

Ecuador
Obligaciones
Calificación Inicial

Zaimella del Ecuador S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Calificación Actual	Último cambio
Programa Papel Comercial 2020	AAA	N/R
Programa Emisión de obligaciones 2020	AAA	N/R

Perspectiva: Estable

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

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

N/R: No registra cambio de calificación

Definición de Calificación:

La categoría AAA corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

Resumen Financiero

(USD Millones)	dic-19	dic-20	ene-21
Activos	96.7	111.7	105.4
Ventas	111.8	97.2	6.4
Margen EBITDA (%)	16.55%	20.22%	11.79%
ROE (%) *	20.51%	19.03%	6.09%
Deuda / capitalización (%)	3.09%	6.06%	6.68%
CFO / Deuda Fin CP (X)	N/A	3.07	0.87
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	N/A	6.14	-11.20
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)	0.11	0.25	0.57
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)	0.13	0.30	0.71

*Indicador anualizado para ene-2021

Contactos:

Carlos Ordoñez, CFA
(5932) 226 9767; Ext. 105
cordonez@bwratings.com

Joaquin Carbo
(5932) 226 9767 ext. 115
jcarbo@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar la calificación de "AAA" al programa de papel comercial y a la emisión de obligaciones de Zaimella del Ecuador S.A. analizadas en este estudio. Las calificaciones otorgadas reflejan nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de las emisiones calificadas 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 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 a futuro.

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, control de gastos y costos 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.

Bajo endeudamiento con relación a la generación. El emisor mantiene niveles bajos de endeudamiento respecto a su generación y un respaldo patrimonial importante. Vemos además 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.

Sólidos niveles de liquidez. En general, la liquidez de la Compañía ha sido holgada. La capacidad del emisor de generar flujos de caja libre positivos en entornos recesivos le ha permitido acumular excedentes de caja suficientes para cubrir el monto de deuda proyectada.

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 con relación a su generación.

CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS

A continuación, se presenta un detalle de las emisiones calificadas en este informe:

Programa de Papel Comercial 2020	
Emisor:	Zaimella del Ecuador S.A.
No. De Seguimiento	Calificación inicial
No. de Resolución	SCVS-IRQ-DRMV-2020-00003178
Fecha de Aprobación SCVS	15-may-20
Monto Programa	4,000,000.00
Monto en circulación	4,000,000.00
Plazo del Programa	720 días
Plazo de la Emisión	359 días
Fecha Vencimiento Programa	5-may-22
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 de la compañía emisora, consistente en pago a proveedores y servicios
Agente Estructurador y Colocador	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.
Agente Pagador:	DECEVALE S.A.
Rep. Obligacionistas:	Molina & Compañía Abogados S.A.

Emisión de Obligaciones 2020			
Emisor:	Zaimella del Ecuador S.A.		
No. De Seguimiento	Calificación inicial		
No. de Resolución	SCVS-IRQ-DRMV-2020-00005037		
Fecha de Aprobación SCVS	28-ago-20		
Monto Total Emisión	7,000,000.00		
Monto en circulación	0.00		
Clase	Clase A	Clase B	Clase C
Monto	2,300,000.00	2,300,000.00	2,400,000.00
Plazo	368 días	368 días	368 días
Cupón de Interés	Fija anual 3,25%	Fija anual 3,25%	Fija anual 3,25%
Pago de interés	Semestral	Semestral	Semestral
Pago de capital	Semestral	Semestral	Semestral
Garantía	General		
Destino de la emisión	Proyectos de inversión de la compañía emisora, consistentes en compra de maquinaria para incrementar la capacidad productiva y mejorar la calidad de los productos		
Tipo de emisión	Desmaterializada		
Agente Pagador:	DECEVALE S.A.		
Rep. Obligacionistas:	Molina & Compañía Abogados S.A.		

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

La pandemia del COVID-19 ha afectado la economía global, debido al cierre de negocios y las restricciones para circular. De acuerdo con Banco Mundial, el PIB de todo el planeta se contraerá en 2020 en 5.2% mientras que América Latina y el Caribe lo hará en 7.2%. Para 2021, se espera un rebote del indicador, que crecería en 5.2% de forma global y en 2.8% para la región.

Esta situación ha afectado los precios mundiales de los productos básicos, como el petróleo y gas, así como el comercio en general, por la fuerte desaceleración económica de Estados Unidos y

China. Así mismo, industrias como el turismo, el transporte aéreo y otras que por su naturaleza implican aglomeración de personas se han visto especialmente afectadas.

La economía ecuatoriana no es la excepción, aunque presenta algunas particularidades, ya que esta ya venía contrayéndose ligeramente desde el último trimestre de 2019, debido a la tendencia a decrecer del precio del petróleo, una apreciación del dólar frente a otras monedas de la región y la imposibilidad de mantener un dinamismo que en los últimos 10 años había dependido principalmente del gasto público, impulsado a su vez por los ingresos petroleros y un endeudamiento creciente e insostenible.

En este escenario, el 2020 ha sido un año extremadamente complejo para Ecuador, con una economía sin flexibilidad monetaria, un alto endeudamiento, reservas de liquidez inexistentes, una caída significativa en ingresos por exportaciones petroleras, un sistema de salud con deficiencias para afrontar la pandemia, un gobierno con baja popularidad y vencimientos importantes de su deuda externa. A esto se sumó la rotura de un tramo del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP), que afectó la producción de petróleo.

Dentro de este escenario, cabe resaltar el éxito del gobierno en las gestiones realizadas para conseguir un alivio financiero que le permitiera cumplir con sus objetivos financieros de corto plazo y reducir la severidad de la crisis. En agosto se consiguió la aprobación del reperfilamiento de los bonos de deuda externa, que permitirá a Ecuador reducir los intereses, ampliar los vencimientos hasta el año 2040 y reducir el capital de dicha deuda. En el mismo mes, se anunció un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional para acceder a un programa de crédito de USD 6,500 millones. El acuerdo tiene una duración de veintisiete meses. Ecuador tendrá un plazo de diez años para repagar el capital, con cuatro años de gracia. La tasa de interés sería cercana al 2.9%. Del monto anterior, USD 4,000 millones fueron desembolsados entre octubre y diciembre de 2020, y se espera desembolsos por USD 1,500 millones en 2021 y USD 1,000 millones en 2022.

