

DISTRIBUIDORA ZABLAH, S.A. DE C.V.

San Salvador, El Salvador.

Comité de Clasificación Ordinario: 30 abril de 2025.

Clasificación	Categoría (*)		Definición de Categoría
	Actual	Anterior	
Emisor	EA.sv	EA.sv	Corresponde a aquellas entidades que cuentan con una buena capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía. Los factores de protección son satisfactorios.
PBDZ01 (Tramos de largo plazo)	A.sv	A.sv	Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible a deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
PBDZ01 (Tramos de corto plazo)	N-2.sv	N-2.sv	Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible a deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
Perspectiva	Estable	Estable	

“La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituye 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”

----- MM US\$ al 31.12.24 -----			
ROAA: 4.8%	Activos: 89.0	Ingresos: 192.3	
ROAE: 18.3%	Patrimonio: 22.4	Utilidad: 3.98	

ROAA y ROAE han sido calculados con una utilidad a doce meses.

Historia. Emisor: EA.sv (30.09.24), **PBDZ01:** tramos de largo plazo A.sv (30.09.24), tramos de corto plazo N-2.sv (30.09.24).

La información financiera utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2021, 2022, 2023 y 2024; así como información adicional proporcionada por la Compañía.

Fundamento: El Comité de Clasificación de Zumma Ratings. S.A de C.V. Clasificadora de Riesgo dictaminó mantener la calificación EA.sv como emisor a Distribuidora Zablah, S.A. de C.V. (en adelante DISZASA o la Compañía) con base en la evaluación efectuada al 31 de diciembre de 2024. De igual manera, el Comité acordó mantener las siguientes calificaciones de riesgo del programa denominado PBDZ01: A.sv para los tramos de largo plazo y N-2.sv para los tramos de corto plazo.

En la calificación de DISZASA y sus instrumentos se ha ponderado favorablemente la continua generación de flujos (aunque menor en 2024), el diversificado portafolio de marcas distribuidas, su destacada posición competitiva en el sector de distribuidoras, la continua expansión en el mercado, el desempeño sostenido en la rentabilidad, así como la continua generación de utilidades.

En contraposición, las calificaciones se ven limitadas por la ausencia de contratos para las relaciones comerciales entre DISZASA y sus principales clientes (comercios mayoristas/supermercados); el comportamiento decreciente en los indicadores de liquidez, la tendencia al alza en la relación deuda / EBITDA y el mayor nivel de endeudamiento, la creciente participación de las cuentas por cobrar relacionadas

en relación al capital y patrimonio, así como por la modesta posición de capitalización y de cobertura sobre el servicio de la deuda. El actual entorno económico ha sido considerado de igual manera por el Comité de Clasificación. La perspectiva de las calificaciones es Estable.

Empresa destacada en su industria: La actividad principal de DISZASA consiste en la distribución de bienes de consumo y productos alimenticios. Los clientes de la compañía son supermercados, comercios mayoristas, hoteles, restaurantes, librerías, entre otros. Cabe mencionar que la operación está integrada en la cadena de suministro para bienes de primera necesidad (alimentos, cuidado personal, entre otros).

DISZASA es una empresa de la familia Zablah y exhibe una larga trayectoria de más de 50 años en el rubro de distribución/logística, destacando como la entidad líder en distribución de productos de consumo en El Salvador. Se señalan las sinergias con otras empresas del grupo (UDISA, DISNA, entre otras) en términos de gestión de gastos (fletes), transporte de productos, *back office* y otros; los cuales generan eficiencias en procesos.

Tendencia de ingresos: DISZASA reflejó una expansión anual en sus ventas del 8.6% equivalente en términos

monetarios a US\$15.3 millones. Un aspecto para considerar es que algunos productos del portafolio de la compañía tienen un alto componente de estacionalidad (época lluviosa o seca, fin de año, época escolar, entre otros). No obstante, la diversificación por marca determina que DISZASA no refleje una alta exposición a este riesgo.

Asimismo, la Administración se encuentra en la búsqueda proactiva de nuevas marcas en el exterior para incrementar sus operaciones; destacando la adquisición realizada de diversos derechos de distribución de productos con un competidor, hecho acontecido en el segundo semestre de 2023. Lo anterior, ha fortalecido el portafolio de DISZASA al incorporar 5 marcas importantes en la línea de licores. De igual manera, la adición de otras líneas favorecerá la diversificación por línea de ingresos.

Relaciones comerciales sin contratos: A la fecha de evaluación, no existen contratos en la relación comercial de la empresa con sus clientes, pudiendo sensibilizar su generación de ingresos; sin embargo, existe un largo historial de operación con éstos (principalmente mayoristas y supermercados).

Tendencia de activos: En 2024, los activos de la compañía exhibieron un incremento del 14%, equivalente en términos monetarios a US\$10.98 millones; reflejando el efecto neto del aumento en inventarios y en cuentas por cobrar. En línea con su modelo de negocio, el inventario y las cuentas por cobrar comerciales representan las más altas participaciones en la estructura de balance (36% y 27% respectivamente). En relación a la antigüedad de las cuentas por cobrar comerciales, el 6.5% se encuentran en el rango superior a 120 días (1.37% al cierre de 2023). En cuanto a las cuentas por cobrar con relacionadas, su participación respecto del capital se ha incrementado a 46.9% desde 12.5% en los últimos cuatro años (22.8% del patrimonio al cierre de 2024).

