

Ecuador
Papel Comercial
Cuarto seguimiento

ZAIMELLA DEL ECUADOR S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Resultado calificación	Calif. Anterior	Último cambio
Programa Papel Comercial 2017	AAA	N/R	N/R

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación.

Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación.

Ultimo Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación.

NR: No registra cambio de calificación

N/A: No aplica

Resumen Financiero

(USD Millones)	2017 (diciembre)	2018 (octubre)
Activos	70.9	84.3
Ventas	90.3	90.2
Margen EBITDA (%)	19.18%	22.84%
ROE (%) *	32.50%	29.54%
Deuda / capitalización (%)	11.19%	6.88%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	13.82	N/A
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	11.17	N/A
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	0.33	0.16
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	0.41	0.19

* Indicador anualizado para octubre-2018
Fuente: Zaimella
Elaboración BWR

Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA
(5932) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Andrea Coronel
(5932) 226 9767 ext. 108
acoronel@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar la calificación de **AAA** al Programa de Papel Comercial analizado en este estudio. La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de la emisión calificada y demás compromisos financieros de la empresa.

La calificación utiliza una escala local, que indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción.

Posición competitiva fuerte y mercado con barreras de entrada. La calificadora considera que Zaimella del Ecuador S.A. es una empresa madura con amplio conocimiento de su mercado y capaz de mitigar en parte los riesgos de la industria en la que se desenvuelve. La Compañía se dedica a la fabricación y comercialización de productos de higiene y cuidado personal y mantiene una importante participación de mercado, con marcas bien posicionadas y pocos sustitutos. Además, se considera positiva la diversificación de mercados de la empresa, a través de sus exportaciones a distintos países de la región y con posibilidad de crecimiento en el corto plazo.

Generación y márgenes de operación relativamente estables en el tiempo. La generación operativa del emisor es positiva y se debe en parte al éxito de las estrategias de la empresa en cuanto a la relación precio-calidad de sus productos, la distribución a través de diversos canales y a la adecuada diversificación por línea de negocio.

Esta generación ha sido suficiente para cubrir sus requerimientos de capital de trabajo, inversiones en CAPEX y el pago de dividendos, generando sostenidamente un flujo de caja libre positivo. No obstante, en 2019 la Compañía espera incrementar la inversión en activos fijos tanto para ampliar su producción como para mejorar los niveles de eficiencia y ampliar su red de comercialización, razón por la cual el flujo generado por la empresa necesitará el apoyo de deuda financiera, sin embargo, se espera que los niveles de endeudamiento se mantengan en niveles conservadores.

Bajo Endeudamiento en relación a la generación. El emisor mantiene niveles bajos de endeudamiento respecto a su generación y un respaldo patrimonial importante. Vemos como un hecho positivo el que los ingresos por exportaciones son mayores a la totalidad de la deuda financiera proyectada de la empresa. Estos factores le otorgan una alta flexibilidad operativa.

Adecuados niveles de liquidez: En general, la liquidez de la Compañía ha sido holgada, lo que le permitió a lo largo del 2018 cancelar la totalidad de su deuda financiera. Por tanto actualmente no existe riesgo de refinanciamiento.

La perspectiva de la calificación es estable, sin embargo, esta podría verse afectada si es que, debido a factores externos o decisiones de la empresa, el endeudamiento se incrementara fuera los rangos aceptables en relación a su generación.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISION CALIFICADA

Programa de Papel Comercial 2017	
Emisor:	Zaimella del Ecuador S.A.
No. De Seguimiento	Cuarto seguimiento
No. de Resolución	SCVS.IRQ.DRMV.2017.370
Fecha de Aprobación SCVS	10-feb-17
Monto Programa	4,000,000.00
Monto en circulación	0.00
Plazo del Programa	720 días
Plazo de la Emisión	359 días
Fecha Vencimiento Programa	31-ene-19
Pago de Capital	Al vencimiento del plazo de la emisión
Cupón de Interés	Cero cupón
Garantía	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Destino de la emisión	Para capital de trabajo y compra de maquinaria de la compañía emisora, consistente en: hasta 70% en pago a proveedores del exterior y hasta 30% en pago a proveedores locales.
Calificadora de Riesgos	BankWatch Ratings
Agente Estructurador y Colocador	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.
Agente Pagador:	DECEVALE S.A.
Rep. Obligacionistas:	AVALCONSULTING CÍA. LTDA.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

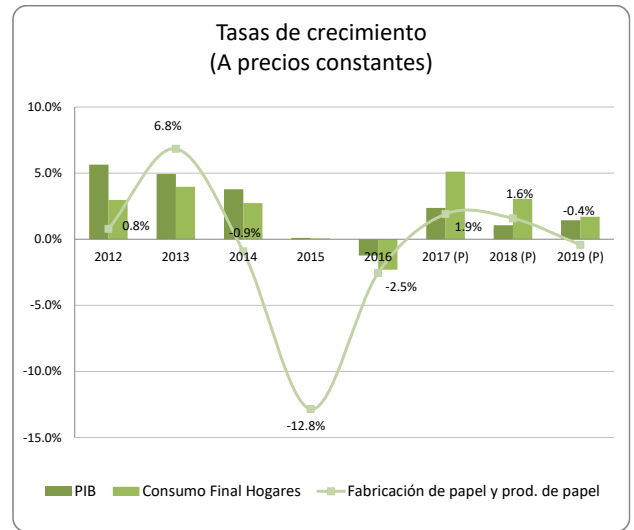
De acuerdo a las cifras oficiales del Banco Central del Ecuador (BCE), la economía ecuatoriana para el 2017 registró una recuperación económica del orden de 2.4% en términos constantes, sustentada especialmente en un mayor precio del petróleo y mayores exportaciones, en parte por los efectos del Acuerdo Comercial firmado con la Unión Europea. Por otro lado, el consumo de los hogares mantuvo una variación positiva del 5.1% y se espera que crezca un 3.7% en 2018.

En cuanto a la economía ecuatoriana para el 2018 la última estimación del Banco Central es un modesto crecimiento de 1.06% en términos constantes, debido a las medidas de austeridad que se deberán tomar para reducir el déficit fiscal global que a finales de año representaría un 4.1% del PIB. La previsión de crecimiento para el 2019 es de 1.4%.