En 2020, el riesgo país cerró en 1,062 puntos base y fue superior en 237pb con respecto a dic-2019. Es importante mencionar la progresiva recuperación del EMBI en comparación al primer y segundo trimestre de 2020, debido principalmente al programa de financiamiento de organismos multilaterales, recuperación de precios del petróleo y reperfilamiento de los bonos 2030, 2035 y 2040. Con corte a febrero 2021, el riesgo país cerró en 1,226 puntos base y su incremento responde a la

incertidumbre del panorama electoral y la continuidad dentro del programa de crédito del FMI.

La previsión más reciente del Banco Central del Ecuador (BCE) considera una contracción del PIB en términos constantes de 8.9% en 2020; luego de tocar fondo el segundo trimestre de 2020, periodo en el que la economía decreció en 10.6% trimestral por el impacto de la pandemia y restricciones en la actividad productiva del país. Si bien, el BCE estima que el PIB del país crecerá en 3.1% en 2021, este todavía sería inferior en 6.1% al del 2019; de acuerdo con las previsiones del FMI, recién en 2025 el PIB recuperaría nuevamente el valor de 2019.

Aun cuando las exportaciones petroleras en 2020 son 39.51% más bajas que 2019, cabe resaltar que el país ha logrado compensar esta situación y conseguir un superávit comercial, que llega a USD 3,239 millones. Aportan positivamente las exportaciones de productos primarios no petroleros, que participan con el 56.4% de las exportaciones en 2020 y que incrementan anualmente en USD 1,315MM (13.03%). Por otro lado, las importaciones han caído anualmente 21.03%

El presupuesto general del Estado para 2021 tiene necesidades de financiamiento por USD 13,936 millones, de las cuales USD 10,506 millones ya estarían cubiertos, por lo cual la brecha financiera llegaría a una cifra manejable de USD 3,430 millones. La deuda pública total a enero 2021 es de USD 63,885 millones, de los cuales el 71% corresponde a deuda externa.

El 2021 se vislumbra como un año de recuperación frente al 2020, pero todavía restan elementos importantes de incertidumbre, como son la evolución de la pandemia, el resultado de las elecciones presidenciales y de asambleístas, y la política económica y de relaciones internacionales que aplicará el nuevo gobierno, que se posicionará en mayo-2021, y que determinará la continuidad de los acuerdos de financiamiento con organismos internacionales.

El País necesita entrar en un pacto político, social y económico, donde intervengan todos los actores del País para buscar acciones consensuadas de una política planificada de la economía que ofrezca seguridad y no políticas paliativas para cubrir problemas de turno.

Análisis de la industria

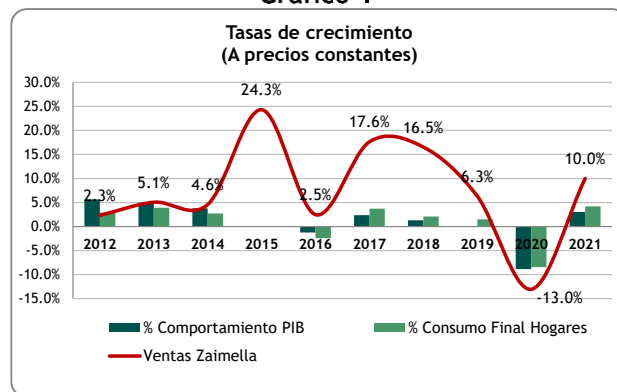
Zaimella del Ecuador S.A. se dedica principalmente a la producción y comercialización de pañales desechables para bebés y adultos, así como la producción y comercialización de productos cosméticos por lo que pertenece específicamente al sector de fabricación y comercialización de productos de higiene 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.

Zaimella participa dentro de la industria de manufactura, específicamente dentro de la industria de fabricación de papel y productos de papel. Con base a previsiones del Banco Central, en 2020, la industria de fabricación de papel y productos de papel decreció en 8.22% anual y representó el 4.95% del total del sector manufacturero y un 0.6% del PIB en términos constantes.

El sector mantiene una correlación positiva frente al PIB y particularmente con el consumo de hogares. Se espera, que el impacto de la crisis suscitada por el COVID-19 para la actividad de fabricación de pañales desechables sea menor debido a su naturaleza de bien básico ya que este sector ha podido seguir operando en la emergencia sanitaria al ser considerada la higiene parte de los sectores autorizados.

Gráfico 1

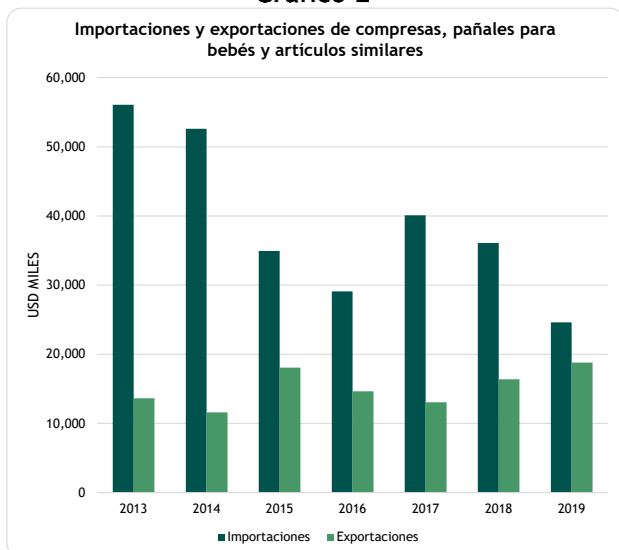


Cifras preliminares 2019 y previsiones 2020 y 2021
Fuente: BCE. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

Las exportaciones de pañales y artículos similares alcanzaron los USD 15.43MM en promedio anual entre 2014 y 2019, mientras que las importaciones sumaron en promedio USD 36.23MM en el mismo período.

La industria se consolidó paulatinamente por lo que las importaciones se redujeron hasta el año 2016, si bien en 2017 se presentó un crecimiento de 38% anual, en montos absolutos no han retornado a los observados en el año 2013 y durante 2018 y 2019 las importaciones de estos bienes presentaron una caída de 10% y 32% respectivamente. La oferta de estos productos se ha diversificado y las exportaciones se fortalecen lentamente. Los principales destinos de exportación de pañales y productos similares son Bolivia, Perú y EE.UU. Ecuador importa pañales principalmente desde Colombia, Perú, Brasil, China, Canadá y EE.UU. A la fecha no se pueden encontrar estadísticas de este sector para 2020.

Gráfico 2



Fuente: Trademap.org. Elaboración Bankwatch Ratings S.A.

