

FONDO DE TITULARIZACIÓN RICORP TITULARIZADORA

SOCIEDADES DISTRIBUIDORAS CERO UNO – FTRTSD 01

Informe de mantenimiento de clasificación de riesgo

Sesión Ordinaria N.º 6042024 del 22 de abril de 2024.

Fecha de ratificación: 30 de abril de 2024.

Información financiera: auditada al 31 de diciembre 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 auditada al 31 de diciembre 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

“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.

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.

- 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 Zablah, S.A. de C.V. (DISZASA); Distribuidora Nacional, S.A de C.V. (DISNA) y

Unión Distribuidora Internacional S.A. de C.V. (UDISA) en adelante los Originadores.

Los originadores transfirieron al Fondo de forma irrevocable y a título oneroso, los derechos sobre los flujos financieros futuros provenientes de los pagos recibidos por las ventas efectuadas a Operadora del Sur, S.A. de C.V. y a Calleja, S.A. de C.V. a través de una Instrucción Irrevocable de Pago (IIP); de acuerdo con Contrato de Cesión de Derechos sobre Flujos Financieros Futuros. Los originadores giraron dichas Instrucciones a quienes efectúan la labor de pago de dichas ventas.

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

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

Valores de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01 - FRTSD 01.	
Emisor	Ricorp Titularizadora, S.A.
Originadores	DISZASA, DISNA y UDISA
Custodia-Depósito	Anotaciones electrónicas depositadas en los registros electrónicos de CEDEVAL, S.A. de C.V.
Monto colocado	USD25,000,000.0
Tramos	Tramo 1 por USD13,580,000.0 Tramo 2 por USD3,650,000.0 Tramo 3 por USD500,000.0 Tramo 4 por USD7,270,000.0
Plazo	Tramos 1, 3 y 4: 10 años. Tramo 2: 5 años.
Activos subyacentes	Derechos sobre flujos futuros derivados de los pagos a supermercados, principalmente Operadora del Sur, S.A. de C.V. y Calleja, S.A. de C.V. efectúa a los Originadores.

Protección y mejoradores crediticios	Exceso de flujos de efectivo derivado de la distribución y comercialización de productos de consumo masivo. Reserva de fondos equivalentes al pago de los cuatro próximos montos mensuales de flujos financieros futuros.
Pago intereses	Mensual
Destino de los fondos	Sustitución de deuda y capital de trabajo.
Saldo a diciembre de 2023	Tramo 1: USD13,158,288.5 Tramo 2: USD332,792.4 Tramo 3: USD484,473.1 Tramo 4: USD7,044,238.5 Total: USD21,019,792.4

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

4. CONTEXTO ECONÓMICO

4.1 Producción nacional

Para el año 2023, el Banco Central de Reserva reportó el crecimiento del PIB en 3.5% superior al 2.8% de 2022. La economía salvadoreña fue impulsada por el aumento en la actividad en los sectores de construcción (+17.9%), electricidad (+14.6%), actividades profesionales (+11.1%) y, financieras y seguros (+7.5%). 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.

En un contexto de elevada inflación y limitado espacio fiscal, el BCR estima el crecimiento económico entre el 3.0% y 3.5% para 2024; organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) contemplan un 3.0%, el Banco Mundial un 2.5% y 2.0% según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal).

4.2 Finanzas públicas

A nivel fiscal, los ingresos totales del Sector Público No Financiero (SPNF) aumentaron en 6.8% a diciembre de 2023, inferior al 10.9% reportado el año anterior. El 79.7% corresponden a los tributarios, los cuales incrementaron en 4.6%. El comportamiento estuvo influenciado, por la

dinámica presentada en el Impuesto sobre Renta (+3.4%) e Impuesto al Valor Agregado (+5.0%).

En relación con el gasto público del SPNF, este totalizó USD9,203.7 millones, un aumento del 9.3% superior a la mínima reducción del 0.02% reportada en diciembre de 2022 (USD8,423.1 millones). El gasto se concentra en un 84.2% en gasto corriente (+2.5%) y el 15.8% en gasto de capital. Históricamente, los egresos públicos han estado orientados a solventar las obligaciones inmediatas del Gobierno, principalmente en consumo (+9.0%) e intereses (-10.8%).

Resultado de la dinámica de ingresos y gastos, se registró ahorro primario del SPNF por USD643.0 millones y el déficit total en USD787.6 millones (diciembre 2022: -USD860.3 millones). Bajo las proyecciones actuales, representaría el 2.3% del PIB frente al 2.7% del año anterior. De los desembolsos ejecutados, USD1,330.5 millones corresponden a intereses de deuda (15.8% de los ingresos), y USD5,165.3 millones a gasto de consumo (61.4% de los ingresos).

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 (abril 2023) se trasladó a las obligaciones del nuevo Instituto Salvadoreño de Pensiones (ISP). En consecuencia, la deuda del SPNF sumó USD18,882.0 millones y percibió un aumento del 4.7% con relación a diciembre de 2022 (deuda sin pensiones: USD18,033.2 millones).

A diciembre de 2023, la deuda del SPNF representa el 55.5% del PIB, relativamente menor al reportando en diciembre de 2022 de 56.4% del PIB (sin pensiones) y del 75.8% considerando pensiones; favorecido por la dinámica de un mayor denominador y cambios contables realizados. Según la clasificación de la deuda, el 69.0% corresponde a las obligaciones de largo plazo, un 18.3% a mediano plazo y el 12.7% restante, las emisiones de LETES y CETES.

4.3 Comercio exterior

Durante el año 2023, las exportaciones registraron USD6,498.1 millones, una reducción del 8.7% en relación con 2022 (USD7,115.1 millones). Los sectores más impactados fueron las maquilas (-30.0%), el sector primario¹ (-13.5%) y comercio al por mayor y menor (-

¹ Compuesto por agricultura, ganadería, silvicultura y pesca.

48.8%). Los principales socios estratégicos comprenden a Estados Unidos con el 35.6% de las exportaciones, seguido de los pares centroamericanos (49.3%), México (3.4%) y Canadá (1.7%). Por su parte, las importaciones totales sumaron USD15,648.3 millones, una reducción del 8.5% en relación con 2022 (USD17,108.0 millones).

4.4 Inversión extranjera directa (IED)

Al tercer trimestre de 2023, los flujos de IED netos totalizaron USD486.8 millones, lo que implicó una posición superavitaria a lo observado en igual periodo del año anterior, donde se experimentó salidas de IED por USD47.8 millones. Este comportamiento está vinculado al aumento en la entrada de capitales en la industria manufacturera (USD137.8 millones); y en actividades específicas como transporte aéreo (USD111.5 millones), electricidad (USD79.8 millones) y comunicaciones (USD58.3 millones).