A nivel internacional, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento para 2018 de 1%, mientras que las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un crecimiento de 1.1%, seguido de un 0.7% para 2019. El resultado definitivo dependerá de la capacidad que tenga el Gobierno de conseguir mayor financiamiento externo que cubra sus requerimientos de liquidez, así como del éxito de su programa de incentivos para el sector

privado. En el segundo trimestre del 2018 el PIB creció interanualmente en 0.9%.

Gráfico 1



Fuente: BCE
Elaboración: BWR

Zaimella del Ecuador S.A. se dedica principalmente a la producción y comercialización de pañales desechables para bebés y adultos por lo que pertenece específicamente al sector de fabricación y comercialización de productos de higiene y cuidado personal. Este sector comercializa productos de primera necesidad y con pocos sustitutos, por lo que se considera que maneja una demanda más estable.

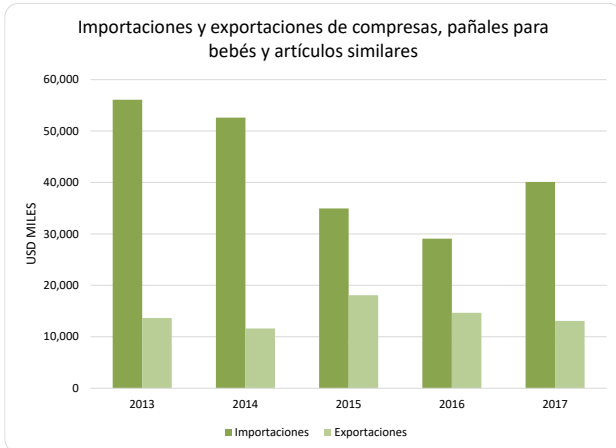
Con base a información del Banco Central, en 2017, la industria de fabricación de papel y productos de papel representó el 4.6% del total del sector manufacturero y un 0.6% del PIB en términos constantes.

El sector está expuesto a los cambios cíclicos de la economía tal y como se observa en el gráfico 1, y mantiene una correlación positiva frente al PIB. Este sector también se relaciona al consumo de hogares en general, del cual también se espera un crecimiento como se mencionó en párrafos anteriores.

Las exportaciones de pañales y artículos similares alcanzaron los USD 14.2MM en promedio de los últimos cinco años, mientras que las importaciones sumaron en promedio USD 42.6MM. Por ello, la industria debe en un inicio consolidar el mercado nacional y mejorar su oferta exportable con productos de calidad. Ecuador importa pañales principalmente desde Colombia, Perú, Brasil, China, Chile y Canadá.



Gráfico 2



Fuente: Trade Map
Elaboración: BWR

El mercado de pañales para bebé en el Ecuador es maduro, aunque todavía crece a un ritmo mayor al de la población, ya que los hábitos de uso han permitido una ampliación de las ventas.

Por su lado, el mercado de pañales de adulto mayor ha crecido en los últimos años en un porcentaje superior que los pañales de bebé por el aumento de la población de tercera edad, y la tendencia de uso de estos para manejar problemas de incontinencia. Según datos de la ONU del 2017, el 10% de la población del Ecuador corresponde a personas de más de 60 años, es decir aproximadamente 1.6 millones de adultos mayores. Adicionalmente, entre el 2017 y 2030 se prevé un veloz incremento en la población adulta mayor.¹

La industria de pañales cada vez se vuelve más asequible al bolsillo de los consumidores en general, por lo que existe una alta disputa entre competidores, así las estrategias de precio y calidad se han vuelto diferenciadoras al momento de compra. Al ser un producto de consumo masivo, la inversión en publicidad para posicionar la marca y diferenciar el producto de la competencia es alta.

Por esta agresiva competencia, los fabricantes de pañales han incursionado en otras categorías de higiene personal.

Aproximadamente un 50% de la materia prima está relacionada con el precio del petróleo y de otros *commodities*, como por ejemplo la celulosa y el ácido acrílico, por lo que sus precios dependen de factores externos de oferta y demanda. Por otra parte, este sector es intensivo en uso de capital, considerando la constante renovación tecnológica y mantenimiento de las plantas. Esto genera altas barreras de entrada para nuevos competidores.

¹

<https://www.ecuavisa.com/articulo/noticias/actualida>

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Zaimella de Ecuador S.A. es una empresa industrial ecuatoriana, con una importante participación en el mercado, grande por el tamaño de sus activos y volumen de ventas. Zaimella fue constituida en 1995 y se dedica a la fabricación y comercialización de productos de uso higiénico y cuidado personal.

En el año 2001 se transformó en sociedad anónima y adquirió a un importante competidor (Sanitex), mediante el cual aumentó su oferta de pañales de bebé con la marca Pompei y entró a competir en el segmento de protectores postparto con Maternity y pañales de adulto con la marca Prudential.

En el año 2004 adquirió la fábrica Nutrexp que le permitió ingresar a la línea de cosmética infantil. Ese mismo año compró la maquinaria necesaria para la fabricación de pañitos húmedos de bebé y toallas desmaquillantes.

En 2012, fue el pionero en Latinoamérica al instalar una máquina para fabricar ropa interior absorbente para adultos.

Su planta de producción se encuentra ubicada en Amaguaña, donde también se encuentran sus oficinas administrativas. Además, mantiene una oficina comercial en Guayaquil y presencia de sus productos en todas las provincias del país.

Dentro de la estructura departamental del emisor colaboran 514 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios. El emisor no ha tenido problemas laborales ni posee sindicato.

Gráfico 3



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. Elaboración: BWR.

d/324361-cuantas-personas-longevas-hay-mundo-latinoamericana-ecuador



Zaimella posee tres líneas de negocio o divisiones: la línea de absorbentes, que se refiere a pañales (bebés y adultos), toallas sanitarias y pads absorbentes; la línea cosmética, que incluye productos de higiene personal y paños húmedos; y la línea de distribución de productos a terceros que son los almacenes franquiciados (pañaleras). Sus marcas han logrado un importante reconocimiento a nivel local y regional.