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 parte, 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 proyección poblacional del Ecuador publicados por el INEC, para el año 2020 el 7.6% (1.33 millones) de la población ecuatoriana estará en edades entre 0 y 3 años. Por otro lado, el 7.5% (1.31 millones) de la población estará en edades comprendidas entre 65 años y más. El primer grupo poblacional ha tenido tasas de disminución de alrededor de 0.24% promedio anual en los últimos 10 años, sin embargo, el grupo de adultos mayores registra un crecimiento promedio de 1.55% anual en el mismo período.

Si bien en este año se encuentra previsto el censo de población y se actualizarán las proyecciones poblacionales, por las tendencias históricas se prevé que estas trayectorias no varíen de forma importante y que se mantenga un crecimiento rápido de la población adulta mayor. Estas perspectivas están dentro de las observadas a nivel mundial según los análisis de la Organización de Naciones Unidas que dan cuenta del peso cada vez mayor de este grupo de edad en la población mundial y la prolongación de su aporte productivo.

En la industria de pañales existen varias marcas competidoras orientadas a distintos segmentos socio económicos, 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.

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.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Zaimella del Ecuador S.A. es una empresa industrial ecuatoriana con más de 20 años de trayectoria, cuenta con una importante participación en el mercado y es clasificada como grande según el tamaño de sus activos y volumen de ventas. Su posición se ha fortalecido en el mercado por su orientación innovadora soportada en tecnología de punta y la captación de segmentos paralelos de productos con oportunidad de crecimiento.

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 Sanitex, un importante competidor mediante el cual aumentó su oferta de pañales de bebé con la marca Pompis y entró a competir en el segmento de protectores postparto con Maternity y pañales para adultos bajo la marca Prudential.

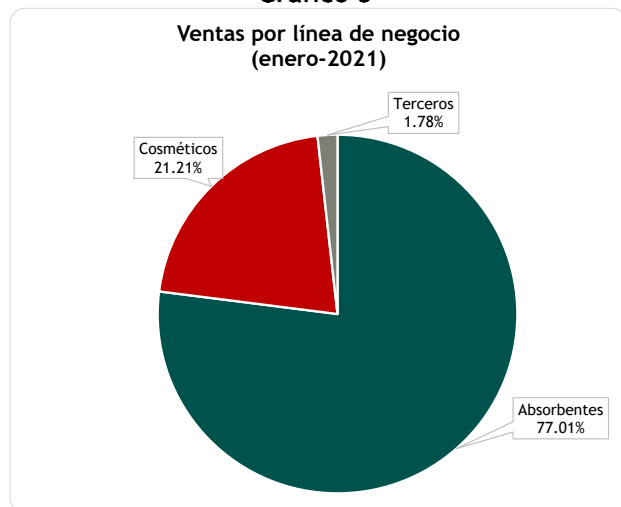
En el año 2004 adquirió la fábrica Nutrexp que le permitió ingresar a la línea de cosmética infantil. Ese mismo año compró la maquinaria necesaria para la fabricación de pañitos húmedos de bebé y toallas desmaquillantes. Desde finales de 2004, la empresa certifica sus procesos con la norma de calidad ISO 9001.

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

Su planta de producción cuenta con una capacidad instalada para producir 3,028 millones de unidades de productos al año (36.34% absorbentes y 63.66% cosméticos, toallas húmedas y mascarillas), a dic-2020 existe una utilización del 39.89% de la capacidad instalada. La 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 518 personas (dic-2020) entre directivos, administrativos, técnicos y operarios. El emisor no ha tenido problemas laborales ni posee sindicato.

Gráfico 3



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

Zaimella posee tres líneas de negocio o divisiones: la línea de absorbentes, que se refiere a pañales (bebés y adultos), toallas sanitarias y absorbentes para mascotas; la línea cosmética, que incluye productos de higiene personal, toallas húmedas, protección antibacteriana y mascarillas, 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, con una participación promedio durante los últimos 5 años de 81.78% de sus ventas. Dentro de esta línea de negocio, pañales es el producto estrella y representó en 2020 el 96.34% de las ventas de esta división. Dentro de esta, la venta de pañales de bebé es el negocio principal y más antiguo de la Compañía y en el mismo período representó el 52.27% del total de ingresos.

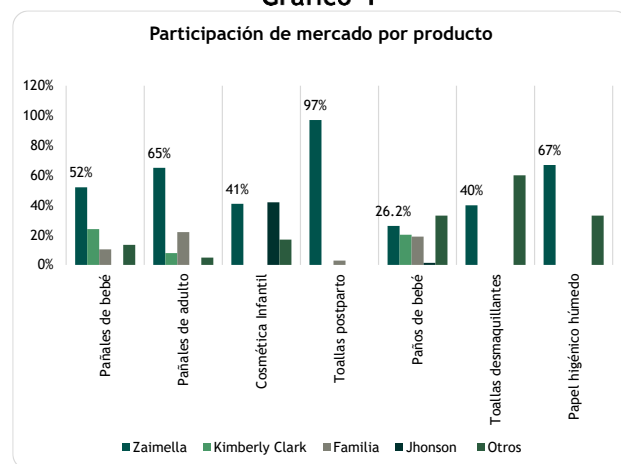
La línea de cosmética cuenta con una participación promedio, en los últimos cinco años, del 16.67% de las ventas. Los paños húmedos son el principal generador de ingresos de esta división con una participación de 51.30%. Adicionalmente, se destaca la participación del 10.82% del producto mascarillas y protección antibacteriana dentro de la línea de cosméticos, cuya comercialización inició en mayo 2020. Por su parte, la división de productos a terceros representa en promedio el 1.80% del total de ingresos, y hace referencia a mercadería producida por terceros que se venden en los locales denominados *pañaleras Pototín*.

Actualmente seis compañías controlan la totalidad del mercado de pañales para bebé en el Ecuador y las tres principales poseen el 86.5% del mismo. Zaimella se destaca como líder de mercado en este segmento con el 52% de las ventas, participación que ha mantenido en el tiempo.

De igual manera en el segmento de pañales para adultos Zaimella es el participante principal con la venta de sus productos Prudential, con una participación de 65%.

En la línea de cosmética infantil, Zaimella ocupa la segunda posición con una participación del 41%. 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.