Panamá con USD137.7 millones, México con USD115.1 millones y España con USD106.6 millones, fueron los países con mayores aportes en la IED durante el periodo en mención.

4.5 Inflación

Durante el 2023, el país ha experimentado una desaceleración en la inflación, al puntuar en diciembre de 2023 un 1.2% desde el 7.3% del año anterior. Los segmentos de restaurantes y hoteles (+5.8%), bebidas alcohólicas y tabaco (+4.4%) y, alimentos y bebidas no alcohólicas (+4.0%) fueron los segmentos de mayor incremento.

A nivel de producción, el Índice de Precios al Productor (IPP) se observa una tendencia similar, al elevarse 1.8% a diciembre 2023 inferior al 4.9% del año anterior.

4.6 Remesas familiares

A diciembre de 2023, las remesas familiares totalizaron USD8,181.8 millones, un aumento del 4.6%, superior al 3.1% registrado en 2022. Históricamente, las remesas han constituido una base importante para satisfacer la demanda interna y potenciar consumo de los hogares, representando el 24.1% del PIB proyectado de 2023 (2022: 24.4% del PIB). En promedio el 42.2% del total corresponden a operaciones de hasta USD499.9, y un 20.2% entre USD500 y USD999.9. Del total, el 93.0% provienen de envíos desde Estados Unidos, seguido de Canadá (1.0%), España (0.6%), Italia (0.6%) 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 Millenniun Plaza ii) Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora Torre Sole Blû Uno; iii) Fondo de Titularización Inmuebles Ricorp Titularizadora Plaza Mundo Apopa y iv), Fondo de Titularización Inmuebles Ricorp Titularizadora Montreal Uno. La Titularizadora cuenta con un equipo humano de gran experiencia en el sector inmobiliario.

Ricorp Titularizadora cuenta con una estructura orgánica que en nuestra opinión está acorde a sus funciones y responsabilidades. La Junta General de Accionistas es la máxima autoridad y delega en la Junta Directiva la administración, toma de decisiones y ejecución del plan estratégico. La Junta Directiva nombra al director ejecutivo, quien responde por el funcionamiento de sus diferentes gerencias. La Titularizadora cuenta con una oficialía de cumplimiento, unidad de riesgos y auditoría interna en estricto apego a la normativa local.

La Junta Directiva está integrada por siete miembros titulares, con igual número de suplentes. A la fecha, la regulación local no exige el nombramiento de miembros independientes. Debido a su naturaleza regulada y supervisada por la SSF, las políticas de gobernanza corporativa están bien definidas y autorizadas por la alta administración. Las políticas de gobierno corporativo han sido continuamente actualizadas y están acompañadas por políticas de ética y conducta, de manera que el perfil de

Página 4 de 19

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

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. Perteneció a un grupo de amplia trayectoria y experiencia en el mercado financiero y de valores local.

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

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

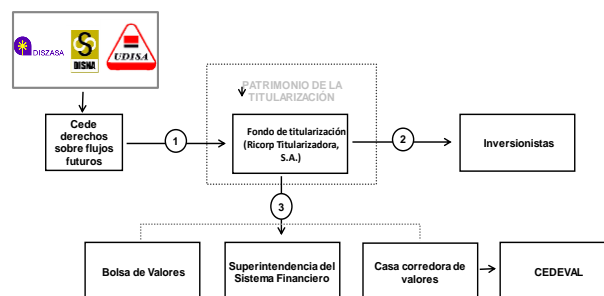
La Titularizadora cuenta con un plan estratégico dirigido al fortalecimiento integral, con el propósito de crear alternativas innovadoras de titularizaciones, consolidación de sus diferentes líneas de negocios y fortalecer alianzas estratégicas.

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

6. CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

6.1 Proceso de titularización

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



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

6.2 Componentes de la estructura

Estructurador: Ricorp Titularizadora, S.A.

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

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

Patrimonio del Fondo: independiente del patrimonio del Originador.

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

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

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

Instrucción irrevocable de pago: los Originadores se obligaron a transferir a las Cuentas Colectoras los flujos

Página 5 de 19

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

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.

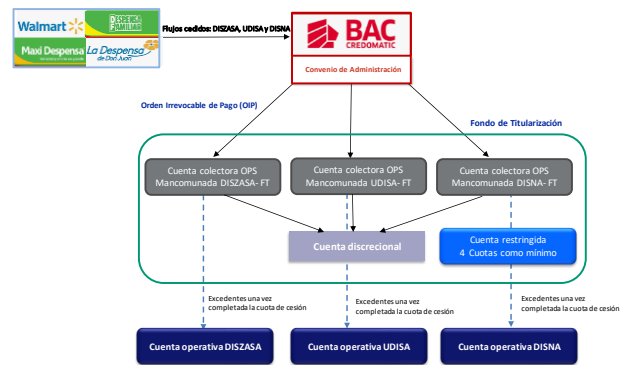
Activo subyacente. son los derechos sobre los flujos futuros derivados de los pagos que los supermercados realizan, en principio serán Calleja, S.A. de C.V y Operadora del Sur, S.A.

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

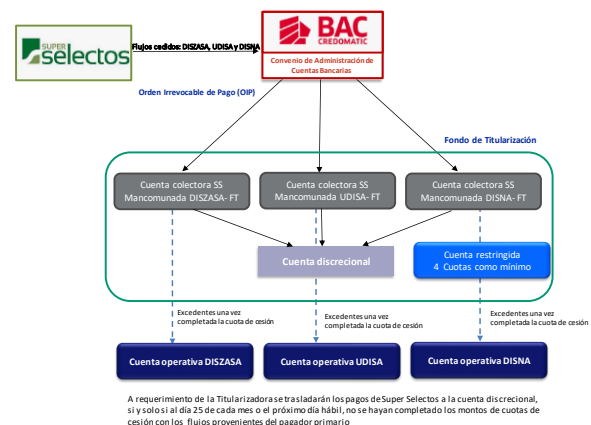
El pagador principal es Operadora del Sur, S.A. de C.V. a través de sus líneas de supermercados, revistiendo importancia, Walmart. Dichos flujos se concentran en las cuentas colectoras a través de sendas Órdenes Irrevocables de Pago (OIP). Cabe señalar, que solo por instrucción y requerimiento de la 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 principal: Captura de Flujo



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

Pagador de respaldo: Captura de Flujo



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

6.4 Mejoras Crediticias

- Los fondos mantenidos en la cuenta restringida serán en un monto equivalente al pago de las próximas cuatro cuotas de cesión, siendo inicialmente por el monto de USD1,080,000.00.
- Exceso de flujo derivado de otras cuentas por cobrar a otros clientes.
- En caso de incumplimiento existe compromiso de fiador solidario entre cada uno de los originadores en los mismos términos y condiciones pactadas.