La línea de absorbentes constituye el negocio más importante para el emisor y la venta de pañales representa más del 90% de las ventas de esta división. La venta de pañales de bebé es el negocio principal y más antiguo de la Compañía y representa el 52% del total de ingresos.

La línea de cosmética genera el 18% de las ventas. La marca *Para Mi Bebé* es la principal generadora de ingresos de esta división. Por su lado, la división de productos a terceros representa el 2% del total de ingresos.

Actualmente seis compañías controlan la totalidad del mercado de pañales para bebé en el Ecuador y las tres principales poseen el 84% del mismo. Zaimella se destaca como líder de este segmento.

De igual manera en el mercado de pañales para adultos, Zaimella mantiene la mayor participación frente a sus dos principales competidores.

En la línea de cosmética infantil, Zaimella ocupa la segunda posición. En los demás productos de higiene y cuidado personal el mercado es más diversificado debido a una mayor gama de productos que se encuentran direccionados a distintos nichos de mercado.

Gran parte de las ventas se las realiza en el medio local (alrededor del 85%) pero también exporta productos a países como Perú, Estados Unidos, Colombia, Bolivia, Argentina, Panamá, Cuba y Venezuela.

En cuanto a la capacidad total utilizada de la Compañía, es de aproximadamente el 50%, por lo que la empresa posee un potencial importante de crecimiento.

Los principales canales de distribución que utiliza son distribuidores mayoristas, autoservicios y farmacias. Adicionalmente cuenta con un operador logístico que se encarga de la distribución a nivel nacional y tiene contratos con *pañaleras*, que son almacenes franquiciados especializados en la comercialización al por menor de productos de higiene y cuidado personal.

Los principales clientes de la Compañía son empresas bien posicionadas en sus nichos de mercado y conocidas en el medio. Los 10 principales clientes representan el 80% de los ingresos y el cliente con mayor participación sobre ventas concentra el 23.11%. Según comentarios de la Administración, es un cliente fuerte, sólido y serio que se ha acoplado muy bien a las políticas de la Compañía, lo que mitigaría en parte el riesgo de concentración.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

Zaimella del Ecuador S.A. no forma parte de ningún grupo empresarial, aunque mantiene operaciones comerciales con empresas relacionadas por accionistas.

Los accionistas de la Compañía tienen participación en Zaimella Venezuela, que compra y distribuye en dicho país la producción ecuatoriana. También son dueños de GEMAZ INTERNACIONAL INC., que desde el 29 de mayo de 2017 cambió su domicilio a Costa Rica, y es la propietaria de las marcas que la Compañía produce y comercializa.

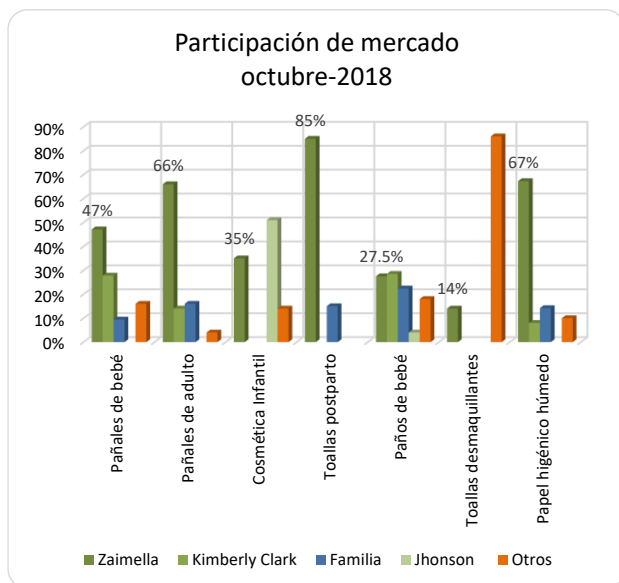
Adicionalmente los accionistas poseen el 100% de IMPEX OF DORAL INC., empresa domiciliada en Estados Unidos, que fabrica, compra y comercializa pañales desechables tanto en ese país como en otros del continente americano, y de Zaimella SAC que es una empresa domiciliada en Perú.

Finalmente, los accionistas mediante la empresa HD S.A. establecida en Costa Rica han establecido oficinas comerciales en Bolivia y en República Dominicana.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A octubre-2018 el patrimonio de Zaimella del Ecuador S.A. es de USD 53.5MM, y de este el 57.1%

Gráfico 4



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. Elaboración: BWR.



corresponde a capital social que durante el 2018 se incrementó en 29.7% (USD 7MM).

Las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionista	Capital (USD)	% Participación
Di Mella Vespa Giovanni Carlos	24,498,494	80.23%
Farraye Henech Gabriel	2,757,595	9.03%
Di Mella Vespa Gian Carlo	919,199	3.01%
Di Mella Vespa Angelo	919,199	3.01%
Di Mella Vespa Silvana	919,198	3.01%
Ortiz González Carlos	520,837	1.71%
Total	30,534,522	100.00%

Históricamente los accionistas han apoyado a la empresa a través de la reinversión de parte de sus utilidades. Esto se ve reflejado en el hecho de que todo el financiamiento financiero proviene de fondos patrimoniales.

Actualmente, la Compañía no cuenta con una política establecida de reparto de dividendos, los accionistas toman la decisión a su discreción según las circunstancias y siempre que no existan restricciones de hacerlo.

En 2016 se pagaron USD 1.1MM de dividendos y en 2017 USD 4MM. Hasta octubre-2018 se distribuyeron USD 3MM correspondientes a resultados acumulados de los años 2015 y 2016.

ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

Consideramos que los órganos administrativos del emisor, la calificación de su personal y los sistemas de administración y planificación son adecuados y al momento no representan riesgos significativos en relación a la capacidad de pago del emisor.

La administración de la Compañía está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante.

Las principales instancias de gobierno corporativo del emisor son la Junta de Accionistas, el Directorio, el Presidente Ejecutivo, el Vicepresidente Ejecutivo, los Consultores y el Gerente. La estructura actual empezó a implementarse a partir de septiembre-2012, fecha en la cual se formalizó en los estatutos de la Compañía.