Gráfico 4



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

Zaimella tiene la posición de líder en su mercado y también cuenta con una posición ventajosa por sus ventas a otros mercados. Históricamente, las ventas locales han representado cerca del 85% y las exportaciones el 15% de sus ventas. A diciembre 2020 el 17.11% de sus ventas corresponde a exportaciones a países como Bolivia, Perú, Estados Unidos, Colombia, Panamá, Argentina y Curazao. El 7.50% de las ventas corresponde a exportaciones a empresas relacionadas.

Los principales canales de distribución que utiliza son distribuidores mayoristas, autoservicios y farmacias y cuenta con 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, que distribuyen a distintos locales o son autoservicios grandes. A diciembre 2020, los 10 principales clientes representan el 77.40% de los ingresos y el cliente con mayor participación sobre ventas concentra el 24.20%. No obstante, sus productos son de uso masivo por lo que no se aprecian riesgos de concentración considerando al cliente final.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

Zaimella del Ecuador S.A. no forma parte de ningún grupo empresarial, aunque mantiene operaciones

comerciales con empresas relacionadas por accionistas.

Las empresas relacionadas por sus accionistas mantienen una importante presencia internacional con plantas de producción en Estados Unidos y Ecuador. Además, cuentan con oficinas comerciales en Perú, Bolivia, Venezuela y República Dominicana, y con distribuidores en seis países de Latinoamérica.

Los accionistas de la Compañía tienen participación en Zaimella Venezuela, Zaimella ZMLTP, IMPEX OF DORAL INC, Zaimella SAC Perú, ZM Bolivia S.R.L, Gocarmel, Zaimella HD S.A. y Enermax S.A.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A enero 2021 el patrimonio de Zaimella del Ecuador S.A. es de USD 72.25MM y el 42.26% corresponde a capital social.

Las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionista	Capital (USD)	% Participación
Morconello S.A.	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	919,198	3.01%
Di Mella Vespa Silvana	919,199	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 el 68.53% del financiamiento 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.

Durante el año 2017 se distribuyeron como dividendos USD 4MM, en 2018 USD 3.06MM correspondientes a resultados acumulados de los años 2015 y 2016, en 2019 USD 4.055MM y en 2021 serán repartidos 5.71MM correspondientes a utilidades acumuladas de 2017 y 2018.

El 24 de septiembre de 2019, el accionista Giovanni Carlos Di Mella Vespa poseedor del 80.23% de las acciones de empresa, cedió la totalidad a la empresa Morconello S.A., del que es accionista mayoritario. El proceso fue aprobado por la Superintendencia de Compañías el 2 de octubre de 2019.

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 y no representan riesgos significativos en relación con 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, 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 Giovanni Di Mella Vespa, que además se desempeña como Presidente Ejecutivo. Como buena práctica de Gobierno Corporativo, actualmente la empresa mantiene diez 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. Al ser el fundador de la empresa el Presidente Ejecutivo 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 2019 un nuevo Comisario Principal y mantiene un Comisario Suplente, los cuales fueron reelegidos en mayo, 2020. Estos 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.

La empresa genera información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio que han emitido opiniones libres de salvedades.

Como parte de sus estrategias de negocios, Zaimella Ecuador mantiene operaciones con compañías relacionadas, al respecto la empresa mantiene informes anuales sobre los precios de transferencia de esas operaciones.

La empresa cuenta con lineamientos estratégicos y un presupuesto anual elaborado por el departamento de Finanzas. A mediados de cada 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 (la mejor relación entre calidad y precio) para el mercado latinoamericano. Para ello, el emisor ha mantenido una constante actualización tecnológica de su planta y de sus procesos, robustece sus metodologías y sistemas para poder ser más competitivos, mejorar constantemente sus productos y desarrollar nuevos productos. Además, los accionistas han ampliado el negocio a través de otras empresas relacionadas en Latinoamérica y Estados Unidos.

En adición, Zaimella del Ecuador ha creado un área especializada en manejo y gerencia de proyectos llamada Clúster, que implementa buenas prácticas internacionales para la gestión de proyectos. Las distintas áreas funcionales se apoyan del Clúster para gerenciar proyectos de distinta índole, requeridos para mejorar sus sistemas de gestión, lanzar nuevos productos, mejorar eficiencias, resolver problemas identificados y aprovechar oportunidades de mercado. En 2019 el área completó 146 proyectos y en 2020 cerraron con 264 proyectos.

Ante la coyuntura social y macroeconómica actual, la empresa efectúa comités a diario para monitorear el cumplimiento de proyecciones, precautelar liquidez, priorizar gastos y costos, establecer planes de operación y definir estrategias de mercado, entre otros.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros de Zaimella del Ecuador S.A. de 2019 y 2018 auditados por la firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador, 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 diciembre 2020 y enero-2021.

Hemos recibido por parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para los periodos 2020 a 2023. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas. Cabe mencionar que las proyecciones incluyen supuestos sobre el efecto del macroentorno y recuperación económica.

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, posicionamiento de mercado, diversificación de su mercado por las exportaciones, diversificación y calidad de sus productos a precios convenientes.

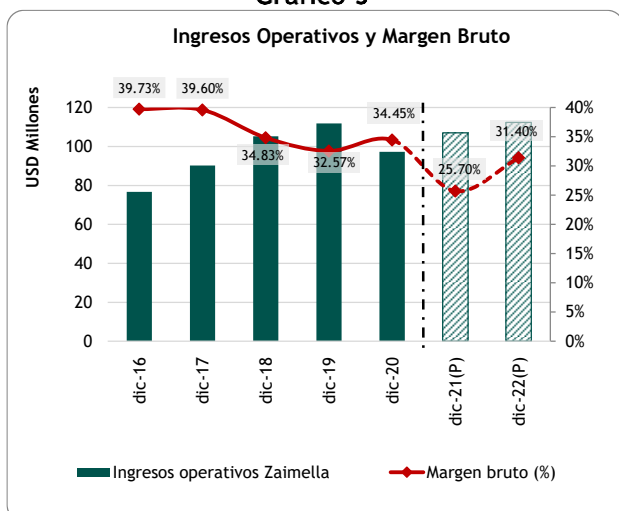
Las ventas de Zaimella de los últimos seis años han presentado un crecimiento sostenido, siendo 2017 y 2018 los años con mayor crecimiento interanual, 17.63% y 16.52% respectivamente, debido mayores ventas en la línea de cosméticos y absorbentes. Durante 2019 las ventas de Zaimella crecieron en 6.29%.