6.5 Condiciones especiales

- Mantener válidas y vigentes las Instrucciones Irrevocables de Pago por cada Originador mientras no se haya liquidado el capital e intereses de la emisión de Valores de Titularización VTRTSD 01.
- No promover acción alguna u omisión que provoque la caducidad anticipada o terminación de las relaciones con Operadora del Sur, S.A. de C.V o con Calleja, S.A. de C.V.
- Dar cumplimiento a la regulación para la prevención del lavado de dinero y activos y del financiamiento al terrorismo.

6.6 Ratios de cumplimiento

Deuda bancaria entre patrimonio: esta relación financiera deberá ser menor o igual a 1.75 veces y deberá cumplirse semestralmente en los meses de junio y diciembre.

Deuda bancaria entre EBITDA: esta relación financiera deberá de ser menor o igual a 7.75 veces y deberá cumplirse semestralmente en los meses de junio y diciembre. En el caso de DISNA, este ratio deberá ser menor o igual a 9 veces.

Revisión de cumplimiento de las razones financieras: El auditor externo de cada Originador será el encargado de certificar el cumplimiento de las razones financieras antes descritas. Únicamente la certificación correspondiente al treinta y uno de diciembre deberá emitirse con los estados financieros anuales auditados y remitirse a Ricorp Titularizadora, S.A. a más tardar al último día hábil de abril de todos los años comprendidos dentro del plazo de la cesión. La certificación al treinta de junio deberá remitirse a Ricorp Titularizadora, S.A. a más tardar el día quince de julio o el próximo día hábil de todos los años comprendido dentro del plazo de la cesión. A diciembre de 2023, de acuerdo con información proporcionada por los auditores

externos, las sociedades cedentes cumplieron 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 el 72.9% 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, contando 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 más de 1000 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 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.

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 19.1% de los flujos destinados al Fondo de titularización para los pagos del servicio de la deuda.

Con más de 100 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 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.

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 7.9% 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 más de 70 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 2023 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.

El *Bitcoin*, es una alternativa de bajo uso en el mercado. 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.

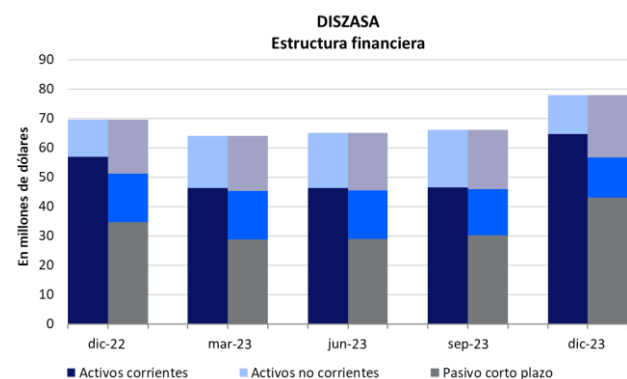
8.1 DISZASA

8.1.1. Estructura financiera

A diciembre de 2023, los activos sumaron USD78.0 millones y experimentaron un aumento del 12.0%. Este comportamiento se atribuye al crecimiento en los inventarios y cuentas por cobrar, que representaron el 35.7% y el 28.7% de la estructura financiera respectivamente, seguidos de las inversiones accionarias en subsidiarias, asociadas y otras empresas privadas, que concentraron el 10.5%.

El pasivo total incrementó un 10.7%, explicado por el aumento en las cuentas por pagar comerciales en 5.9%. La entidad cuenta con líneas de crédito rotativas con 4 bancos del sistema financiero, lo que le permite satisfacer oportunamente pedidos anticipados y necesidades de capital de trabajo. Por su parte, cuenta con recursos provenientes de un fondo de titularización por USD16.1 millones, lo que le proporciona flexibilidad financiera en términos de plazos y costos financieros. La estructura del pasivo se compone principalmente por proveedores (45.8%) y titularización (28.4%).

El patrimonio registró USD21.2 millones y exhibió un crecimiento de 15.7%, 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, el capital social representa el 51.3%, las ganancias acumuladas el 20.7%, las ganancias del ejercicio el 17.7% y las reservas de capital el 10.3%.



Fuente: Estados financieros de DISZASA.

8.1.2. Liquidez

La Organización ha gestionado adecuadamente sus recursos corrientes sin presionar de manera significativa las posiciones de liquidez. El activo corriente totalizó USD64.6 millones a diciembre de 2023 y presentó una cobertura sobre las obligaciones corrientes de 1.5 veces, la cual se mantuvo estable en el período de análisis. Por su parte, el indicador de liquidez ácida registró 0.9 veces.

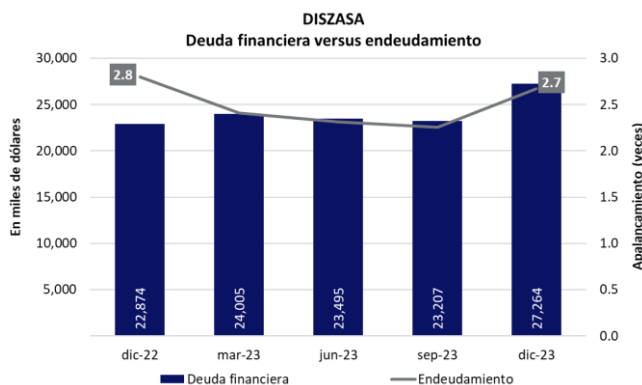
Las disponibilidades en caja y bancos acumularon USD333.8 miles, equivalente al 0.4% de los activos totales, y proporcionaron una cobertura del 0.8% sobre los pasivos corrientes. El capital de trabajo neto se redujo en 3.1%, explicado por el incremento en la cuenta de proveedores, lo que resultó en una reducción del margen de maniobra disponible para la empresa.