Mayor uso de fondeo de corto plazo y tendencia al alza en los indicadores de endeudamiento: El aumento en las cuentas por pagar a proveedores y en los préstamos bancarios a corto plazo en línea con el abastecimiento de inventarios; han determinado la evolución de los pasivos corrientes en los últimos doce meses. Asimismo, se observa la amortización de las obligaciones por la titularización acorde ello a la programación de pagos establecida en los contratos. En términos de endeudamiento, la relación deuda/EBITDA, aumentó a 5.3x desde 3.8x en los últimos doce meses,

reflejando el efecto del mayor nivel de obligaciones bancarias y la menor generación de flujos. De igual forma, la relación pasivo / patrimonio pasó a 3.0x desde 2.7x en el mismo período. Se prevé que los niveles de endeudamiento de DISZASA podrían aumentar en el corto/mediano plazo en línea con las mayores necesidades de abastecimiento.

Mayor generación de utilidades y tendencia del EBITDA: DISZASA refleja un mejor desempeño en términos de generación de utilidades, valorando el notable incremento en ventas (US\$15.3 millones) y el aporte de la línea de otros ingresos. Cabe precisar que los ingresos crecen a un menor ritmo en 2024 respecto del año precedente. Si bien la utilidad bruta mejora en US\$4.3 millones, el aumento en los gastos de venta y administración conlleva a una menor utilidad de operación, condición que se ve mitigada por el aporte de los otros ingresos.

De esta forma, la compañía cerró con una utilidad de US\$3.98 millones (US\$3.76 millones al 31 de diciembre de 2023). En esa dinámica, la rentabilidad patrimonial y sobre activos se ubicó en 18.3% y 4.8%, respectivamente; levemente inferior a la reportada doce meses atrás. Mientras que la capacidad de absorción de la carga administrativa desmejoró a 87% desde 83.8% en diciembre de 2023.

En términos de generación de flujos, DISZASA registró un EBITDA de US\$6.2 millones al cierre de 2024, menor al de 2023 (US\$6.9 millones) en virtud del efecto de los mayores gastos de venta en 2024 y a la menor depreciación.

Modesta posición de capitalización y potencial exposición a obligaciones fuera de balance: El patrimonio aumentó en 5.3% producto de las utilidades retenidas y de las del ejercicio 2024, debiendo considerar en dicha variación el pago de dividendos por US\$2.85 millones. En ese contexto, la relación patrimonio/activos, se ubicó en 25.1% al 31 de diciembre de 2024 (27.2% en 2023). Cabe precisar que DISZASA es garante de deudas de compañías relacionadas lo cual implicaría presión sobre los flujos de la entidad en caso dichas compañías presenten atrasos en el pago oportuno de su deudas.

Comportamiento decreciente en indicadores de liquidez: Los principales indicadores de liquidez de la compañía exhiben una ligera tendencia de disminución, a partir de 2021. En ese contexto, la relación activo corriente a pasivo corriente fue de 1.4x al cierre de 2024 (1.5x en 2023).

Fortalezas

1. Líder en el sector de distribución de productos de consumo.
2. Diversos productos y marcas distribuidas.
3. Adecuadas prácticas de abastecimiento.
4. Desempeño consistente en la generación de utilidades y en rentabilidad.

Debilidades

1. Modestos niveles de capitalización y tendencia al alza en el nivel de endeudamiento.
2. Comportamiento decreciente en los indicadores de liquidez.

Oportunidades

1. Aprovechamiento de economías de escala.
2. Incorporación de marcas adicionales en la cartera de productos.

Amenazas

1. Problemas en la cadena logística a nivel internacional.
2. Retiro de clientes / marcas distribuidas.
3. Alzas en el costo del financiamiento.

ENTORNO ECONÓMICO

El PIB de la economía salvadoreña registró un crecimiento anual del 2.6% durante 2024, de acuerdo con el Banco Central de Reserva (BCR); reflejando una desaceleración con respecto a 2023, cuya tasa se ubicó en 3.5%. Adicionalmente, la expansión económica de 2024 estuvo por debajo del rango que proyectaba el BCR (entre 3.0% y 3.5%). Para 2025, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y Banco Mundial (BM) prevén que la economía salvadoreña crecerá en 2.5% y 2.7%, respectivamente.

Como variables que impulsarían la actividad económica en el corto plazo se destacan el aporte de las remesas familiares. Asimismo, se espera que uno de los sectores con mayor dinamismo sea turismo, atribuido al clima de seguridad ciudadana; además, la mejora en la perspectiva para acceder a los mercados internacionales (acuerdo alcanzado con el FMI).

Por otra parte, como factores que generan incertidumbre, se señalan la tendencia creciente en el nivel de endeudamiento público, las deportaciones masivas que está ejecutando la actual administración de los Estados Unidos, los retos domésticos para atraer inversión extranjera directa; así como las políticas en materia comercial (aranceles) que implementa la administración Trump.

Históricamente, El Salvador se ha caracterizado por mantener bajos niveles de inflación (economía dolarizada). En ese sentido, según la SECMCA, la inflación en El Salvador cerró en 0.29% al 31 de diciembre de 2024 (1.23% en similar período de 2023), ubicándose por debajo del promedio de los países centroamericanos, incluyendo Panamá y República Dominicana (1.82%). Por su parte, la factura petrolera de El Salvador registró un total de US\$2,319.5 millones al cierre de 2024, mostrando una reducción interanual de 6.8%, dada la dinámica de precios en el mercado de materias primas.

En otro aspecto, el volumen de exportaciones registró una contracción interanual del 0.8% al 31 de diciembre de 2024, asociada principalmente con la evolución de los sectores industria manufacturera de maquila y suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado. Cabe mencionar que el volumen de remesas familiares totalizó US\$8,479.7 millones durante 2024; reflejando un crecimiento del 2.5% con respecto a 2023. Asimismo, se señala que, a febrero de 2025, éstas aceleraron su crecimiento en 14.2%, el mayor crecimiento interanual de los últimos tres años.

En opinión de Zumma Ratings, se debe monitorear la evolución de los flujos de envío de remesas familiares por los impactos que podrían experimentar por las políticas migratorias actuales en los Estados Unidos.