La Junta General de Accionistas, máxima instancia de Gobierno, se reúne ordinariamente una vez al año para supervisar la evolución del negocio. Además se realizan Juntas Generales Extraordinarias, en cualquier época del año, donde se tratan solo temas puntuales.

El Directorio se reúne mensualmente y está presidido por el accionista mayoritario. Como buena

práctica de Gobierno Corporativo, actualmente la empresa mantiene ocho miembros independientes, lo cual favorece la objetividad en el seguimiento administrativo y la toma de decisiones.

El Presidente Ejecutivo es elegido por el Directorio y tiene como parte de sus funciones el elaborar el ADN de la empresa, que consiste en identificar y capturar las mejores prácticas operativas, comerciales, y financieras que va desarrollando la compañía; elaborar la estrategia corporativa y el modelo de negocios de la Compañía; además de diseñar la cadena de valor y los principales procesos operativos de la empresa. El Presidente Ejecutivo, que es el accionista mayoritario, tiene una amplia experiencia y conocimiento del negocio y del sector.

En cuanto a los órganos de fiscalización y control, la Junta General de Accionistas nombró en 2018 un Comisario Principal y un Comisario Suplente, que vigilan las operaciones sociales, y son independientes de la Administración.

Se encuentra implementada una estructura tecnológica y de recursos humanos que promueve una adecuada cultura organizacional y el cumplimiento de los objetivos establecidos para cada área.

Zaimella mantiene pólizas de seguro que cubren el riesgo de sus instalaciones, muebles, enseres, vehículos, equipos de oficina y mercadería. Además mantiene pólizas de transporte para sus exportaciones e importaciones.

La empresa genera información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio.

La empresa cuenta con lineamientos estratégicos, y un presupuesto anual elaborado por el departamento de Finanzas. A mediados de año, se realiza un presupuesto ajustado con el objetivo de proyectar de mejor manera el cierre de año. Ambos presupuestos son presentados y aprobados por el Directorio.

Zaimella dispone de un comité financiero donde se discuten periódicamente las principales cifras e indicadores; además cada área maneja directrices específicas alineadas a la estrategia de la Compañía.

La estrategia de la Compañía se enfoca en el posicionamiento, la oferta y desarrollo de productos de conveniencia (relación entre calidad y precio) para el mercado latinoamericano. Para ello, la Compañía ha mantenido una constante actualización tecnológica de su planta y de sus procesos.

La empresa buscar robustecer sus metodología y sistemas para poder ser más competitivos

preocupándose en mejorar y desarrollar nuevos productos. Además los accionistas tienen como estrategia ampliar el negocio a través de otras empresas relacionadas en Latinoamérica y Estados Unidos.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros de Zaimella del Ecuador S.A., del período 2015-2017 auditados por KPMG del Ecuador, y del período 2012-2014 auditados por la firma Ernst & Young. Estos son presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y no presentan observaciones ni salvedades. Adicionalmente se han analizado los estados financieros directos individuales a octubre-2018.

Hemos recibido por parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para los periodos 2018 a 2020. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

Gestión Operativa y Tendencias

Zaimella es una empresa que históricamente ha mostrado una generación operativa positiva y un margen relativamente estable, que se da gracias a sus estrategias comerciales, la diversificación de su mercado por las exportaciones y la diversificación de productos.

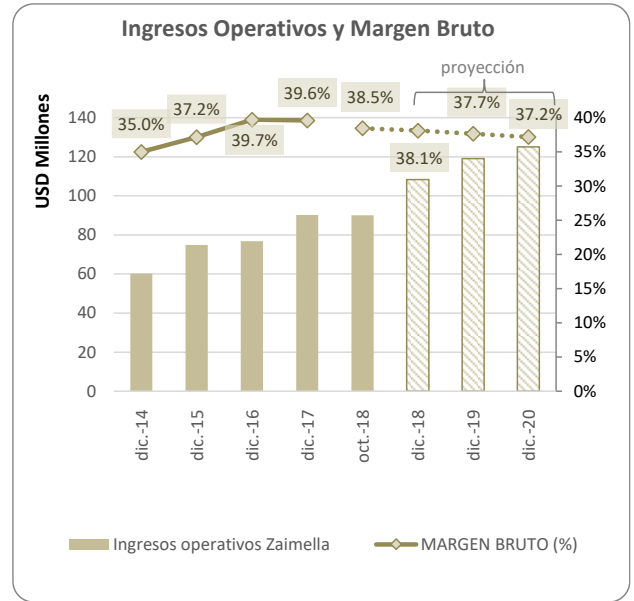
En el 2016, las ventas crecieron un 2.47%, mientras que en 2017 estas lo hicieron en 17.63%. A la fecha de corte (octubre-2018) observamos un crecimiento anual de los ingresos operativos de la Compañía de 22.61%, impulsado por mayores ventas generadas en la línea de absorbentes.

De acuerdo a la Administración, un factor que ha contribuido al incremento en sus ventas es la migración del consumidor desde marcas de precio más elevado hacia los productos con precios más convenientes de la Compañía.

Nuestra proyección del 2018 supone un crecimiento anual de 20%, con un nivel de ingresos estimado en USD 108MM, en línea con las expectativas de la Administración.

Para finales del 2019 y 2020, esperamos que los ingresos de Zaimella crezcan un 10% y un 5% respectivamente, sostenidos por un importante crecimiento de las exportaciones y mayores ingresos en sus distintas líneas de negocio.

Gráfico 5

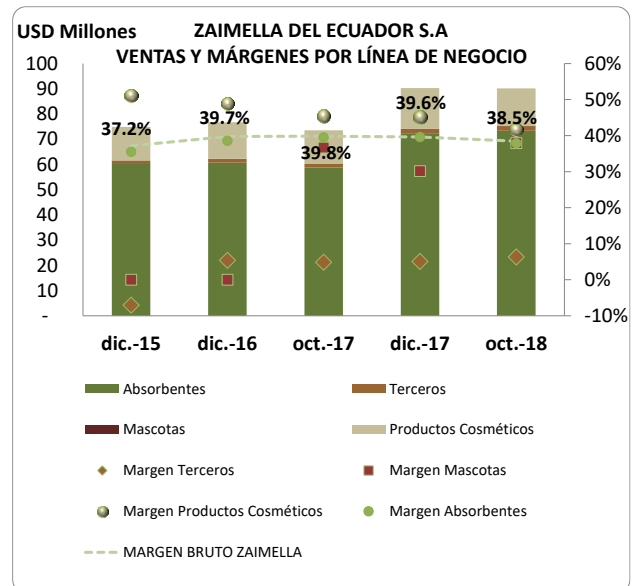


Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR. Crecimientos anuales

Zaimella del Ecuador maneja un margen bruto relativamente estable y a la fecha de corte este se establece en 38.5%. Esperamos que este margen se ubique cercano al 38.1% para el cierre del 2018 y para los años posteriores se ha utilizado un supuesto de 37% considerando el riesgo de fluctuación en el precio de las materias primas.