DISZASA: Indicadores de liquidez					
	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
Razón circulante	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
Prueba ácida	0.9	0.8	0.9	0.8	0.9
Proporción del capital de trabajo	39.0%	37.9%	37.4%	35.1%	33.3%
Efectivo / Pasivos corrientes	2.3%	3.1%	3.8%	2.1%	0.8%

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

8.1.3. Endeudamiento

En diciembre de 2023, la deuda financiera aumentó en 19.2% en comparación con el mismo período del año anterior, alcanzando un total de USD27.3 millones. Esto fue el resultado del incremento en el saldo de los sobregiros bancarios en 172.9% y préstamos bancarios corrientes en 100.4%, al tiempo que se realizaron pagos de amortizaciones a favor del fondo de titularización. El 59.1% de la deuda financiera proviene de la titularización de flujos futuros, mientras que el 40.9% restante son préstamos bancarios a corto plazo para capital de trabajo.



Fuente: Estados financieros de DISZASA.

El ratio de endeudamiento (pasivo / patrimonio) fue de 2.7 veces en diciembre de 2023, presentando un comportamiento estable en el transcurso de un año. 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	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
Razón de deuda	73.7%	70.7%	69.8%	69.3%	72.8%
Endeudamiento	2.8	2.4	2.3	2.3	2.7
Cobertura de intereses	3.0	5.6	4.7	4.3	3.3
Apalancamiento	3.8	3.4	3.3	3.3	3.7
Gasto financiero/Pasivo con costo	7.7%	5.9%	6.1%	6.1%	7.7%

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

8.1.4. Indicadores de cobertura y calidad crediticia

Al cierre de 2023, el indicador de endeudamiento financiero sobre EBITDA registró 4.0 veces, generado por el incremento anual del EBITDA en 16.7%, resultado que tiene como consecuencia una adecuada cobertura del EBITDA sobre intereses pagados, el cual registró un valor de 3.6 veces en diciembre de 2023, y se compara favorablemente con el reportado en el mismo período del año anterior (3.3 veces).

DISZASA: Indicadores de cobertura					
	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
EBITDA / Gasto financiero	3.3	5.9	5.0	4.6	3.6
EBITDA / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.7	1.0	0.9	0.8	0.6
EBITDA+ efectivo y valores de CP / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.9	1.2	1.0	1.0	0.6
Deuda financiera/EBITDA	3.9	2.9	3.3	3.5	4.0
Deuda financiera/Patrimonio	1.2	1.3	1.2	1.1	1.3

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

8.1.5 Indicadores de actividad

Los indicadores de actividad se mantienen estables en el período de análisis. El período promedio de cobro se ubicó en 42.1 días. Esto es un indicativo de una sólida relación con los clientes, así como políticas efectivas de crédito y cobranza.

Los inventarios acumularon USD27.8 millones y crecieron 4.4% con respecto a diciembre 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 5.0 veces, indicador que permaneció estable en el lapso de un año, mientras que el período medio de inventarios se ubicó en 71.4 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 USD26.0 millones, conformándose por el 58.7% de proveedores del exterior y 41.3% por proveedores locales. En diciembre de 2023, el período promedio de pago a proveedores fue de 66.3 días, lo que representó una mejora con respecto a lo observado en diciembre de 2022, que fue de 61.5 días, indicando una mejora en el tiempo de financiación de las compras

La ampliación del período medio de pago es el principal factor que ha contribuido a la mejora en la gestión del capital de trabajo, lo cual se refleja en una disminución del ciclo de conversión del efectivo de 49.4 días a 47.2 días en el lapso de un año, lo que señala una mayor eficiencia en la generación de flujos de efectivo provenientes de las operaciones centrales de la empresa.

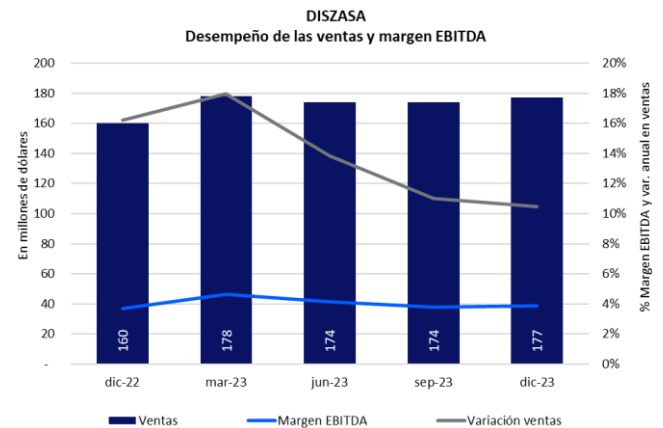
DISZASA: Indicadores de actividad					
	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
Rotación de inventario	5.1	6.6	6.5	6.3	5.0
Rotación Gtos. Admón.	16.4	210.9	53.6	24.2	16.2
Utilidad operativa/ gtos. Admón	1.3	1.7	1.5	1.3	1.4
Periodo medio de inventario	69.9	54.4	55.8	57.5	71.4
Rotación de CxC	8.8	10.1	9.4	9.7	8.6
Periodo medio cobro	41.0	35.7	38.4	37.3	42.1
Rotación de CxP	5.8	8.2	8.0	7.6	5.4
Periodo medio de pago	61.5	44.1	45.2	47.3	66.3
Ciclo de conversión del efectivo	49.4	46.0	49.0	47.5	47.2

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

8.1.6. Rentabilidad

A diciembre de 2023, DISZASA obtuvo ingresos por un total de USD177.1 millones, superior en 10.5% a lo registrado doce meses atrás. Dicho comportamiento está asociado a la mayor actividad económica combinado con los efectos inflacionarios en los productos de consumo masivo.

Los costos de venta crecieron 9.9%, y consumieron el 77.6% de los ingresos totales, menor a la participación de diciembre de 2023 (77.9%). El cambio obedece al incremento de los fletes para el transporte de mercancías.



Fuente: Estados financieros de DISZASA.

Los gastos operativos representaron el 18.8% de los ingresos totales y aumentaron en 11.0% de forma anual, vinculado principalmente a un mayor gasto de publicidad y fletes para el reparto de mercadería. 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 USD6.9 millones, luego de un incremento de 16.7% y una participación respecto a los ingresos de 3.9%.

DISZASA: Indicadores de rentabilidad					
	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
ROA operativo	8.1%	12.7%	10.8%	9.5%	8.7%
ROA	4.7%	7.7%	6.6%	5.6%	5.1%
ROE	18.4%	27.0%	22.5%	19.0%	19.0%
Efecto del apalancamiento	1.1%	4.5%	3.3%	2.5%	1.5%
Margen bruto	22.1%	21.9%	22.4%	21.9%	22.4%
Margen operativo	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Margen neto	1.9%	2.6%	2.4%	2.1%	2.1%

Fuente: Estados financieros de DISZASA.