Un aspecto considerado en el análisis es el crecimiento en la deuda pública del país. El saldo de ésta (incluyendo la deuda previsional) totalizó en US\$32,144 millones al cierre de 2024, de acuerdo con el BCR; determinando una expansión del 8.6% con respecto a 2023. Se destaca que, durante los últimos dos años, el gobierno salvadoreño realizó una serie de medidas para aliviar su calendario de servicio de la deuda (canje de deuda con los fondos de pensiones con periodo de gracia y el reperfilamiento de la deuda de

corto a mediano/largo plazo, en tenencia de la banca privada salvadoreña).

En el mismo sentido, se señala que el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó un nuevo acuerdo de 40 meses en el marco del Servicio Ampliado del Fondo (SAF) para El Salvador, con un acceso equivalente a US\$1.4 mil millones, con dicho acuerdo, se permite un desembolso inmediato equivalente a US\$113 millones.

El objeto de este programa es garantizar que se den las condiciones necesarias para impulsar las perspectivas de crecimiento y la resiliencia de El Salvador a través del fortalecimiento de las finanzas públicas, la acumulación de reservas externas y financieras y la mejora de la gobernanza y la transparencia; así como mitigar los riesgos asociados al Bitcoin.

Con respecto a la calificación soberana, el Gobierno de El Salvador (GOES) presentó una mejora en su calificación pasando a B- desde CCC+ en noviembre de 2023 (S&P), fundamentándose entre otros aspectos, en la menor presión de liquidez en el corto plazo; mientras que en enero de 2025 la agencia Fitch Ratings elevó la nota de riesgo de El Salvador a B- desde CCC+ con perspectiva estable tras la reducción de las necesidades de financiación del país y la flexibilización del acceso al mercado y, a ese momento, el acuerdo a nivel técnico alcanzado con el FMI.

ANTECEDENTES GENERALES

Distribuidora Zablah, S.A. de C.V. (DISZASA), fue constituida el 11 de diciembre de 1969 bajo las leyes y jurisdicción de El Salvador. Cabe mencionar que la compañía tiene sus oficinas en Santa Tecla, La Libertad. La actividad principal de DISZASA consiste en la distribución de bienes de consumo y productos alimenticios. Los clientes de la compañía son supermercados, comercios mayoristas, hoteles, restaurantes, librerías, entre otros. Cabe mencionar que la operación está integrada en la cadena de suministro para bienes de primera necesidad (alimentos, cuidado personal, entre otros). DISZASA es subsidiaria de Glencore Holding, Inc. esta última posee una participación accionaria del 58.3%.

Composición accionaria de DISZASA

Accionista	Participación
Glencore Holding Inc.	58.3%
Eduardo Antonio Zablah Hasbun	14.3%
Grupo Industrial Financiero, Inc.	8.8%
Distribuidora Nacional, S.A. de C.V.	1.8%
Otras personas naturales	16.8%
Total	100.0%

Fuente: Distribuidora Zablah, S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V.

A la fecha de evaluación, DISZASA es propietaria de las siguientes empresas: Soluciones Refrigeradas, Ltda. De C.V. (99.65%), Operadora Logística Salvadoreña, S.A. de C.V. (99.98%) y Productos Institucionales, S.A. de C.V. (99.95%). Asimismo, DISZASA tiene participaciones accionarias no mayoritarias en las siguientes empresas: Helios Energy, S.A. de C.V. (47.33%), Refresca, S.A. de C.V. (50.0%), Comercial Khatar SPA (26.0%), Unión Distribuidora Nacional, S.A. (50.0%), DISNA Honduras, S.A.

(11.97%) y otras empresas cuya participación es del 0.01% o menos.

Los estados financieros auditados de DISZASA han sido preparados conforme a las Normas Internacionales de Información Financiera para Pequeñas y Medianas Entidades (NIIF para PYMES). Al 31 de diciembre de 2024, se emitió una opinión sin salvedad sobre los estados financieros auditados de la Compañía.

GOBIERNO CORPORATIVO

La Junta Directiva de DISZASA está conformada por 6 directores (3 propietarios y 3 suplentes), el detalle de los miembros se presenta de la manera siguiente.

Junta Directiva de DISZASA	
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 María Zablah Siri	Tercer Director Suplente

Fuente: Prospecto de Emisión PBDZ01. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V.

El Código de Gobierno Corporativo de DISZASA ha sido autorizado por la Junta Directiva de la Entidad; estableciendo las funciones y responsabilidades de los principales órganos de gobierno de la empresa, como la Asamblea General de Accionistas y la Junta Directiva. Además, define la creación de comités permanentes como el Comité de Gobierno Corporativo, el Comité de Nominación y Remuneraciones, el Comité de Auditoría y el Comité de Riesgos. Cada uno de estos comités estará compuesto por cuatro miembros, donde uno de ellos será parte de la Junta Directiva y tendrá la función de presidir el comité, mientras que los otros tres serán seleccionados por la misma Junta.

Adicionalmente, el Código norma ciertos lineamientos clave, como las funciones de los comités de Gobierno Corporativo y Nominación y Remuneraciones, aunque no detalla completamente las atribuciones del Comité de Auditoría y del Comité de Riesgos. También regula la convocatoria de asambleas ordinarias y extraordinarias de accionistas, los derechos y obligaciones de los accionistas, así como el proceso de elección y la composición de la Junta Directiva. Además, prevé la implementación de un Código de Ética, un Plan de Continuidad de Negocios, y políticas enfocadas en la gestión de riesgos, la sostenibilidad, la responsabilidad social y la transparencia, junto con la relación con los *stakeholders*.