La división de absorbentes aporta con mayor volumen de facturación pero los mayores márgenes porcentuales provienen de la venta de productos cosméticos.

Gráfico 6



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

El EBITDA muestra una tendencia creciente desde el año 2015. El mismo se ha incrementado en línea con las ventas, y la eficiencia operativa derivada principalmente de la mejor absorción de sus costos fijos por el crecimiento de los ingresos y del mejor margen bruto.

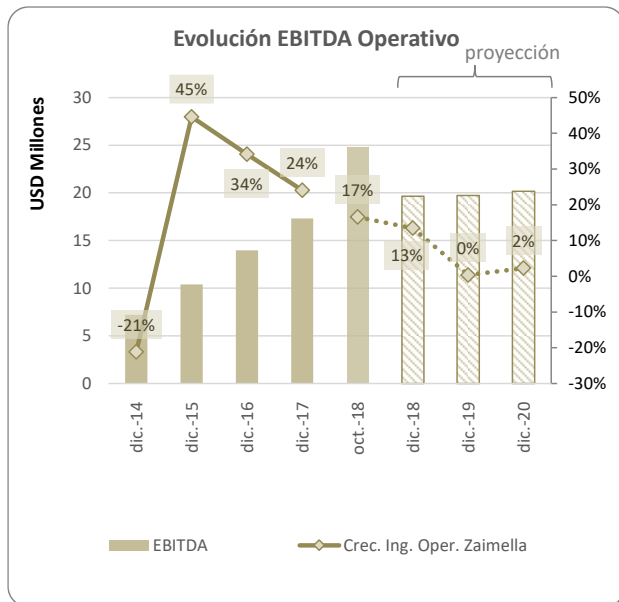
A la fecha de corte, se observa un crecimiento del EBITDA del 16.56% gracias a la mayor generación del negocio. Se debe recalcar que los gastos de operación fijos se diluyen en una mayor generación a pesar de que estos a la fecha de corte muestran un incremento interanual en dólares del 18.56%.

Para finales del 2018, proyectamos un crecimiento del EBITDA del 13.47% debido al crecimiento proyectado de los ingresos, que permitirá diluir costos fijos que esperamos tengan un crecimiento del 16% respecto a los presentados en 2017.

La Administración considera que el gasto operacional es controlado y se encuentra acorde con sus estrategias de ventas pues existen periodos con mayor gasto de comercialización debido a campañas de publicidad e incentivos a sus canales de distribución.

Por otra parte, El ROA y el ROE terminan el 2017 en 32.5% y 20.38% respectivamente. Con corte octubre-2018, estos indicadores se ubican en 29.54% y 18.49% respectivamente.

Gráfico 7



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR. Crecimientos anuales

Estructura del Balance

ACTIVOS	dic-15	dic-16	dic-17	oct-18
Total Activo Corriente	60.2%	62.3%	66.8%	66.1%
Fondos Disponibles	0.0%	0.0%	0.0%	7.6%
Inversiones corto plazo	6.8%	8.6%	14.5%	6.8%
CxC Comerciales	30.2%	26.7%	28.3%	27.0%
Inventarios Neto	19.2%	22.5%	23.0%	20.0%
Gastos anticipados	4.0%	4.5%	0.9%	4.2%
Total Activo No Corriente	39.8%	37.7%	33.2%	33.9%
Propiedad, planta y equipo	38.7%	37.2%	31.2%	32.5%
Propiedades de inversión	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Activos Intangibles y Diferidos	0.6%	0.1%	0.1%	0.02%
Otros activos	0.4%	0.3%	1.9%	1.4%
Total Activo	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO	dic-15	dic-16	dic-17	oct-18
Total Pasivo Corriente	38.5%	29.1%	33.4%	34.8%
Deuda Financiera CP	12%	1%	1%	0%
Deuda Comercial	18%	21%	24%	20%
Otros Pasivos CP	9%	7%	8%	15%
Total Pasivo LP	1.8%	2.0%	1.8%	1.7%
Deuda Financiera LP	0%	0%	0%	0%
Otros pasivos LP	2%	2%	2%	2%
PATRIMONIO	59.7%	68.8%	64.8%	63.4%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. Elaboración: BWR.

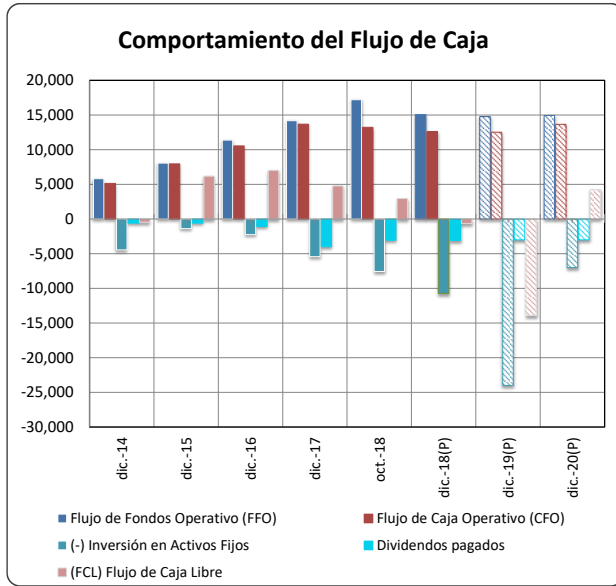
FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

En los años analizados la empresa ha logrado una generación operativa medida por el Flujo de Fondos Operativo (FFO) que le ha permitido cubrir sus requerimientos de capital de trabajo e inversión sin necesidad de recurrir a nuevo endeudamiento externo.