La utilidad neta ascendió a USD3.8 millones, 21.4% más que lo acumulado a diciembre de 2022. Los indicadores de rentabilidad ROA y ROE se ubicaron en 5.1% y 19.0%, respectivamente; y comparan favorablemente con los observados doce meses atrás (junio de 2022: ROA: 4.7% y ROE: 18.4%). La rentabilidad continuará determinada por las fluctuaciones en los precios internacionales, repercusiones de los indicadores macroeconómicos y cambios en las preferencias de los consumidores.

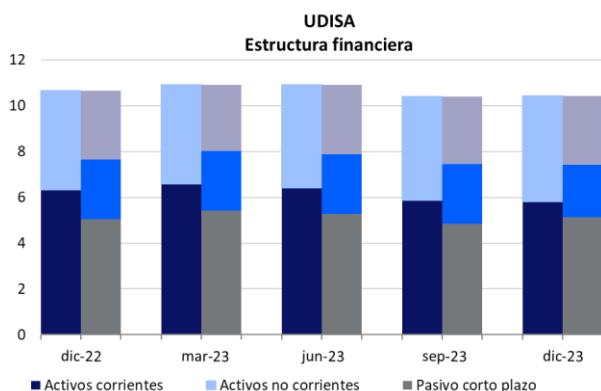
8.2. UDISA

8.2.1 Estructura financiera

A diciembre de 2023, los activos alcanzaron USD10.4 millones, luego de un decremento del 2.0%, explicado por la reducción en los inventarios en 23.7%. A pesar de los desafíos en las cadenas de suministro, la entidad logró mantener un stock suficiente, lo que le posibilita cumplir con los requerimientos de las principales cadenas de supermercados a nivel nacional.

Las obligaciones totalizaron USD7.4 millones, y exhibieron una variación negativa de 3.1%. Entre las cuentas más significativas se destacan los recursos obtenidos mediante la titularización, que representaron el 34.0% del total, seguido de los préstamos bancarios de corto plazo (22.8%), cuentas por pagar comerciales (15.4%) y cuentas pendientes con partes relacionadas (13.7%).

En diciembre de 2023 el patrimonio ascendió a USD3.0 millones y presentó una variación positiva de 0.9%. El bajo crecimiento se atribuye a la distribución de dividendos por un total de USD402.7 miles, aprobada durante la asamblea general de accionistas en agosto de 2023. El capital social pagado significó el 61.2%, las utilidades del ejercicio (15.0%), las reservas de capital (12.2%) y las utilidades acumuladas (11.6%).



Fuente: Estados financieros de UDISA.

8.2.2 Liquidez

Las disponibilidades en efectivo se han mantenido estrechas, debido a la previsibilidad de los pagos y la facilidad de crédito con empresas relacionadas. A diciembre de 2023, las cuentas de caja y bancos registraron un saldo de USD79.9 miles. Tanto la relación circulante, como la

liquidez ácida permanecen estables en el período de análisis, ubicándose en 1.1 y 0.8 veces en su orden. El capital de trabajo neto registró USD691.8 miles y experimentó una disminución de 46.2% respecto a diciembre de 2022.

UDISA: Indicadores de liquidez					
	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
Razón circulante	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
Prueba ácida	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
Proporción del capital de trabajo	20.3%	17.7%	17.7%	17.6%	11.9%
Efectivo / Pasivos corrientes	0.1%	1.9%	4.9%	7.3%	1.6%

Fuente: Estados financieros de UDISA.

8.2.3 Endeudamiento

Al finalizar el segundo semestre de 2023, la deuda financiera se redujo a USD4.2 millones, mostrando una disminución anual del 12.7%, ocasionada por una menor demanda de préstamos para capital de trabajo, especialmente en líneas rotativas con Banco Davivienda y Banco Promerica. Estos recursos se emplean principalmente para cubrir pagos a proveedores.

El indicador de pasivo versus patrimonio (endeudamiento) se ubicó en 2.5 veces, similar valor que el registrado en diciembre de 2022. La cobertura de la utilidad operativa sobre el servicio de la deuda presenta una tendencia al alza registrando 2.1 veces, superior al observado doce meses atrás (1.6 veces).

UDISA: Indicadores de endeudamiento					
UDISA	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
Razón de deuda	71.9%	73.6%	72.3%	71.5%	71.1%
Endeudamiento	2.6	2.8	2.6	2.5	2.5
Cobertura de intereses	1.6	2.0	2.5	2.6	2.1
Apalancamiento	3.6	3.8	3.6	3.5	3.5
Gasto financiero/Pasivo con costo	8.0%	9.0%	8.2%	7.1%	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 diciembre de 2022, la relación fue de 1.6 veces y mejoró a 2.1 veces en diciembre de 2023. Esto significa que, por cada dólar pagado en intereses de deuda, la compañía genera USD2.1 en ingresos operativos antes de impuestos e intereses.

Por su parte, el indicador de deuda financiera sobre EBITDA reportó mejoras al ubicarse en 5.4 veces en diciembre de

2023, desde 8.3 veces observado doce meses atrás, propiciado por la disminución 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					
	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
EBITDA / Gasto financiero	1.6	2.0	2.5	2.6	2.1
EBITDA / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.3	0.4	0.5	0.4	0.3
EBITDA+ efectivo y valores de CP / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.3	0.4	0.5	0.6	0.3
Deuda financiera/EBITDA	8.3	5.8	5.0	5.0	5.4
Deuda financiera/Patrimonio	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4

Fuente: Estados financieros de UDISA.

8.2.5 Rentabilidad

A diciembre de 2023, el EBITDA presentó un desplazamiento positivo de 34.6%, acumulando USD783.4 miles, mientras que las ventas incrementaron a razón de 7.8%, generando un flujo de USD17.9 millones. Lo anterior, implicó que el margen EBITDA incrementara de 3.5% a 4.4%. 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.

UDISA: Indicadores de rentabilidad					
	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
ROA	3.3%	4.2%	4.7%	4.6%	4.3%
ROE	11.9%	15.7%	17.2%	16.8%	15.1%
Efecto del apalancamiento	-1.5%	-0.7%	0.4%	0.5%	-0.6%
Margen bruto	19.9%	19.8%	20.0%	19.9%	19.9%
Margen operativo	3.5%	4.1%	4.7%	4.6%	4.4%
Margen neto	2.0%	2.4%	2.8%	2.7%	2.5%
Margen EBITDA	3.5%	4.1%	4.7%	4.6%	4.4%

Fuente: Estados financieros de UDISA.