En otro aspecto, las transacciones con partes relacionadas representaron el 22.8% del patrimonio al 31 de diciembre de 2024 (15.4% en diciembre de 2023). No obstante, en el indicador no se han considerado las compras de inversiones en acciones. Las cuentas por cobrar a relacionadas se componen en su mayoría por ingresos derivados por servicios (distribución y venta de productos); destacando que la mayor parte de estas cuentas por cobrar está relacionada con la operación de las entidades, bajo condiciones de mercado.

Planeación Estratégica

Algunos objetivos estratégicos que la compañía desarrollará en diferentes horizontes de tiempo se detallan a continuación: i) expansión de operaciones; ii) analizar oportunidades de mercado para adquirir nuevas marcas y fortalecer el portafolio; iii) realizar análisis constantes de los precios y costos de los productos para ampliar los márgenes de rentabilidad y iv) emitir un programa de deuda en el mercado de capital doméstico (a la fecha del presente informe, la Distribuidora ya realizó la colocación de algunos tramos del papel bursátil autorizado).

GESTIÓN INTEGRAL DE RIESGOS

DISZASA mitiga su exposición a los riesgos mediante la implementación de controles en sus procesos, permitiendo una gestión adecuada de las actividades del negocio. Actualmente, la Compañía se encuentra en proceso de documentar de manera exhaustiva todas sus políticas para la gestión integral de riesgos. Esta labor asegura que, a pesar de la falta de una documentación detallada, la Compañía cuenta con los mecanismos para identificar, evaluar y abordar los riesgos de manera proactiva en sus procesos de inventario, logística, ciberseguridad, distribución y comercialización de productos de consumo, contribuyendo a su estabilidad, administración y sostenibilidad en el sector. Dentro del sector de distribución y comercialización de productos de consumo, se destacan como principales riesgos el desabastecimiento, el de mercado (cambios en los precios y en las tasas de interés) y la recuperación de las ventas al crédito.

Ante factores exógenos adversos que pueden originar crisis en la cadena logística de suministros y generar desabastecimientos de bienes, DISZASA mitiga este riesgo a través de la práctica de realizar compras a sus proveedores, con la finalidad de mantener un “Margen de Seguridad de Inventarios” de existencias. Los días de abastecimiento en inventario varían entre 21 hasta 90 días, de acuerdo con la ubicación geográfica del proveedor (local, regional, Europa o Asia). De esta forma, DISZASA puede suplir de manera oportuna la demanda de productos de sus clientes y mitigar riesgos operativos derivados de la cadena logística.

Para cautelar el riesgo de crédito que se origina por las ventas al crédito a clientes (una práctica natural de su modelo de negocio), la compañía tiene una serie de procesos definidos para otorgamiento, control y recuperación; valorándose inicialmente con el otorgamiento de una calificación. Asimismo, una empresa relacionada ejecuta monitoreos semanales a través de un software de control que genera alertas en el cumplimiento de pagos, siendo el período promedio de pago de clientes aproximadamente de 35 días. La Alta Administración considera que los niveles de sanidad de su cartera son favorables para la industria en que operan.

En términos de riesgo de mercado por tasa de interés, la compañía procura diversificar sus fuentes de fondeo; haciendo notar que el pasivo por titularización está pactado en cuotas de cesión mensuales previamente acordadas, por lo que su costo financiero no experimenta variaciones por tipos de interés. Además, DISZASA tiene aprobadas compras al crédito con sus proveedores, las cuales no conllevan

un gasto financiero. La única exposición proviene de las líneas rotativas bancarias.

Por otra parte, DISZASA posee un Manual de Prevención de Lavado de Dinero y Activos y Financiamiento del Terrorismo y Financiamiento a la Proliferación de Armas de Destrucción Masiva, el cual recoge las responsabilidades de la estructura organizativa encargada de velar por la prevención de LDA/FT/FPADM, la identificación de los factores de riesgo asociados a su modelo de negocio, adopción de políticas sobre vinculación con clientes/proveedores/contrapartes, entre otras.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

Denominación: PBDZ01.

Clase de valor: Papel Bursátil.

Monto de la emisión: US\$15.0 millones.

Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América.

Plazo de la emisión: El plazo de la emisión es de 11 años, dentro de este plazo, el emisor podrá realizar colocaciones de títulos valores de hasta 3 años.

Forma de Amortización del Capital: Se pagará al vencimiento, cuando sean valores emitidos a descuento y cuando los valores devenguen intereses podrá ser amortizado de forma mensual, trimestral, semestral, anual o pagado al vencimiento.

Forma de Pago de los intereses: Mensual, trimestral, semestral, anual, a partir de la primera fecha establecida de pago.

Redención anticipada: No podrá redimir anticipadamente, ni obligarse a dar liquidez a los valores, bajo cualquier modalidad, directamente o a través de una subsidiaria o empresa relacionada.

Garantías: En el momento de ser emitidos, los tramos de Papel Bursátil representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta no contarán con garantía específica.

Destino: Los fondos que se obtengan por la negociación de esta emisión se utilizarán por el emisor para cancelación de pasivos y/o capital de trabajo.

Para el análisis de la emisión, se consideraron los estados financieros proyectados proporcionados por la Compañía para los próximos diez años.

DESEMPEÑO FINANCIERO

Operaciones

DISZASA reflejó una expansión anual en sus ventas del 8.6% equivalente en términos monetarios a US\$15.3 millones (en 2023 las ventas crecieron en US\$16.8 millones). Por canal de distribución, los ingresos provienen de los comercios al mayoreo, ruteo, cadenas de supermercados, supermercados independientes, tiendas de conveniencia, restaurantes, farmacias y ferreterías. Al 31 de diciembre de 2024, el 63.2% de las ventas provienen de dos supermercados, ruteo y supermercados independientes.