El flujo de caja operativo (CFO) de igual forma ha sido históricamente holgado puesto que el crecimiento normalmente no ha implicado requerimientos mayores de capital de trabajo para la Compañía.

Con corte octubre-2018, observamos que Zaimella presenta un CFO positivo que se da principalmente por un fuerte crecimiento del negocio a pesar del incremento de los requerimientos de capital de trabajo (cuentas por cobrar e impuestos pagados por adelantado) por USD 3.9MM.

Gráfico 8



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

En relación a las inversiones de capital (CAPEX), observamos que la principal inversión se ha realizado hasta octubre-2018 por un monto de USD 7.5MM y hasta finales del 2018 esperamos que las inversiones en CAPEX alcancen los USD 10.7MM. Las inversiones corresponden a la construcción de un centro de distribución Pototin, una plataforma para eventos, y una nueva planta de envases plásticos para la línea de cosméticos, además de inversiones en maquinarias y repotenciación de las mismas.

En 2019 Zaimella espera realizar inversiones en CAPEX de aproximadamente USD 24MM orientadas principalmente a la compra de un terreno y a la adquisición de nueva maquinaria que le permitirá mejorar su capacidad instalada para la línea de absorbentes.

La política de cobro se ubica en 65 días, e históricamente se ha ubicado cerca de los 70 días a finales del año. Por el lado de las cuentas por pagar, la política es de 90 días.

Respecto al inventario, la empresa busca mantener un nivel que cubra al menos 80 días de ventas, aunque en los últimos 4 años se ha ubicado en promedio en 95 días. Es por esto que proyectamos que los días de inventario para finales del 2018 sean cercanos a 93 días.

Con respecto al pago de dividendos a los accionistas, este ha sido conservador en los años analizados, por lo que la Compañía mantiene un fuerte patrimonio tangible² y un bajo nivel de endeudamiento. Estos pagos han fluctuado entre 10.6% y 47.4% de los

resultados del ejercicio. Para la proyección de 2019 y 2020 se han considerado pagos de dividendos por USD 3MM a los accionistas.

El CFO proyectado para el 2018 y 2019 no cubriría por completo los requerimientos de CAPEX y el pago de dividendos, por lo que se generará un flujo de caja libre negativo, a cubrirse con deuda financiera de USD 665M en 2018 y USD 13.9MM en 2019. Estos valores serían financiados a mediano plazo principalmente a través del mercado de valores.

Históricamente Zaimella ha mantenido un bajo endeudamiento en relación a su capacidad de generación. El indicador de Deuda Financiera Ajustada / EBITDA ha sido históricamente menor a uno. En 2017 el mismo fue de 0.44 veces y a la fecha de corte se ubica en 0.16 veces.

Cabe indicar que, con corte octubre-2018, la Compañía no mantiene obligaciones financieras ni obligaciones vigentes en el mercado de valores. Sin embargo, para el cálculo de deuda financiera ajustada, la calificadora incluye los contingentes a los que podría encontrarse expuesto el emisor.

Este hecho refleja una amplia flexibilidad financiera del emisor, consistente con la calificación asignada, y que le permite mitigar los posibles riesgos generados del sector y de la economía en general.

Zaimella no mantiene contingentes tributarios ni legales. No obstante, el emisor otorga garantías a empresas relacionadas que a la fecha de corte ascienden a USD 3.9MM; consideramos que estas podrían mantenerse en los siguientes años. Los recursos se utilizan principalmente para afianzar los proyectos de expansión internacional de los accionistas.

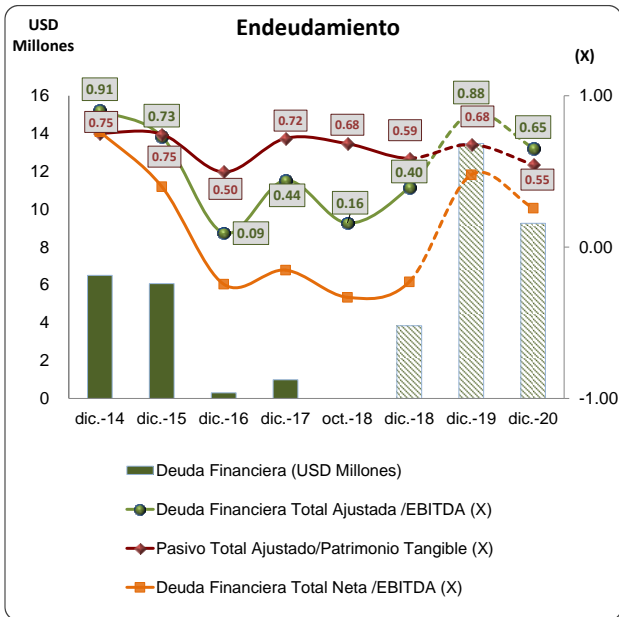
La generación de la empresa en los últimos ha sido suficiente para financiar las inversiones en CAPEX, que han sido necesarias para mejorar la eficiencia y el crecimiento de la producción, por lo que la empresa casi no ha requerido deuda financiera.

En el 2018 y 2019 se espera que se eleve el monto requerido para inversiones en CAPEX, por lo que se el indicador de Deuda Financiera Total/ EBITDA se ubicaría en 0.40 y 0.88 veces respectivamente.

² El patrimonio tangible se calcula restando del patrimonio los activos intangibles, diferidos, y aquellos que no se relacionan a la gestión comercial del negocio y cuya

recuperación está a discreción de los mismos accionistas y/o de sus empresas relacionadas.

