60,383,400	62,839,700
DIZASA					
Estados de Resultado (En dólares)	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20	jun-20
Ventas netas	64,846,800	94,661,400	128,464,340	33,615,900	67,828,500
Costos y gastos	63,121,000	93,593,000	125,576,166	32,893,900	65,630,600
Utilidad operativa	1,725,800	1,068,400	2,888,174	722,000	2,197,900
Otros Gastos/Ingresos	-476,700	522,200	1,040,434	-283,300	-557,600
Utilidad antes de impuestos	1,249,100	1,590,600	3,928,608	438,700	1,640,300
Impuestos	374,800	477,200	723,202	136,700	457,600
Contribución especial para la seguridad	39,300	50,100	156,006	0	53,400
Utilidad Neta	747,600	952,000	3,049,400	271,300	1,014,500

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

UDISA					
Balance general (En dólares)	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20	jun-20
Activo Circulante	5,521,900	5,189,700	7,457,200	7,297,551	6,012,165
Activo No Circulante	3,066,100	3,229,600	3,089,517	4,620,370	6,414,821
Activo	8,588,000	8,419,300	10,546,717	11,917,921	12,426,985
Pasivo Circulante	2,789,200	2,273,900	3,426,015	4,513,604	4,828,903
Pasivo No Circulante	3,198,600	3,534,900	2,934,179	2,994,180	3,244,183
Pasivo	5,987,800	5,808,800	6,360,194	7,507,784	8,073,085
Patrimonio	2,600,200	2,610,500	4,186,523	4,410,137	4,353,800
Pasivo + Capital	8,588,000	8,419,300	10,546,717	11,917,921	12,426,885
UDISA					
Estados de Resultado (En dólares)	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20	jun-20
Ventas netas	6,802,700	10,105,200	13,764,210	4,087,550	8,973,900
Costos y gastos	6,600,400	9,799,000	13,424,215	3,905,548	8,517,700
Utilidad de Operación	202,300	306,200	339,995	182,002	456,200
Otros gastos/Ingresos	47,700	59,300	1,850,093	41,593	26,800
Utilidad antes de Impuestos	250,000	365,500	2,190,088	223,595	483,000
Reserva legal	17,500	0	0	0	0
Impuestos	75,000	109,700	241,137	56,689	134,500
Utilidad Neta	157,500	255,800	1,948,951	166,905	348,500

Distribuidora Nacional, S.A de C.V.

DISNA					
Balance general (En dólares)	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20	jun-20
Activo Circulante	6,336,700	6,223,500	7,289,422	7,089,092	7,124,840
Activo No Circulante	985,400	1,391,000	1,320,575	1,102,567	1,095,681
Activo	7,322,100	7,614,500	8,609,997	8,191,659	8,220,521
Pasivo Circulante	2,554,200	1,983,700	2,944,428	2,504,487	2,477,803
Pasivo No Circulante	2,282,500	3,137,200	3,003,028	2,957,462	2,957,462
Pasivo	4,836,700	5,120,900	5,947,456	5,461,949	5,435,265
Patrimonio	2,485,400	2,493,600	2,662,541	2,729,720	2,785,249
Pasivo + Capital	7,322,100	7,614,500	8,609,997	8,191,669	8,220,514

DISNA					
Estados de Resultado (En dólares)	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20	jun-20
Ventas netas	9,051,500	12,741,700	19,500,025	4,962,366	9,850,300
Costos y gastos	8,957,700	12,609,000	19,102,584	4,875,174	9,675,300
Utilidad de Operación	93,800	132,700	397,441	87,191	175,000
Otros gastos/Ingresos	-69,100	-99,800	-112,359	-20,021	-52,500
Utilidad antes de Impuestos	24,700	32,900	285,082	67,170	122,500
Reserva legal	0	2,300	0	4,702	8,600
Impuestos	0	9,200	80,066	18,740	34,200
Utilidad Neta	24,700	21,400	205,016	43,728	79,700

ANEXO 2

Concepto	Monto US\$	Interés	Tasa de interés	Fecha de colocación	Fecha de vencimiento	Plazo
Tramo 1	13,580,000.00	fija	7.4%	21/3/2019	22/3/2029	10 años
Tramo 2	3,650,000.00	fija	6.5%	21/3/2019	22/3/2024	5 años
Tramo 3	500,000.00	fija	7.4%	7/6/2019	22/3/2029	10 años
Tramo 4	7,270,000.00	fija	7.4%	17/9/2019	22/3/2029	10 años
Total Colocado	25,000,000.00					