Una fortaleza para la compañía es que su portafolio comercial está integrado por más de 800 productos, reflejando un alto nivel de diversificación. Por tipo, estos se agrupan en:

1. Alimentos (chocolates, *snacks*, pastas, salsas, entre otros).

2. Bebidas alcohólicas (tequila, vodka, *whisky* y vinos).
3. Bebidas no alcohólicas (café, energéticas, té, etc.).
4. Cuidado personal y Cosméticos.
5. Hogar y Limpieza (insecticidas, detergentes, jabones, limpiador de pisos, etc.).
6. Alimentos para mascotas.
7. Oficinas/Escolar (bolígrafos, lápices, adhesivos, etc.) y Otros.

Un aspecto a considerar es que algunos productos tienen un alto componente de estacionalidad (época lluviosa o seca, fin de año, época escolar, entre otros). No obstante, la diversificación por marca determina que DISZASA no refleje una alta exposición a este riesgo debido a que muchas veces la disminución en las ventas de algunos productos coincide con la mayor demanda de otros. De esta manera, la volatilidad en los ingresos por el componente estacional se encuentra acotado.

En ese contexto, la Administración se encuentra en la búsqueda proactiva de nuevas marcas en el exterior para incrementar sus operaciones; destacando la adquisición realizada de diversos derechos de distribución de productos con un competidor, hecho acontecido en el segundo semestre de 2023. Lo anterior, ha fortalecido el portafolio de DISZASA al incorporar 5 marcas importantes en la línea de licores. De igual manera, la adición de otras líneas favorecerá la diversificación por línea de ingresos.

Por otra parte, DISZASA exhibe una larga trayectoria de más de 50 años en el rubro de distribución/logística, destacando como la empresa líder en la industria. Se señalan las sinergias con otras empresas del grupo (UDISA, DISNA, entre otras), como gasto de fletes, transporte de productos, *back office* y otros; las cuales generan eficiencias en procesos.

Cabe precisar que no existen contratos en la relación comercial de la empresa con sus clientes, pudiendo sensibilizar su generación de ingresos; sin embargo, se cuenta con un largo historial de operación con éstos (principalmente mayoristas y supermercados). Por otra parte, DISZASA complementa sus operaciones con los servicios de almacenamiento y logística de productos secos y refrigerados/congelados. Finalmente, DISZASA exhibe una gran cantidad de proveedores de diversos productos que adquiere para la distribución y comercialización a clientes. A la fecha de evaluación, más del 50% son proveedores internacionales.

Estructura de Activos

DISZASA es la distribuidora de mayor tamaño del Grupo Zablah, con activos por US\$88.9 millones al cierre de 2024. En 2024, los activos de DISZASA mostraron un incremento del 14%, equivalente en términos monetarios a US\$10.98 millones; reflejando el efecto neto del aumento en inventarios y en cuentas por cobrar. En línea con su modelo de negocio, el inventario y las cuentas por cobrar comerciales representan las más altas participaciones en la estructura de balance (36% y 27% respectivamente) al 31 de diciembre de 2024.

La estructura de cuentas por cobrar determina que el 28.3% corresponde a operaciones con los mayores supermercados, siendo los clientes varios los que representan la mayor

participación al cierre del período evaluado (58%).

En relación a la antigüedad de las cuentas por cobrar comerciales, el 6.5% se encuentran en el rango superior a 120 días (1.37% al cierre de 2023); reflejando un desplazamiento hacia ventanas de mayor atraso por parte de determinados clientes. En cuanto a las cuentas por cobrar con relacionadas, su participación respecto del capital se ha incrementado a 46.9% desde 12.5% en los últimos cuatro años (22.8% del patrimonio al cierre de 2024). Es importante señalar que en los últimos dos años no se han registrado pérdidas por incobrabilidad con empresas del grupo.

Por otra parte, las inversiones accionarias corresponden a participaciones de DISZASA en empresas subsidiarias (rubro de logística y refrigerados) y asociadas (empresas del grupo en otros segmentos de negocio). A diciembre de 2024, son 16 empresas donde DISZASA ha invertido; destacando la inversión en una nueva empresa (del sector industrial) durante los primeros tres meses de 2024. Una característica de esta industria es que no demanda elevados niveles de inversión en activo fijo, aunque si se necesita acceso a financiamiento de forma constante para capital de trabajo, principalmente compra de inventarios.

EBITDA, Cobertura y Flujos

En términos de generación de flujos, DISZASA registró un EBITDA de US\$6.2 millones al cierre de 2024, menor al de 2023 (US\$6.9 millones) en virtud del efecto de los mayores gastos de venta en 2024 y a la menor depreciación; mientras que el margen EBITDA pasó a 3.2% desde 3.9% en los últimos doce meses.

Por otra parte, la Compañía exhibe un flujo negativo de las actividades de operación y de inversión al cierre de 2024, al igual que en el mismo periodo de 2023. Dicho desempeño es usual derivado del modelo de negocio de la compañía, el cual conlleva a financiar ventas al crédito y compra inventarios en momentos específicos. En ese sentido la Compañía recurre a préstamos bancarios de corto plazo como capital de trabajo, durante el ciclo del efectivo.

La cobertura del flujo EBITDA (sobre intereses + porción corriente de préstamos a largo plazo + deuda bancaria a corto plazo) se ubicó en 0.26x: misma que pasa a 0.19x de considerar la deuda total. Dichas métricas se consideran estrecha a la luz de las observadas en períodos previos.

Endeudamiento y Solvencia

Al 31 de diciembre de 2024, el pasivo totalizó US\$66.6 millones (US\$56.8 millones 2023); destacando el notable incremento en los financiamientos bancarios recibidos (variación de +US\$8.4 millones) y en la línea de proveedores. En contraposición, se señala la amortización programada del fondo de titularización acorde a la cesión mensual de flujos (-US\$2.9 millones).