Gráfico 9

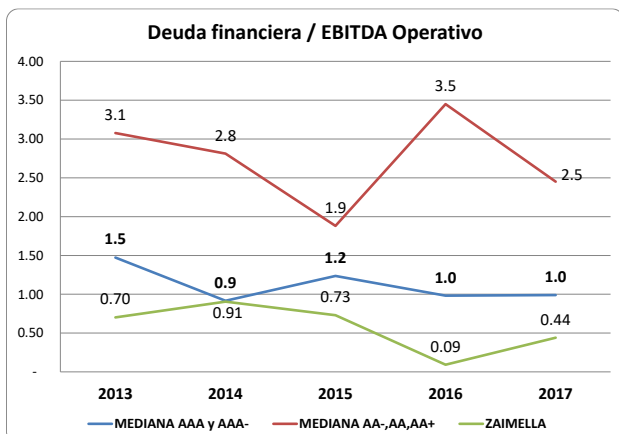


(X) Indicador en veces
Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

Consideramos positivo el hecho de que los ingresos esperados por concepto de exportación sean mayores a la totalidad de la deuda financiera proyectada de la empresa.

El gráfico a continuación muestra que el nivel de deuda de la empresa compara favorablemente con calificadas por BWR en las más altas categorías. Se espera que en los próximos años los índices de endeudamiento se mantengan en niveles conservadores en comparación a su capacidad de generación.

Gráfico 10



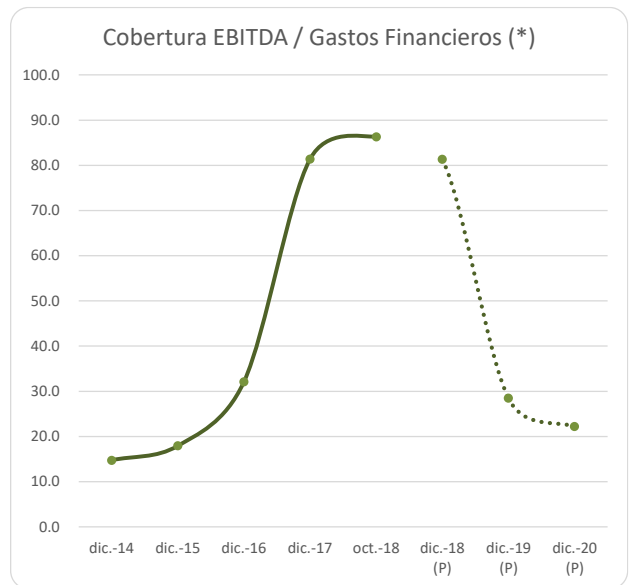
*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AAA, AAA- y AA+ por BWR
Elaboración: BWR

Capacidad de Pago y Liquidez

Históricamente el gasto financiero de la empresa en relación al EBITDA ha sido holgado, lo cual refleja flexibilidad financiera por parte de la empresa, gracias a un endeudamiento bajo.

El EBITDA en los últimos años ha cubierto ampliamente al gasto financiero (17.9 veces en 2015, 32.1 veces en 2016 y 81.4 veces en 2017). Con corte octubre-2018, el EBITDA cubre en 86.3 veces el gasto financiero, y para finales del 2018 esperamos que se ubique cercano a 81 veces.

Gráfico 11



(*) Indicador en veces
Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

Los fondos disponibles de la Compañía se utilizan principalmente para la compra de inventario y pago a proveedores. Con corte octubre-2018, Zaimella mantuvo una caja de USD 6.4MM e inversiones a corto plazo por USD 5.7MM.

La Compañía actualmente tiene como meta tener una caja mensual que oscile entre los USD 2 y 3MM de dólares para su operatividad normal.

En general la liquidez de la Compañía ha sido holgada en los últimos años. A lo largo del 2018 el emisor ha podido generar liquidez suficiente para cancelar USD 1MM que mantenía como deuda financiera.

Como se dijo anteriormente, para el 2019, se espera una inversión importante en CAPEX, por lo que se requerirá financiamiento, que será cubierto con deuda con el mercado de valores.

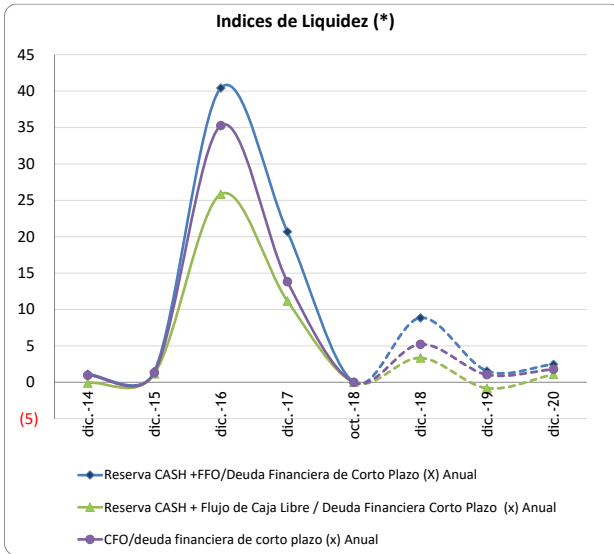
El riesgo de refinanciamiento de la empresa inexistente a la fecha, y a futuro este es bajo, considerando la posición de la empresa en el



mercado, su capacidad de generar flujos de caja libre positivos en entornos recesivos y su bajo nivel de endeudamiento. Se espera que de darse un escenario de contracción de ventas, el emisor pueda liberar liquidez con menores inversiones en CAPEX y pago de dividendos.

Además la Compañía mantiene líneas de crédito no utilizadas con las principales entidades bancarias del país.

Gráfico 12



(*) Indicador en veces
Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

La empresa ha cumplido con el indicador corriente de liquidez, exigido por normativa para la emisión de valores, como se demuestra en el cuadro a continuación:

	Activo corriente	Pasivo Corriente	Indicador Liquidez
may-18	51,487	24,947	2.06
jun-18	53,611	26,918	1.99
jul-18	51,542	28,520	1.81
ago-18	52,091	27,986	1.86
sep-18	54,233	29,125	1.86
oct-18	55,728	29,370	1.90
Promedio semestral			1.91

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN Y CAPACIDAD DE LOS ACTIVOS PARA SER LIQUIDADOS

A continuación se detalla la prelación de los pasivos, de acuerdo a la Ley, donde el papel comercial analizado se encontraría en la tercera prelación:

Fecha de corte	oct-18
Activo Líquido (USD M)	12,156
Activo Ajustado (USD M)	81,708
Activo Total (USD M)	84,300

oct-18				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	8,619	8,619	9.48
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	8,619	9.48
3era	Deuda sin garantía específica de balance	22,574	31,194	2.62
TOTAL				2.62

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 2.62 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos libres de la empresa.