A pesar del incremento en los costos de venta (+7.8%) a raíz del encarecimiento del precio de los combustibles y fletes, la utilidad neta exhibió un crecimiento de 34.8%, sumando USD453.9 miles, permitiendo obtener buenos rendimientos. Los indicadores de retorno sobre el patrimonio y el activo reportan mejoras al ubicarse en 4.3% y 15.1%, respectivamente, frente a lo observado en diciembre de 2022 (3.3% y 11.9% respectivamente).

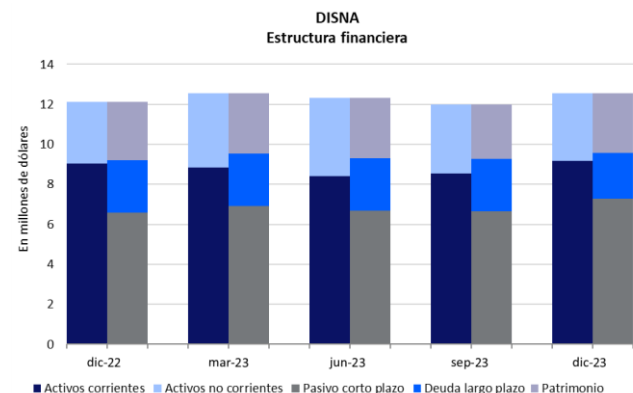
8.3. DISNA, S.A.

8.3.1 Estructura financiera

Los activos totales contabilizaron un saldo de USD12.5 millones, exhibiendo una variación anual de 3.3%, comportamiento que se asocia con el aumento en cuentas por cobrar (+10.9%) e inversiones en asociadas (+9.8%), pero parcialmente contrarrestado por la disminución en inventarios (-12.8%).

Los pasivos acumularon un monto de USD9.6 millones, desplazándose a una tasa anual de 4.2%, determinado por el incremento de aumento de las cuentas por pagar comerciales y a partes relacionadas. Dentro de las cuentas más relevantes destacan las cuentas por pagar a proveedores (25.3%) y préstamos bancarios a corto plazo (23.9%).

A diciembre de 2023 el patrimonio exhibió un incremento de 0.6%, acumulando un saldo de USD3.0 millones. El capital social pagado representó el 74.9% del patrimonio, reservas de capital (11.9%) y las utilidades acumuladas (13.1%). 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

Las disponibilidades en caja y bancos registraron un saldo positivo de USD625.4 mil, con un incremento de 96.4% respecto a diciembre de 2022. Los indicadores de liquidez se mantuvieron estables, conforme a la política interna de la compañía. La razón circulante y el indicador de liquidez ácida se ubicaron en 1.3 y 0.8 veces respectivamente. No obstante, se observa una reducción en la proporción del

capital de trabajo de 27.3% a 20.6%, derivado de la disminución de inventarios e incremento significativo en las cuentas por pagar a proveedores y partes relacionadas.

DISNA: Indicadores de liquidez					
	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
Razón circulante	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
Prueba ácida	0.8	0.7	0.6	0.7	0.8
Proporción del capital de trabajo	27.3%	21.5%	20.5%	21.9%	20.6%
Efectivo / Pasivos corrientes	4.8%	2.6%	1.9%	2.8%	8.6%

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 e inventario para satisfacer la demanda del mercado. La deuda financiera registró USD4.8 millones, denotando una contracción interanual de 4.8%. El indicador de endeudamiento (pasivo/patrimonio) se ubicó en 3.2 veces mientras que la cobertura de intereses registró 2.3 veces.

DISNA: Indicadores de endeudamiento					
DISNA	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
Razón de deuda	75.8%	75.8%	75.4%	77.3%	76.4%
Endeudamiento	3.1	3.1	3.1	3.4	3.2
Cobertura de intereses	2.0	1.8	1.3	1.4	2.3
Apalancamiento	4.1	4.1	4.1	4.4	4.2
Gasto financiero/Pasivo con costo	8.1%	7.7%	7.4%	7.6%	7.8%

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 en 16.2%, al tiempo que los gastos financieros se redujeron en 0.5%. En este sentido, el EBITDA, cubre el monto de intereses incurridos en 2.3 veces, mayor al observado en diciembre de 2022. El indicador de deuda financiera/EBITDA se situó en 5.3 veces, desde 6.5 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					
	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
EBITDA / Gasto financiero	2.0	1.8	1.3	1.4	2.3
EBITDA / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
EBITDA+ efectivo y valores de CP / Gasto financiero+ Deuda financiera CP	0.4	0.3	0.2	0.3	0.5
Deuda financiera/EBITDA	6.5	6.8	9.6	8.9	5.3
Deuda financiera/Patrimonio	1.7	1.6	1.6	1.8	1.6

Fuente: Estados financieros de DISNA.

8.3.5 Rentabilidad

Las ventas se expandieron interanualmente en 10.8% y acumularon un flujo de USD26.0 millones. Por su parte, el costo de venta registró un monto de USD20.2 millones, con un incremento anual de 10.5%. El costo de venta absorbió el 77.7% de los ingresos totales, mientras que los gastos operativos representaron el 18.9%.

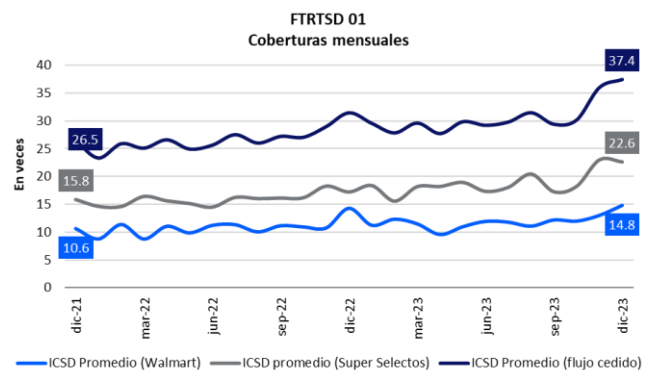
El margen EBITDA se situó en 3.5%. Por su parte, la utilidad neta registró un flujo de USD418.6 mil, creciendo a una tasa de 14.6% respecto a diciembre de 2022. Esto generó que el retorno sobre el patrimonio (ROE) se ubicara en 14.2% desde 12.7%, mientras que el retorno sobre activo (ROA) se desplazó desde 3.1% a 3.4% en el lapso de un año.