La deuda y obligaciones totales (bancos, proveedores, titularización) totalizaron US\$60.6 millones y de la cual los proveedores representan el 42.1% del total de pasivos, siguiendo en ese orden las obligaciones bancarias (32.7%) y el pasivo por titularización (16.2%). Cabe precisar que los fondos recibidos de la titularización (a partir de marzo de 2019) sirvieron para cancelar deuda bancaria y para capital

de trabajo. En el Fondo de Titularización, DISZASA registró un saldo al 31 de diciembre de 2024 de US\$10.8 millones, DISZASA es una de tres sociedades originadoras.

Por su parte, el patrimonio aumentó en 5.3% producto de las utilidades retenidas y de las del ejercicio 2024, debiendo considerar en dicha variación el pago de dividendos por US\$2.85 millones. En ese contexto, la relación patrimonio/activos, se ubicó en 25.1% al 31 de diciembre de 2024 (27.2% en 2023). Acorde con la disminución en el EBITDA y a los mayores niveles de deuda, la relación deuda financiera/EBITDA aumenta a 5.3x desde 3.8x en los últimos doce meses; siendo la mayor de los últimos cuatro años.

Se prevé que los niveles de endeudamiento de DISZASA exhibirán un aumento en el corto/mediano plazo en línea ello con su necesidad de aprovisionamiento de inventarios. Finalmente, es de señalar que DISZASA es garante de deudas de compañías relacionadas lo cual implicaría presión sobre los flujos de la entidad en caso dichas compañías presenten atrasos en el pago oportuno de su deudas.

Rentabilidad

DISZASA refleja un mejor desempeño en términos de generación de utilidades, valorando el notable incremento en ventas (US\$15.3 millones) y el aporte de la línea de otros ingresos. Cabe precisar que los ingresos crecen a un menor ritmo en 2024 respecto del año precedente. Si bien la utilidad bruta mejora en US\$4.3 millones, el aumento en los gastos de venta y administración conlleva a una menor utilidad de operación, condición que se ve mitigada por el aporte de los otros ingresos.

De esta forma, la compañía cerró con una utilidad de US\$3.98 millones (US\$3.76 millones al 31 de diciembre de 2023). En esa dinámica, la rentabilidad patrimonial y sobre activos se ubicó en 18.3% y 4.8%, respectivamente; levemente inferior a la reportada doce meses atrás. Mientras que la capacidad de absorción de la carga administrativa desmejoró a 87% desde 83.8% en diciembre de 2023.

Cabe resaltar que la compañía presenta márgenes operativos y netos estrechos, característica particular de la industria; cerrando el margen neto en 2.1% al 31 de diciembre de 2024. Por otra parte, la expansión relevante en los otros ingresos de la compañía tiene su origen en los dividendos recibidos de las inversiones accionarias.

Capital de Trabajo y Liquidez

Los principales indicadores de liquidez de la compañía exhiben una ligera tendencia de disminución, a partir de 2021. En ese contexto, la relación activo corriente a pasivo corriente fue de 1.4x al cierre de 2024 (1.5x en 2023).

En 2024, el efectivo registró un aumento equivalente en términos monetarios a US\$820 mil. Dicha variación estuvo asociada con la adquisición de financiamientos, en línea con su ciclo de efectivo. Cabe precisar que acorde con su giro del negocio, la compañía toma deuda para fortalecer su liquidez y luego, la canaliza para compra de productos.

Al 31 de diciembre de 2024, la rotación promedio sobre inventarios y cobros (clientes y relacionadas) se ubicó en 46 y 55 días, respectivamente, desmejorando respecto de

los promedios observados doce meses atrás. No obstante, el periodo promedio de pago (proveedores y relacionadas) reflejó un cambio importante; pasando a 81 días desde 77 días en el lapso de un año, situación coyuntural derivada de la reciente compra de inventario. Acorde con lo anterior,

el ciclo de conversión efectivo de la compañía pasó a 53 días (48 días en 2023).

DISTRIBUIDORA ZABLAH, S.A. DE C.V.
BALANCES GENERALES
(MILES DE DÓLARES)

	DIC.21	%	DIC.22	%	DIC.23	%	DIC.24	%
ACTIVOS								
Activo Corriente								
Efectivo	2,287	4%	795	1%	334	0%	820	1%
Cuentas por cobrar a clientes, neto	17,551	28%	18,997	27%	22,373	29%	24,402	27%
Inventarios	21,887	35%	26,655	38%	27,828	36%	32,110	36%
Cuentas por cobrar a partes relacionadas corrientes	1,360	2%	2,566	4%	3,263	4%	5,108	6%
Otras cuentas por cobrar	5,091	8%	3,726	5%	4,935	6%	5,766	6%
Gastos pagados por anticipado	676	1%	688	1%	2,160	3%	2,049	2%
ImpuestoS por recuperar	3,010	5%	3,717	5%	3,738	5%	5,027	6%
Total Activo Corriente	51,861	82%	57,144	82%	64,631	83%	75,280	85%
Activo no Corriente								
Propiedades, planta y equipo, neto	4,506	7%	4,255	6%	4,220	5%	4,568	5%
Inversiones en acciones y otras inversiones	6,697	11%	8,389	12%	9,152	12%	9,131	10%
Activo por impuesto sobre la renta diferido	2	0%	2	0%	5	0%	5	0%
Total Activo no Corriente	11,205	18%	12,646	18%	13,377	17%	13,704	15%
TOTAL ACTIVO	63,066	100%	69,790	100%	78,008	100%	88,984	100%
PASIVOS								
Pasivo Corriente								
Porción corriente de prestamos de largo plazo	909	1%	939	1%	2,451	3%	3,338	4%
Préstamos bancarios a corto plazo	5,000	8%	5,032	7%	10,082	13%	18,477	21%
Sobregiros bancarios	432	1%	394	1%	1,075	1%	549	1%
Cuentas por pagar a proveedores	18,156	29%	24,557	35%	25,994	33%	28,029	31%
Otras Cuentas y gastos acumulados por pagar	2,472	4%	2,727	4%	2,751	4%	4,186	5%
Dividendos por pagar	2,410	4%	608	1%	-	0%	-	0%
Cuentas por pagar a partes relacionadas	848	1%	533	1%	750	1%	1,237	1%
Total Pasivo Corriente	30,226	48%	34,790	50%	43,102	55%	55,815	63%
Pasivo no Corriente								
Obligaciones por pagar titularización a largo plazo	17,448	28%	16,509	24%	13,657	18%	10,789	12%
Obligaciones por retiro voluntario	6	0%	5	0%	17	0%	17	0%
Total Pasivo no Corriente	17,454	28%	16,514	24%	13,673	18%	10,806	12%
TOTAL PASIVO	47,680	76%	51,304	74%	56,776	73%	66,622	75%
PATRIMONIO								
Capital social	10,894	17%	10,894	16%	10,894	14%	10,894	12%
Reserva legal	2,179	3%	2,179	3%	2,179	3%	2,179	2%
Resultados acumulados	-	0%	2,313	3%	4,396	6%	5,308	6%
Utilidad del ejercicio	2,313	4%	3,100	4%	3,764	5%	3,981	4%
TOTAL PATRIMONIO	15,386	24%	18,486	26%	21,233	27%	22,362	25%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	63,066	100%	69,790	100%	78,008	100%	88,984	100%