A diciembre 2020, la compañía reporta una disminución interanual de sus ingresos operativos de 13.05%. En los primeros meses del año estos se vieron reducidos por un sobreabastecimiento de productos de clientes y franquiciados a fines del año precedente, y a esto se sumó la crisis económica desatada por la emergencia sanitaria que inició en marzo y a la subsecuente estrategia de reducción de precios en pañales de bebé para mantener su competitividad en el mercado.

La Administración señala que un factor que ha paliado la caída de las ventas es la migración del consumidor desde marcas de precio más elevado hacia los productos con precios más convenientes de la Compañía además de la producción y comercialización de mascarillas y gel antibacterial que a la fecha de corte representan el 1.87% de las ventas.

La compañía ha ajustado sus proyecciones para 2021 y 2022 con respecto a las presentadas en el último seguimiento, manteniendo un resultado neto positivo, aunque menor que el esperado inicialmente. Estas consideran el panorama actual del país, el incremento en el precio de materias primas, la presión por parte de competidores y que gran parte del portafolio de productos de la empresa es de primera necesidad y con productos sustitutos son limitados.

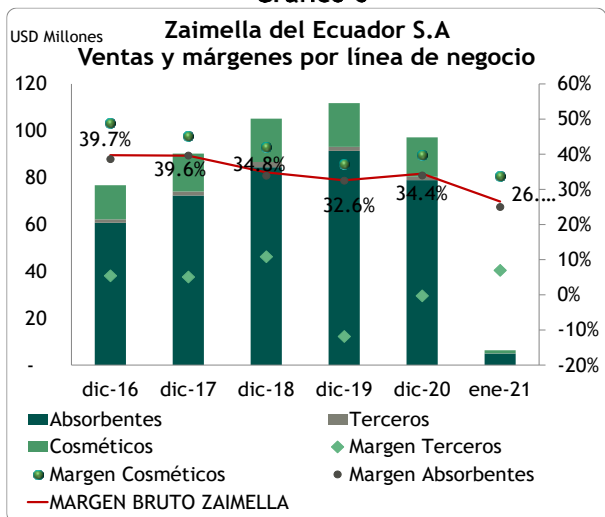
Gráfico 5



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

El margen bruto reportado de 2018 en adelante compara negativamente con cifras históricas debido a una reclasificación de descuentos realizada en 2018 que provoca que el costo de productos vendidos sea más representativo frente a la generación de ingresos operativos. 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 S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

Zaimella del Ecuador maneja un margen bruto estable y a diciembre 2020 fue de 34.45%. Durante 2020, el margen bruto logró crecer en 1.88pp a pesar de la caída en ingresos operativos gracias a las estrategias implementadas por la administración que le permitieron mantener los costos y gastos producción controlados. Los costos operativos presentaron un decremento anual de 15.47% entre los que se destaca la reducción de costos de materia prima y comercialización.

En 2021 y 2022 se estima que el margen bruto sea de 25.69% y 31.44% respectivamente. La contracción del margen bruto para 2020 considera el incremento en precios de materias primas y estrategias comerciales de ajuste de precios. Con corte a enero 2021, ya se observa una afectación interanual del margen bruto de 5.61pp por los factores mencionados. Se señala, que la proyección del margen bruto es conservadora y no considera estrategias de mix de ventas y abastecimiento de materias primas a aplicar por la empresa que podrían mitigar la reducción del margen bruto.

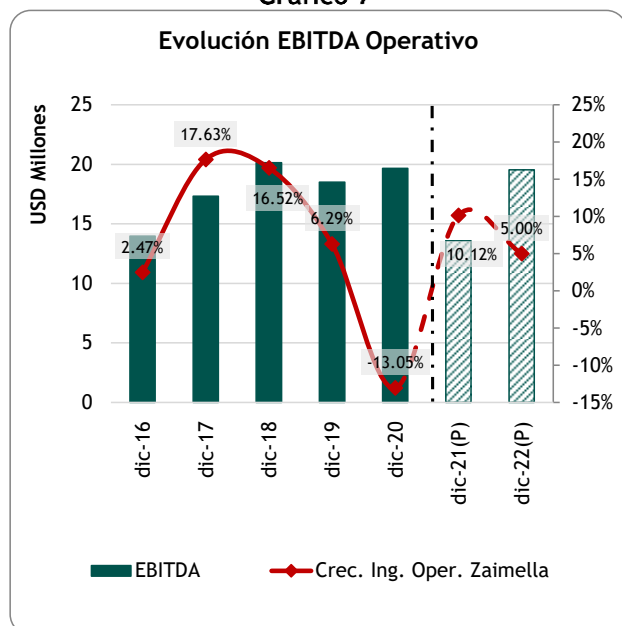
La Administración considera que el gasto operacional es controlado y se encuentra acorde con sus estrategias de ventas pues existen periodos con mayor gasto de comercialización debido a campañas de publicidad e incentivos a sus canales de distribución.

En 2020, la compañía logró reducir en 17.22% anual el gasto operativo, la reducción se consiguió con un mayor control del gasto comercial, gasto de suministros y gasto de personal. Las proyecciones de 2021 y 2022 apuntan a un ligero incremento del gasto operativo en 2.87% y 12.18% respectivamente por incremento de gasto de personal y ventas. Aunque se prevé un incremento del gasto operativo en 2021, el peso de estos gastos dentro del total de ventas se proyecta menor al reportado en los estados financieros directos del 2020.

El EBITDA operativo mostró una tendencia creciente desde 2015 hasta 2018, mientras que en 2019 el EBITDA decreció en 8.11% en concordancia con un mayor peso del costo y del gasto operativo en relación con las ventas (86.84%). En 2020, el EBITDA presentó un crecimiento anual de 6.24%, gracias a la recuperación del margen bruto y la mayor eficiencia operativa. En 2021 esperamos una contracción del EBITDA operativo cercano a 30.94% explicado por la reducción del margen bruto; y en 2022 una recuperación de 44.54% el cual en términos nominales se ubica cercano al reportado en 2020.

Por otra parte, el ROA y ROE a diciembre 2020 fue de 4.21% y 6.09% respectivamente, que refleja una rentabilidad adecuada, considerando los obstáculos de 2020, y que aporta positivamente a la calidad crediticia de la empresa; a pesar de ser inferior en comparación con periodos anteriores.

Gráfico 7



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

Estructura del Balance, Calidad de los Activos y Capacidad para ser Liquidados

A la fecha de corte, los activos de la empresa (USD 105.43MM) son en su mayoría de naturaleza operativa y en función de su clasificación contable tendrían en 66.17% una recuperación esperada de un año o menos, por lo cual podrían ser liquidados en el corto plazo. El 22.51% corresponde a fondos disponibles e inversiones de corto plazo.