DISNA: Indicadores de rentabilidad					
	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
ROA	3.1%	2.8%	1.3%	1.3%	3.4%
ROE	12.7%	11.2%	5.3%	5.7%	14.2%
Efecto del apalancamiento	-1.3%	-1.7%	-3.0%	-2.8%	-0.7%
Margen bruto	22.1%	21.7%	21.8%	21.8%	22.3%
Margen operativo	3.2%	2.9%	2.1%	2.3%	3.4%
Margen neto	1.6%	1.3%	0.7%	0.7%	1.6%
Margen EBITDA	3.3%	2.9%	2.1%	2.3%	3.5%

Fuente: Estados financieros de DISNA.

9. COBERTURA DE LA ESTRUCTURA

La cobertura de cesión presenta una notable tendencia al alza 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 37.4 veces a diciembre de 2023, mayor al registrado en diciembre de 2021 (26.5 veces).



Fuente: Ricorp Titularizadora.

Coberturas de cesión de las sociedades cedentes					
	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
ICSD Promedio (flujo cedido)	31.5	29.6	29.2	29.4	37.4
ICSD promedio (Super Selectos)	17.2	18.2	17.3	17.2	22.6
ICSD Promedio (Walmart)	14.3	11.5	11.9	12.2	14.8
Cesión/flujo cedido	3.2%	3.4%	3.4%	3.4%	2.7%

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A

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 diciembre de 2023, el índice de cobertura sobre el servicio de la deuda del principal colector (Operadora del Sur, S.A. de C.V.) fue de 14.8 veces mientras que la del segundo colector (Calleja, S.A. de C.V.) se ubicó en 22.6 veces, reflejando coberturas holgadas sobre la cuota de cesión.

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	sep-23	dic-23
Activo Circulante	41,492,100	44,317,800	57,006,044	46,340,700	46,320,300	46,464,200	64,630,960
Activo No Circulante	17,694,400	18,426,900	12,645,960	17,710,000	18,818,700	19,712,800	13,377,235
Activo	59,186,500	62,744,700	69,652,004	64,050,700	65,139,000	66,177,000	78,008,195
Pasivo Circulante	24,962,500	27,689,520	34,789,857	28,759,120	28,977,820	30,135,120	43,102,209
Pasivo No Circulante	17,448,300	17,448,300	16,514,084	16,509,000	16,509,000	15,726,400	13,673,450
Pasivo	42,410,800	45,137,820	51,303,941	45,268,120	45,486,820	45,861,520	56,775,659
Patrimonio	16,775,700	17,606,880	18,348,063	18,782,580	19,652,180	20,315,480	21,232,536
Pasivo + Capital	59,186,500	62,744,700	69,652,004	64,050,700	65,139,000	66,177,000	78,008,195
Estados de Resultado (En dólares)	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
Ventas netas	76,417,900	117,622,200	160,287,208	44,539,900	86,980,300	130,593,500	177,050,459
Costos y gastos	73,973,000	113,721,200	154,942,213	42,596,400	83,617,500	126,019,900	170,631,794
Utilidad operativa	2,444,900	3,901,000	5,344,995	1,943,500	3,362,800	4,573,600	6,418,665
Otros Gastos/Ingresos	-457,200	-726,300	-968,819	-264,600	-441,300	-704,900	-1,031,000
Utilidad antes de impuestos	1,987,700	3,174,700	4,376,176	1,678,900	2,921,500	3,868,700	5,387,664
Reserva legal	0	0	0	0	0	0	0
Impuestos	597,900	954,000	1,276,020	503,700	876,500	1,160,600	1,624,192
Contribución a la seguridad ciudadana	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad Neta	1,389,800	2,220,700	3,100,156	1,175,200	2,045,000	2,708,100	3,763,472

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

Balance general (En dólares)	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
Activo Circulante	5,494,461	6,247,790	6,338,733	6,591,311	6,428,791	5,872,939	5,826,431
Activo No Circulante	4,683,895	4,873,774	4,309,524	4,320,167	4,487,221	4,528,453	4,610,193
Activo	10,178,356	11,121,565	10,648,257	10,911,478	10,916,013	10,401,392	10,436,624
Pasivo Circulante	4,457,097	5,370,549	5,051,736	5,425,305	5,289,370	4,837,402	5,134,654
Pasivo No Circulante	2,926,938	2,849,552	2,601,866	2,601,867	2,601,867	2,601,867	2,281,753
Pasivo	7,384,034	8,220,102	7,653,602	8,027,172	7,891,237	7,439,269	7,416,407
Patrimonio	2,794,321	2,901,463	2,994,655	2,884,306	3,024,776	2,962,123	3,020,217
Pasivo + Capital	10,178,356	11,121,565	10,648,256	10,911,478	10,916,013	10,401,392	10,436,624
Estados de Resultado (En dólares)	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
Ventas netas	8,009,896	12,392,895	16,619,408	4,477,832	9,003,676	13,584,180	17,909,354
Costos y gastos	7,738,914	11,932,289	16,037,328	4,294,481	8,583,506	12,955,373	17,125,979
Utilidad operativa	270,982	460,606	582,080	183,350	420,171	628,807	783,375
Otros Gastos/Ingresos	-457,200	-726,300	-968,819	-264,600	-441,300	-704,900	-1,031,000
Utilidad antes de impuestos	195,011	348,024	457,288	156,649	351,937	511,506	623,296
Reserva legal	0	0	0	0	0	0	0
Impuestos	58,503	104,407	120,480	46,995	101,815	141,327	169,403
Contribución a la seguridad ciudadana	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad Neta	136,507	243,616	336,808	109,654	250,122	370,179	453,893

Distribuidora Nacional, S.A de C.V.