DISTRIBUIDORA ZABLAH, S.A. DE C.V.
ESTADOS DE RESULTADOS
(MILES DE DÓLARES)

	DIC.21	%	DIC.22	%	DIC.23	%	DIC.24	%
Ingresos	137,920	100%	160,287	100%	177,050	100%	192,314	100%
Ventas	137,920	100%	160,287	100%	177,050	100%	192,314	100%
Costos	107,161	78%	124,929	78%	137,313	78%	148,264	77%
Costo de ventas	107,161	78%	124,929	78%	137,313	78%	148,264	77%
UTILIDAD BRUTA	30,759	22%	35,358	22%	39,737	22%	44,051	23%
Gastos de operación	26,456	19%	30,013	19%	33,318	19%	38,311	20%
Gastos de venta y mercadeo	21,723	16%	25,399	16%	28,268	16%	33,012	17%
Gastos de administración	4,733	3%	4,615	3%	5,050	3%	5,299	3%
UTILIDAD DE OPERACIÓN	4,303	3%	5,345	3%	6,419	4%	5,740	3%
Otros ingresos, neto de gastos	757	1%	821	1%	887	1%	1,966	1%
Gastos financieros	1,776	1%	1,790	1%	1,918	1%	2,235	1%
Utilidad Antes de Impuesto Sobre la Renta	3,284	2%	4,376	3%	5,388	3%	5,470	3%
Gasto por impuesto sobre la renta	970	1%	1,276	1%	1,624	1%	1,489	1%
UTILIDAD NETA	2,313	2%	3,100	2%	3,764	2%	3,981	2%

DISTRIBUIDORA ZABLAH, S.A. DE C.V.
INDICADORES FINANCIEROS

	DIC.21	DIC.22	DIC.23	DIC.24
Rentabilidad				
ROAE	3.8%	4.8%	5.3%	4.8%
ROAA	13.4%	17.9%	19.4%	18.3%
Utilidad de operación / Ingresos	3.1%	3.3%	3.6%	3.0%
Utilidad neta / Ingresos	1.7%	1.9%	2.1%	2.1%
Costo financiero promedio	7.6%	8.0%	7.3%	6.9%
Gastos de operación / Utilidad bruta	86.0%	84.9%	83.8%	87.0%
Rentabilidad del activo fijo promedio	50.1%	72.9%	87.9%	90.6%
Liquidez				
Activo corriente / Pasivo corriente	1.7	1.6	1.5	1.3
Liquidez general (sin relacionadas)	1.8	1.7	1.5	1.4
Capital de trabajo	\$ 21,635	\$ 22,354	\$ 21,529	\$ 19,465
Capital de trabajo (excluyendo a relacionadas)	\$ 21,123	\$ 20,322	\$ 19,016	\$ 20,702
EBITDA y flujos del período				
Efectivo neto de las actividades de operación	\$ 2,247	\$ 3,174	\$ (3,046)	\$ (2,613)
Gasto Financiero neto de impuestos	\$ 1,243	\$ 1,253	\$ 1,343	\$ 1,565
FCO - Flujo de Caja Operativo	\$ 3,490	\$ 4,427	\$ (1,703)	\$ (1,048)
CAPEX	\$ 384	\$ 294	\$ 436	\$ 811
Dividendos	\$ 3,104	\$ 1,803	\$ 608	\$ 2,142
FLC - Flujo Libre de Caja (sin restar dividendos)	\$ 3,106	\$ 4,133	\$ (2,140)	\$ (1,860)
FLC - Flujo Libre de Caja (restando dividendos)	\$ 2	\$ 2,330	\$ (2,748)	\$ (4,002)
EBIT (período)	\$ 4,303	\$ 5,345	\$ 6,419	\$ 5,740
EBITDA (12 meses)	\$ 4,934	\$ 5,897	\$ 6,899	\$ 6,263
EBITDA (período)	\$ 4,934	\$ 5,897	\$ 6,899	\$ 6,263
Gasto Financiero (12 meses)	\$ 1,776	\$ 1,790	\$ 1,918	\$ 2,235
Gasto Financiero (período)	\$ 1,776	\$ 1,790	\$ 1,918	\$ 2,235
Margen EBITDA	3.6%	3.7%	3.9%	3.3%
Coberturas de gasto financiero del período				
FCO / Gastos financieros (12 meses)	2.0	2.5	(0.9)	(0.5)
FLC / Gastos financieros (12 meses)	1.7	2.3	(1.1)	(0.8)
EBITDA / Flujo de actividades de operación (período)	2.2	1.9	(2.3)	-
EBITDA / Gasto financiero (12 meses)	2.8	3.3	3.6	2.8
EBITDA (período) / Gastos financieros (período)	2.8	3.3	3.6	2.8
Coberturas de servicio de deuda (doce meses)				
EBITDA / (Intereses + PCLP + Deuda bancaria corto plazo)	0.6	0.8	0.48	0.26
EBITDA / (Deuda bancaria corto plazo + PCLP + Deuda de LP)	0.2	0.3	0.26	0.19
Estructura financiera				
Pasivo / Patrimonio	3.1	2.8	2.7	3.0
Endeudamiento de corto plazo / Patrimonio	2.0	1.9	2.0	2.5
Endeudamiento financiero	1.5	1.2	1.2	1.5
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	4.8	3.9	3.8	5.2
Patrimonio / Activos	24.4%	26.5%	27.2%	25.1%
Depreciación y amortización (período)	\$ 631	\$ 552	\$ 481	\$ 524
Exceso / (déficit) de depreciación	\$ 247	\$ 258	\$ 44	\$ (288)
Cuentas por cobrar a relacionadas / Patrimonio	8.8%	13.9%	15.4%	22.8%
Cuentas por cobrar a relacionadas / Capital	12.5%	23.5%	29.9%	46.9%
Gestión administrativa				
Ciclo de efectivo	51	45	48	52
Rotación de Inventarios	74	77	73	78
Rotación de cobranzas comerciales	46	43	45	46
Rotación de cobranzas global (incluye relacionadas)	49	48	52	55
Rotación de cuentas por pagar comerciales	69	79	75	78
Rotación de cuentas por pagar comerciales (incluye relacionadas)	72	80	77	81