ACTIVOS	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	ene-21
Total Activo Corriente	62.3%	66.8%	65.5%	65.0%	68.1%	66.2%
Fondos Disponibles	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.7%	12.0%
Inversiones corto plazo	8.6%	14.5%	14.8%	22.5%	12.6%	10.5%
CxC Comerciales	26.7%	28.3%	28.9%	25.5%	20.5%	19.2%
Inventarios Neto	22.5%	23.0%	20.8%	15.9%	14.7%	16.7%
Gastos anticipados	4.5%	0.9%	0.7%	1.1%	6.6%	7.8%
Total Activo No Corriente	37.7%	33.2%	34.5%	35.0%	31.9%	33.8%
Propiedad, planta y equipo	37.2%	31.2%	33.0%	34.7%	31.6%	33.5%
Propiedades de inversión	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Activos Intangibles y Diferidos	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otros activos	0.3%	1.9%	1.4%	0.3%	0.3%	0.4%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%	100%
PASIVO Y PATRIMONIO	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	ene-21
Total Pasivo Corriente	29.1%	33.4%	32.5%	31.6%	28.2%	29.1%
Deuda Financiera CP	0.5%	1.4%	0.0%	0.0%	3.8%	4.2%
Deuda Comercial	21.4%	24.1%	23.6%	18.9%	15.1%	14.6%
Otros Pasivos CP	7.1%	7.9%	8.9%	12.8%	9.4%	10.3%
Total Pasivo LP	2.0%	1.8%	2.2%	2.0%	2.3%	2.4%
Deuda Financiera LP	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otros pasivos LP	2%	2%	2%	2%	2%	2%
PATRIMONIO	68.8%	64.8%	65.3%	66.4%	69.5%	68.5%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

La empresa mantiene una sólida posición patrimonial y bajos niveles de endeudamiento con terceros, lo que refleja solvencia y una posición conservadora respecto al manejo financiero de la organización.

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

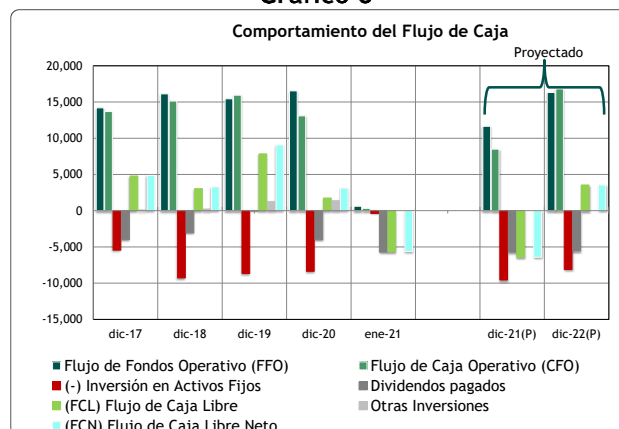
En los años analizados la empresa ha logrado una generación operativa sólida que le ha permitido cubrir sus requerimientos de capital de trabajo e inversión sin necesidad de recurrir a endeudamiento financiero y generar flujos de caja libre recurrentes.

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

A diciembre 2020 y enero 2021, tanto el FFO como el flujo de caja operativo (CFO) son positivos y presentan un ligero incremento interanual.

Esperamos que esta tendencia se mantenga durante 2021 y 2022 a pesar de la menor eficiencia operativa y requerimientos modestos de capital de trabajo durante 2021.

Gráfico 8



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

La compañía mantiene una política de cobro de 60 días, aunque históricamente esta se ha ubicado cerca de los 70 días. A finales de 2020, los días de cuentas por cobrar son de 76. El emisor no prevé cambios en la política de cuentas por cobrar durante el año en curso, por lo tanto los días de cuentas por cobrar se proyecta en 76 días para 2021 y 2022.

Con respecto a las cuentas por pagar, se estima en 95 días para 2021 y 2022, indicador que se encuentra dentro del rango histórico y concuerda con el nivel de inventarios que maneja la empresa actualmente.

Por otro lado, la empresa busca mantener un nivel de inventario que cubra al menos 80 días de ventas, aunque en los últimos cinco años se ha ubicado en promedio en 93 días. Durante 2020, la administración estableció mantener un exceso de USD 1.6MM de materias primas, con el objetivo de mitigar desabastecimientos de proveedores por la pandemia; el excedente mencionado representó 9 días adicionales de inventario. De igual manera durante 2021, la empresa planea mantener mayor

stock de inventarios para lograr un beneficio de precio anticipado ante el incremento en la cotización de materias primas, motivo por el cual los días de inventario proyectados en 2021 son 93 días; para 2022 se estima una posible estabilización en los precios de materia prima y con ello que los días de inventario se reduzcan a 90 días.

Con respecto a las inversiones de capital (CAPEX), en 2020 se efectuaron inversiones por USD 8.37MM y para 2021 y 2022 se espera que las inversiones alcancen USD 9.56MM y USD 8.11MM respectivamente, que corresponden a la adquisición de maquinaria, construcciones e inversiones para incrementar su capacidad instalada y productividad. La administración ha señalado que mediante negociaciones con el Estado, las inversiones a productivas a realizar les otorgará incentivos tributarios.

El pago de dividendos a los accionistas, este ha sido conservador en los años analizados, por lo que la Compañía mantiene un fuerte patrimonio tangible¹ y un bajo nivel de endeudamiento. Si bien la empresa no cuenta con una política formal de distribución de dividendos, en Junta General de Accionistas se aprobó el pago de USD 5.71MM en 2021.

Bajo las premisas expuestas se estima que en 2021 y 2022 el capital de trabajo requerido por mayor abastecimiento de inventarios será cubierto con holgura por el Flujo Operativo; sin embargo, las inversiones en activo fijo a realizar en 2021 requerirán financiamiento o deberán ser cubiertas por los excedentes de caja acumulados en periodos anteriores. Las proyecciones sensibilizadas por BankWatch Ratings indican un flujo de caja libre de USD 6.42MM en 2021 y USD 3.56MM en 2022.

De acuerdo con las proyecciones, se estima que la deuda financiera a finales de 2021 sea de USD 2.59MM, que contempla las clases A y B del programa de emisión de obligaciones de largo plazo analizado en el presente informe.