Balance general (En dólares)	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
Activo Circulante	7,519,668	8,117,998	9,036,231	8,823,546	8,416,266	8,525,036	9,167,382
Activo No Circulante	3,955,703	4,203,431	3,103,652	3,737,773	3,905,105	3,455,825	3,377,779
Activo	11,475,371	12,321,430	12,139,883	12,561,319	12,321,372	11,980,861	12,545,161
Pasivo Circulante	5,661,367	6,497,219	6,571,311	6,927,011	6,691,135	6,658,725	7,279,760
Pasivo No Circulante	2,916,898	2,839,513	2,624,674	2,599,209	2,599,209	2,599,209	2,304,432
Pasivo	8,578,264	9,336,732	9,195,985	9,526,220	9,290,344	9,257,933	9,584,192
Patrimonio	2,897,106	2,984,698	2,943,898	3,035,099	3,031,028	2,722,928	2,960,969
Pasivo + Capital	11,475,371	12,321,430	12,139,883	12,561,319	12,321,372	11,980,861	12,545,161
Estados de Resultado (En dólares)	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
Ventas netas	10,498,922	16,180,980	23,420,206	6,154,192	11,871,383	18,060,222	25,956,467
Costos y gastos	10,277,093	15,735,774	22,663,468	5,975,011	11,618,560	17,653,606	25,075,918
Utilidad operativa	221,830	445,206	756,738	179,181	252,823	406,616	880,549
Otros Gastos/Ingresos	-115,989	-187,207	-248,715	-59,130	-138,417	-226,128	-300,969
Utilidad antes de impuestos	105,841	257,999	508,023	120,052	114,406	180,488	579,580
Reserva legal	7,409	18,060	10,668	8,404	8,008	12,634	12,171
Impuestos	29,530	71,982	132,138	28,850	27,275	45,712	148,782
Contribución a la seguridad ciudadana	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad Neta	68,902	167,957	365,217	82,798	79,123	122,142	418,627

ANEXO 2

Valores de Titularización Ricorp Titularizadora Sociedades Distribuidoras 01 - FTRTSD 01

Tramos	Monto colocado USD	Saldo al 21/12/2023*	Fecha de colocación	Tasa de interés	Plazo	Pago de intereses	Pago de capital
1	13,580,000	13,158,288	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	332,792	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	484,473	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	7,044,238	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	21,019,792					

* Cifras en dólares

Fuente: Información proporcionada por Ricorp Titularizadora.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR LAS AFILIADAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE MOODY'S, INCLUYENDO LAS DE SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO CENTROAMERICANA S.A., SCRIESGO S.A., SCRIESGO S.A. DE CV "CLASIFICADORA DE RIESGO", SCRIESGO, SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO S.R.L. (CONJUNTAMENTE "SCR"), CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. LOS MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PUESTA A DISPOSICIÓN POR SCR (COLECTIVAMENTE LOS "MATERIALES") PUEDEN INCLUIR DICHAS OPINIONES ACTUALES. SCR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SÍMBOLOS Y LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE SCR PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE SCR. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LOS MATERIALES DE SCR NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LOS MATERIALES DE SCR PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR SCR. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE SCR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE SCR NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE TÍTULOS DE VALOR CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE SCR NO EMITEN OPINIÓN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. SCR EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PONE A DISPOSICIÓN SUS MATERIALES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL TÍTULO DE VALOR QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES NO ESTÁN DESTINADAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LOS MATERIALES DE SCR AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA PERO NO LIMITADA A LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT), NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE SCR. PARA MAYOR CLARIDAD, NINGUNA INFORMACIÓN CONTENIDA AQUÍ PUEDE SER UTILIZADA PARA DESARROLLAR, MEJORAR, ENTRENAR O REENTRENAR CUALQUIER PROGRAMA DE SOFTWARE O BASE DE DATOS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITARSE A, CUALQUIER SOFTWARE DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL, APRENDIZAJE AUTOMÁTICO O PROCESAMIENTO DEL LENGUAJE NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGÍA Y/O MODELO.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LOS MATERIALES DE SCR NO ESTÁN DESTINADOS PARA SER UTILIZADOS POR NINGUNA PERSONA COMO UN REFERENTE, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBEN SER UTILIZADOS EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A QUE SE LOS CONSIDERE COMO UN REFERENTE.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por SCR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. SCR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que SCR considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, SCR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación crediticia o en la elaboración de los Materiales.

En la medida en que las leyes así lo permitan, SCR y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquier persona o entidad con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando SCR o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera advertido previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluido pero no limitado a: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) cualquier pérdida o daño que surja cuando el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de una calificación crediticia concreta otorgada por SCR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, SCR y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exime de cualquier responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido pero no limitado a, negligencia (pero excluyendo fraude, conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de SCR o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

SCR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, subsidiaria de propiedad total de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación. MCO y Moody's Investors Service también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service, Inc. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moodys.com, bajo el capítulo de "Investor Relations - Corporate Governance - Charter Documents- Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones con Inversores - Gestión Corporativa - Documentos Constitutivos - Política sobre Relaciones entre Directores y Accionistas"].

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., y Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A. (conjuntamente, las "Moody's Non-NRSRO CRAs", por sus siglas en inglés) son subsidiarias de agencias de calificación crediticia de propiedad total indirecta de MCO. Ninguna de las Moody's Non-NRSRO CRAs es una Organización Reconocida Nacionalmente como Organización Estadística de Calificación Crediticia.

Términos adicionales solo para Australia: Cualquier publicación en Australia de este documento se realiza conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de una obligación de deuda del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento que se encuentre a disposición de clientes minoristas.

Términos adicionales solo para India: Las calificaciones crediticias, Evaluaciones, otras opiniones y Materiales de Moody's no están destinados a ser utilizados ni deben ser confiados por usuarios ubicados en India en relación con valores cotizados o propuestos para su cotización en bolsas de valores de la India.

Términos adicionales con respecto a las Opiniones de la Segunda Parte (según se define en los Símbolos y Definiciones de Calificación de Moody's Investors Service): Por favor notar que una Opinión de la Segunda Parte ("OSP") no es una "calificación crediticia". La emisión de OSPs no es una actividad regulada en muchas jurisdicciones, incluida Singapur.

JAPÓN: En Japón, el desarrollo y la provisión de OSPs se clasifican como "Negocios Secundarios", no como "Negocios de Calificación Crediticia", y no están sujetos a las regulaciones aplicables a los "Negocios de Calificación Crediticia" según la Ley de Instrumentos Financieros y la Ley de Intercambio de Japón y su regulación relevante. RPC: Cualquier OSP: (1) no constituye una Evaluación de Bonos Verdes de la RPC según se define en las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC; (2) no puede incluirse en ninguna declaración de registro, circular de oferta, prospecto ni en ningún otro documento presentado a las autoridades regulatorias de la RPC ni utilizarse para cumplir con ningún requisito de divulgación regulatoria de la RPC; y (3) no puede utilizarse en la RPC para ningún propósito regulatorio ni para ningún otro propósito que no esté permitido por las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC. Para los fines de este descargo de responsabilidad, "RPC" se refiere a la parte continental de la República Popular China, excluyendo Hong Kong, Macao y Taiwán.