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.

La Metodología de Clasificación utilizada en el análisis fue la siguiente: "Metodología de Clasificación de Entidades Corporativas". Las clasificaciones públicas, criterios, Código de Conducta y metodologías de Zumma Ratings, S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo (Zumma Ratings) están disponibles en todo momento en nuestro sitio web www.zummaratings.com.

Las clasificaciones crediticias emitidas por Zumma Ratings constituyen las opiniones actuales de Zumma Ratings sobre el riesgo crediticio futuro relativo de entidades, compromisos crediticios o deuda o valores similares a deuda, y las clasificaciones crediticias y publicaciones de investigación publicadas por Zumma Ratings (las "publicaciones de Zumma Ratings") que pueden incluir opiniones actuales de Zumma Ratings sobre el riesgo crediticio futuro relativo de entidades, compromisos crediticios o deuda o valores similares a deuda. Zumma Ratings define riesgo crediticio como el riesgo de que una entidad no pueda cumplir con sus obligaciones contractuales, financieras una vez que dichas obligaciones se vuelven exigibles, y cualquier pérdida financiera estimada en caso de incumplimiento. Las clasificaciones crediticias no toman en cuenta cualquier otro riesgo, incluyen sin limitación: riesgo de liquidez, riesgo legal, riesgo de valor de mercado o volatilidad de precio. Las clasificaciones crediticias y publicaciones de Zumma Ratings no constituyen ni proporcionan recomendación o asesoría financiera o de inversión, y las clasificaciones crediticias y publicaciones de Zumma Ratings no constituyen ni proporcionan recomendaciones para comprar, vender o mantener valores determinados; todas las decisiones son exclusiva responsabilidad del inversionista.

Derechos de autor por Zumma Ratings. La reproducción o distribución total o parcial de los contenidos producidos por Zumma Ratings, se entenderán protegidos por las leyes relativas a la propiedad intelectual desde el momento de su creación; por lo tanto, estará prohibida su reproducción, salvo con autorización previa y por escrito de forma electrónica. Todos los derechos reservados. Toda la información aquí contenida se encuentra protegida por Ley de Propiedad Intelectual, y ninguna de dicha información podrá ser copiada, reproducida, reformulada, transmitida, transferida, difundida, redistribuida o revendida de cualquier manera, o archivada para uso posterior en cualquiera de los propósitos antes referidos, en su totalidad o en parte, en cualquier forma o manera o por cualquier medio, por cualquier persona sin el consentimiento previo por escrito de Zumma Ratings.

Toda la información aquí contenida es obtenida por Zumma Ratings de fuentes consideradas precisas y confiables. Zumma Ratings lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se base de acuerdo con sus propias metodologías de clasificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Zumma Ratings lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones e informes de Zumma Ratings deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Zumma Ratings se basa en relación con una clasificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Zumma Ratings y al mercado en los documentos de oferta y otros informes.

Zumma Ratings es una entidad supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero y además sujeta al cumplimiento de la Ley contra el Lavado de Dinero y Activos; en tal sentido, Zumma Ratings podrá solicitar en cualquier momento información para el cumplimiento de las leyes y normativas aplicables, como políticas de conozca a su cliente para la realización de una Debida Diligencia.

Confidencialidad. Referente a la información recibida para la evaluación y clasificación Zumma Ratings ha accedido y accederá a información que será tratada como CONFIDENCIAL, la cual es y será compartida por el emisor cumpliendo con todas las disposiciones legales en materia de reserva bancaria, protección de datos de carácter personal, debiendo este garantizar que posee autorización de los titulares de los datos para compartir información. Ninguna información será compartida cedida o transmitida por Zumma Ratings sino dentro del contexto de la Legislación aplicable. No se considerará información confidencial aquella que sea de dominio público o que haya sido obtenida por Zumma Ratings por otros medios dentro del contexto del respeto a la autodeterminación informativa y será utilizada exclusivamente para la finalidad de los servicios de clasificación.