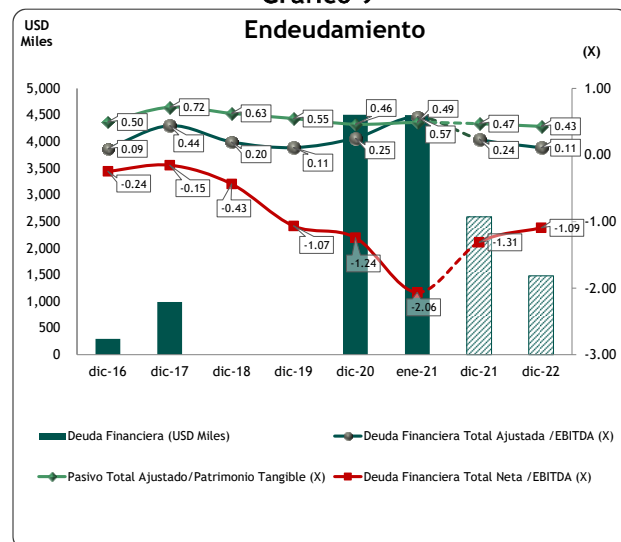
Adicionalmente, el cálculo de la deuda financiera ajustada incluye a la fecha USD 670M de contingentes por garantías crediticias sobre préstamos de relacionadas y contingentes tributarios. Para 2021 y 2022 se estima que la Deuda Financiera Ajustada / EBITDA sea de 0.24 y 0.11 respectivamente.

El indicador de Deuda Financiera Ajustada / EBITDA ha sido históricamente menor a uno, lo que refleja una amplia flexibilidad financiera, consistente con la calificación asignada. En 2020 el mismo fue de

0.25 veces y a la fecha de corte se ubica en 0.57 veces. Se resalta que a la fecha de corte la empresa maneja excedentes en fondos disponibles importantes, por política interna, que superan el monto total de la deuda financiera.

La fuerte generación y sólida flexibilidad financiera del emisor le permite mitigar los posibles riesgos generados del sector y de la economía en general.

Gráfico 9



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

Capacidad de Pago y Liquidez

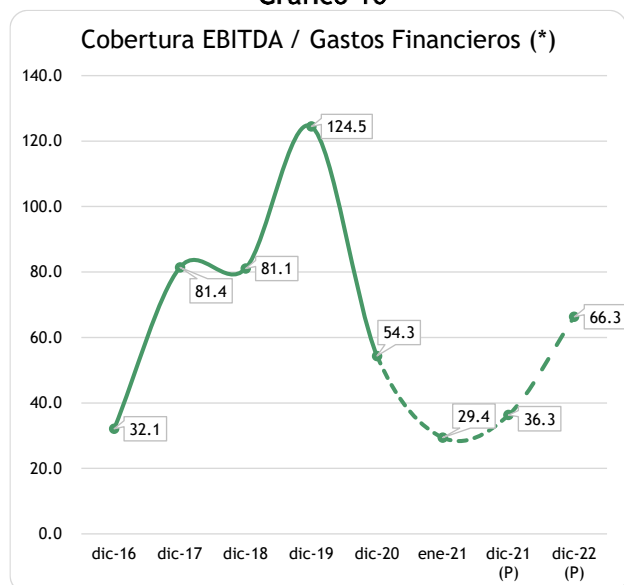
Históricamente el gasto financiero de la empresa con relación al EBITDA ha sido inmaterial, lo cual refleja la alta flexibilidad financiera por parte de la empresa.

El EBITDA en los últimos años ha cubierto ampliamente al gasto financiero (54 veces en 2020 y 29 veces en ene-2021). Para los próximos años esperamos que esta cobertura sea de 36 y 66 veces respectivamente, como se aprecia en el gráfico siguiente.

¹ 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 10



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

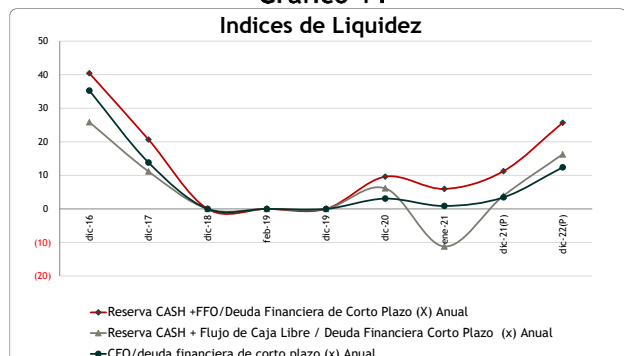
Con corte enero-2021, Zaimella mantuvo una caja e inversiones a corto plazo de USD 23.74MM. La Compañía actualmente requiere una caja mensual de USD 5MM para su operatividad normal, pero proyecta mantener los importantes excedentes actuales en los próximos años como estrategia defensiva antes los riesgos del entorno.

El riesgo de refinanciamiento de la empresa a futuro estaría cubierto, considerando la posición de la empresa en el mercado, su capacidad de generar flujos de caja libre positivos en entornos recesivos, su bajo nivel de endeudamiento y los excedentes de recursos líquidos.

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

Gráfico 11

Indices de Liquidez



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN

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

Fecha de corte	ene-21
Activo Ajustado (USD M)	102,161
Activo Total (USD M)	105,434

ene-21				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	974	974	104.89
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	974	104.89
3era	Deuda sin garantía específica de balance	32,210	33,184	3.08
TOTAL		33,184	33,184	3.08

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 3.08 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 con el 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 66.17% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 33.83% 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

Para las emisiones corporativas que se analiza en este estudio, Zaimella del Ecuador S.A. se obliga a:

Establecer al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. A la fecha de corte la empresa cumple el resguardo con un indicador de 3.12.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. A enero 2021, la empresa declara que se encuentra al día con sus obligaciones.
3. Mantener durante la vigencia de las emisiones la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1.25, indicador que se cumple a la fecha de corte y es de 5.18.
4. Mantener durante la vigencia de las emisiones, la relación de los activos libres de gravamen sobre las obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2 de la Sección I, del Capítulo IV, del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, el CODIGO ORGANICO MONETARIO Y FINANCIERO, LIBRO II LEY DE MERCADO DE VALORES y demás normas pertinentes.

Se hace constar que el incumplimiento de los resguardos podrá dar lugar a declarar de plazo vencido a las emisiones aprobadas. Estos resguardos podrán ser fortalecidos al solo criterio de los representantes legales de la compañía o de quien los reemplace en virtud de las disposiciones estatutarias.