De acuerdo al cálculo de la garantía general entregado por el emisor, el monto en circulación de los valores vigentes en el mercado de valores en conjunto con el monto autorizado de esta emisión estaría dentro del límite legal establecido por ley.

A la fecha de corte, los activos de la empresa son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 66.1% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 33.9% restante representa principalmente activo fijo, cuya capacidad de ser liquidado así como sus valores de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de



cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

RESGUARDOS

Resguardos del Papel Comercial

Para el papel comercial que se analiza en este estudio, Zaimella del Ecuador S.A. se obliga a:

1. Establecer al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 1, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y,
 - b. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a 1, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

Mantener, durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la Ley.

Se deja constancia que el incumplimiento de los resguardos antes establecidos, dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones efectuadas por la compañía.

En función del certificado con corte octubre-2018 entregado por el emisor, podemos afirmar que el emisor cumple con los resguardos de la emisión.

Al momento la Compañía no mantiene deudas en el mercado de valores, sin embargo, el papel comercial analizado en el presente estudio se encuentra vigente hasta enero 2019. El mismo representa únicamente el 7% del patrimonio, por lo que no supera los límites establecidos por la legislación vigente (200%).

Además, hemos recibido la confirmación del agente pagador DECEVALE y de la Compañía indicando que no registran valores pendientes de pago o cancelación por concepto de cupones, tanto de capital como de intereses.

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil; en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez de papel en el mercado y no al contrario.

La empresa ha participado en el mercado de valores desde el año 2008 y mantiene un historial de pago limpio en cuanto al pago en tiempo y forma de sus obligaciones. Hasta la fecha ha colocado en el mercado cinco emisiones de obligaciones y cuatro programas de papel comercial.

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil no se han negociado valores del papel comercial analizado en mercado secundario.

ZAIMELLA DEL ECUADOR S.A.					
(Miles de USD)	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	oct-18
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	1,015	3,437	4,708	10,265	12,156
Cuentas por Cobrar Comerciales	12,848	15,376	14,645	20,051	22,800
Inventarios	11,217	9,703	12,267	16,285	16,850
Activos fijos	20,079	19,591	20,314	22,097	27,383
Otros Activos	3,125	2,559	2,679	2,177	5,111
Total Activos	48,284	50,665	54,613	70,874	84,300
Cuentas por Pagar Proveedores	10,072	8,996	11,694	17,094	17,112
Deuda Financiera Total	6,514	6,074	299	989	0
Deuda Financiera Corto Plazo	5,260	6,074	299	989	0
Deuda Financiera Largo Plazo	1,253	0	0	0	0
Otros Pasivos	3,636	5,337	5,019	6,829	13,717
Total Pasivos	20,222	20,407	17,012	24,913	30,830
Patrimonio	28,062	30,258	37,601	45,961	53,470
Resumen de Resultados					
Ventas	60,254	74,896	76,743	90,275	90,155
Costo de ventas	-39,146	-47,057	-46,251	-54,525	-55,471
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-
Egresos operativos	(16,384.07)	(19,409.56)	(19,238.07)	(20,776.54)	(21,031.64)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,724	8,429	11,254	14,974	13,652
Gasto Financiero del período	(488.08)	(580.18)	(434.75)	(212.74)	(239.24)
Impuestos a la renta	(802.20)	(1,901.40)	(2,170.04)	(2,937.46)	(3,196.83)
UTILIDAD NETA	3,621	6,135	8,442	12,351	10,573
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	7,197	10,406	13,958	17,315	20,594
(-) Gasto Financiero del período	-488	-580	-435	-213	-239
(-) Impuesto a la renta del período	-900	-1,765	-2,146	-2,914	-3,197
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	5,810	8,060	11,377	14,189	17,158
(-) Variación Capital de Trabajo	-670	-110	-836	-512	-3,986
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	5,140	7,951	10,541	13,677	13,172
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	187	245	-147	561	357
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-600	-600	-1,100	-4,000	-3,064
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-4,463	-1,379	-2,245	-5,438	-7,523
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-720	-32	-35	-18	15
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-456	6,185	7,015	4,782	2,957
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	113	-439	-5,776	690	-989
OTRAS INVERSIONES NETO	15	16	32	84	-77
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	-3,338	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-328	2,423	1,271	5,557	1,891
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	1,343	1,015	3,437	4,708	10,265
Indicadores					
Patrimonio Tangible	26,814	29,382	36,259	43,889	50,878
% crecimiento en ventas	4.6%	24.3%	2.5%	17.6%	22.6%
MARGEN EBIT (%)	7.8%	11.3%	14.7%	16.6%	15.1%
MARGEN EBITDA (%)	11.9%	13.9%	18.2%	19.2%	22.8%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	12.90	14.89	27.17	67.70	72.72
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	14.75	17.94	32.11	81.39	86.08
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	14.75	17.94	32.11	81.39	86.08
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.91	0.73	0.09	0.44	0.16
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.76	0.40	(0.24)	(0.15)	(0.33)
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	19%	20%	3%	14%	7%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1.10	1.49	40.44	20.67	N/A
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.98	1.31	35.27	13.82	N/A
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.09)	1.18	25.84	11.17	N/A
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.08)	1.19	25.95	11.25	N/A

La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de sus clientes y de otras fuentes que considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una evaluación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de la información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles. Dependiendo de la naturaleza del proceso de calificación y/o del emisor, la forma en que se realice la evaluación y el análisis de la información pueden variar, al igual que los requisitos de información para la calificación. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos incluyendo auditores independientes con respecto a los estados financiero y abogados con respecto a los aspectos legales. No son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS : Las prácticas a través de las cuales se ofrecen y se colocan los valores al mercado, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría , los acuerdos de procedimientos con terceros, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros. En última instancia la institución calificada y/o el emisor son los responsables de la exactitud de la información que proporcionan a la Calificadora y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes.

Adicionalmente, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en ellos expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo a la norma vigente. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún valor para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los valores. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye su consentimiento para usar su nombre sin autorización. Todos los derechos reservados. ©®. BANKWATCH RATINGS 2018.