De acuerdo con la Resolución 548-2019-V emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, los activos depurados se entienden como el total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados

regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Por último, cabe indicar que el emisor mantiene un saldo agregado de los programas de papel comercial y emisión de obligaciones que representa el 15.6% de su patrimonio, por lo cual cumple con el requerimiento legal de que este indicador sea inferior al 200%.

Además, el emisor certifica que a la fecha de calificación se han cumplido todos los resguardos y que las obligaciones de mercado de valores y del sistema financiero se mantienen al día.

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.

A la fecha de corte, el emisor no mantiene operaciones en el mercado de valores diferentes a las calificadas en este estudio.

Fecha	# de días negociados	# de Ruedas Mes	Presencia Bursátil
may-20	1	19	0.05

Atentamente,

Patricio Baus
Gerente General

ZAIMELLA DEL ECUADOR S.A.		PROYECCIONES BWR							
(Miles de USD)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	ene-21	dic-21	dic-22	
Resumen Balance									
Caja y Equivalentes de Caja	4,708	10,265	12,689	21,757	29,387	23,736	21,050	23,500	
Cuentas por Cobrar Comerciales	14,645	20,051	24,666	24,670	22,911	20,255	24,858	25,988	
Inventarios	12,267	16,285	17,813	15,414	16,453	17,567	20,548	19,277	
Activos fijos	20,314	22,097	28,240	33,516	35,235	35,294	40,603	44,092	
Otros Activos	2,679	2,177	2,083	1,350	7,689	8,582	7,689	7,689	
Total Activos	54,613	70,874	85,492	96,707	111,676	105,434	114,747	120,546	
Cuentas por Pagar Proveedores	11,694	17,094	20,159	18,229	16,808	15,406	20,989	20,348	
Deuda Financiera Total	299	989	0	0	4,507	4,501	2,588	1,482	
Deuda Financiera Corto Plazo	299	989	0	0	4,257	4,376	2,463	1,357	
Deuda Financiera Largo Plazo	0	0	0	0	250	125	125	125	
Otros Pasivos	5,019	6,829	9,521	14,251	12,781	13,278	11,823	13,151	
Total Pasivos	17,012	24,913	29,681	32,480	34,096	33,184	35,401	34,981	
Patrimonio	37,601	45,961	55,811	64,226	77,580	72,250	79,346	85,565	
Contingentes	1,000	6,650	3,956	2,050	500	670	670	670	
Resumen de Resultados									
Ventas	76,743	90,275	105,190	111,802	97,213	6,357	107,051	112,404	
Costo de ventas	-46,251	-54,525	-68,553	-75,391	-63,724	-4,670	-79,539	-77,109	
Otros ingresos operativos	0	0	0	0	0	0	0	0	
Egresos operativos	-19,238	-20,777	-19,938	-21,695	-17,959	-1,286	-18,475	-20,725	
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	11,254	14,974	16,700	14,716	15,530	400	9,037	14,570	
Gasto Financiero del período	-435	-213	-248	-149	-362	-26	-374	-295	
Impuestos a la renta	-2,170	-2,937	-3,693	-2,866	-2,711	-114	-1,553	-2,930	
RESULTADO NETO DE LA GESTION	8,502	12,384	13,012	12,312	13,493	380	7,476	11,719	
Otros resultados integrales	-60	-33	-230	158	-139	0	0	0	
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	8,442	12,351	12,783	12,470	13,354	380	7,476	11,719	
Resumen Flujo de Caja									
EBITDA OPERATIVO	13,958	17,315	20,133	18,500	19,654	750	13,574	19,537	
(-) Gasto Financiero del período	-435	-213	-248	-149	-362	-26	-374	-295	
(-) Impuesto a la renta del período	-2,146	-2,914	-3,756	-2,911	-2,760	-114	-1,553	-2,930	
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0	
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	11,377	14,189	16,129	15,440	16,532	611	11,646	16,312	
(-) Variación Capital de Trabajo	-836	-512	-999	494	-3,444	-292	-3,158	486	
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	10,541	13,677	15,130	15,934	13,088	319	8,488	16,798	
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	-147	561	254	611	1,036	119	366	374	
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	0	0	0	
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0	0	0	0	0	
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1,100	-4,000	-3,064	-53	-4,003	-5,710	-5,710	-5,500	
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-2,245	-5,438	-9,278	-8,659	-8,370	-373	-9,563	-8,115	
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-35	-18	0	0	0	0	0	0	
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	7,015	4,782	3,043	7,834	1,751	-5,645	-6,419	3,557	
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-5,776	690	-989	0	4,507	-6	-1,918	-1,107	
OTRAS INVERSIONES NETO	32	84	240	1,235	1,372	0	0	0	
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	132	0	0	0	0	0	
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	1,271	5,557	2,424	9,069	7,630	-5,652	-8,337	2,450	
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	3,437	4,708	10,265	12,689	21,757	29,387	29,387	21,050	
Indicadores									
Patrimonio Tangible	36,259	43,889	53,728	62,950	74,860	68,977	76,626	82,845	
% crecimiento en ventas	2.5%	17.6%	16.5%	6.3%	-13.0%	2.4%	10.1%	5.0%	
MARGEN EBIT (%)	14.7%	16.6%	15.9%	13.2%	16.0%	6.3%	8.4%	13.0%	
MARGEN EBITDA (%)	18.2%	19.2%	19.1%	16.5%	20.2%	11.8%	12.7%	17.4%	
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	27.17	67.70	65.96	104.90	46.71	24.93	32.13	56.38	
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	32.11	81.39	81.08	124.49	54.34	29.38	36.28	66.33	
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	32.11	81.39	81.08	124.49	54.34	29.38	36.28	66.33	
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.09	0.44	0.20	0.11	0.25	0.57	0.24	0.11	
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual-flexibilidad financiera	(0.24)	(0.15)	(0.43)	(1.07)	(1.24)	(2.06)	(1.31)	(1.09)	
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	3%	14%	7%	3%	6%	7%	4%	2%	
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	40.44	20.67	N/A	N/A	9.61	5.96	11.24	25.66	
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	35.27	13.82	N/A	N/A	3.07	0.87	3.45	12.38	
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual (flexibilidad financiera)	25.84	11.17	N/A	N/A	6.14	(11.20)	3.91	16.26	
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	25.95	11.25	N/A	N/A	6.46	(11.20)	3.91	16.26	

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis 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 que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, 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 y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente 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 comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados con relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2021.