

Ecuador
Obligaciones
Segundo Seguimiento

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.-20	dic.-21	ene.-22
Activos	108.9	113.1	116.6
Ventas	97.2	102.3	7.1
Margen EBITDA (%)	20.35%	15.84%	10.95%
ROE (%) *	19.08%	12.09%	7.01%
Deuda / capitalización (%)	7.79%	14.88%	15.84%
CFO / Deuda Fin CP (X)	2.93	0.18	2.21
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	6.46	-0.48	3.54
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	0.33	0.82	1.55
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)	0.39	0.96	1.71

* Indicador analizado para ene-2022

Contactos:

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

Sara Flores
(5932) 226 9767
sflores@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió **mantener 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 fondos disponibles son mayores a la totalidad de la deuda financiera actual y proyectada de la empresa. Estos factores le otorgan una alta flexibilidad financiera.

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 de 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	Segundo seguimiento
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	hasta 359 días
Fecha Vencimiento Programa	05-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
Calificadora de Riesgos	BankWatch Ratings
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	Segundo seguimiento		
No. de Resolución	SCVS-IRQ-DRMV-2020-00005037		
Fecha de Aprobación SCVS	28-Aug-20		
Monto Total Emisión	7,000,000		
Monto en circulación	7,000,000		
Clase	Clase A	Clase B	Clase C
Monto	2,300,000	2,300,000	2,400,000
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
Fecha Emisión	30-Mar-21	14-Jul-21	21-Jan-22
Fecha Vencimiento	08-Apr-22	22-Jul-22	29-Jan-23
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		
Calificadora de Riesgos	BankWatch Ratings del Ecuador S.A.		
Agente Estructurador y Colocador	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.		
Agente Pagador:	DECEVALE S.A.		
Rep. Obligacionistas:	Molina & Compañía Abogados S.A.		

HECHOS RELEVANTES**Fusión por absorción**

El 03 de septiembre de 2021 la Superintendencia de Control Del Poder de Mercado aprobó la fusión por absorción de Zaimella como absorbente a la compañía Inpropet S.A. en calidad de absorbida.

La finalidad de la fusión de Zaimella con Inpropet es de ampliar y fortalecer su línea de negocio para la producción de envases plásticos, ya que dicha empresa ecuatoriana tiene como principal actividad la elaboración, comercialización nacional y con el extranjero, distribución y concesión de productos de la industria plástica.

De acuerdo con los estados financieros presentados por Inpropet, sus pasivos a agosto-2021 registran un valor de USD 695.5 M y, equivalen a menos del 2% del pasivo total de Zaimella a la fecha de corte. Inpropet no presenta endeudamiento financiero a corto ni largo plazo y, mantiene utilidades acumuladas y resultados netos positivos.

El riesgo percibido de la fusión por absorción no representa ser alto, las obligaciones de la empresa contraída pueden ser cubiertas por Zaimella.

Dentro de los beneficios que identifica Zaimella, está el fortalecimiento de una de sus nuevas líneas de negocio (producción de envases plásticos), para así ampliar su portafolio de productos y cartera de clientes. Otra ventaja importante para la compañía es la sustitución de importaciones ya que los envases plásticos son parte de los insumos requeridos por Zaimella para envasar sus productos.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**Entorno macroeconómico**

La pandemia del COVID-19 ha afectado la economía global, debido al cierre de negocios y las restricciones para circular. El Banco Mundial calcula que en 2020 el PIB de todo el planeta se contrajo en 3.4%, mientras que el de América Latina y el Caribe lo hizo en 6.4%¹.

El primer año de pandemia fue 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 (COP), que afectó la producción de petróleo.

Así mismo, el Banco Mundial estima que en 2021 la economía del mundo habría crecido en 5.5% (0.1% más de lo proyectado a octubre de 2021), gracias principalmente a la rápida recuperación registrada

¹ Perspectivas económicas mundiales
<https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

por Estados Unidos y China². Por otro lado, para América Latina el indicador es un poco más alentador, sujeto a la disminución en muertes por COVID y el incremento de la vacunación a sus poblaciones, con un crecimiento de 6.7%.

Se teme sin embargo que, para 2022 y 2023 los indicadores de crecimiento caigan bajo el 3% para la región latinoamericana, similares a los niveles de 2010, trayendo consigo preocupaciones por el desarrollo y la igualdad, ya que estos reflejan las grandes brechas en distribución del ingreso todavía muy marcadas. La reactivación económica trajo consigo el aumento en los precios mundiales del petróleo y materias primas, ocasionado por mayor demanda, fenómenos naturales y sobrecostos por medidas de bioseguridad y transporte de productos. Sin embargo, el incremento en los precios es considerado momentáneo³. La ralentización del crecimiento latinoamericano se da por la disminución en el crecimiento proyectado para México, Chile, Colombia y Perú; así como la desaceleración de Argentina en 2022 y 2023 así como Brasil en 2021. Factores influyentes en los ajustes en el crecimiento estimado son según el Banco Mundial: la falta de recuperación del mercado laboral a sus niveles prepandemia; disminución de la demanda global a causa de un lento crecimiento de las economías desarrolladas; reducción de ayuda para la región por el alza de precios de *commodities* y, políticas fiscales y monetarias estrictas⁴ y el conflicto entre Rusia y Ucrania.

Por su parte, el FMI ha actualizado sus perspectivas de crecimiento en enero-2022, con un ajuste a la baja el crecimiento esperado del PIB mundial de 4.4% (0.5pp menos que las últimas proyecciones) y mayores niveles de inflación⁵; por otro lado, el crecimiento estimado para América Latina y el Caribe se posiciona en 2.4%. Las nuevas cifras pronosticadas reflejan los efectos de la nueva variante Ómicron y su alto nivel de contagio; problemas en la cadena de suministro que ocasionan mayores niveles de precios; dificultades internas que enfrentan las grandes economías que se esparcen a mercados internacionales y, así como los

altos niveles de endeudamiento y necesidades de financiamiento de las economías emergentes.

El riesgo país, en marzo de 2020 cerró en 6,063 puntos base, el nivel más alto en los últimos diez años, y una calificación de “Restricted Default” otorgada por FITCH Ratings. Luego de conocerse los resultados de los comicios presidenciales y de la aprobación de la ley para la protección de la dolarización, el indicador bajó más de trescientos puntos, desde entonces ha fluctuado alrededor de 847 puntos hasta el 31 de octubre. Al momento la calificación de Fitch para el Ecuador es de B-.

El Banco Central del Ecuador (BCE) informó una recuperación del PIB constante de 4.24% en 2021, luego de la contracción de 2020 (-7.79%) a causa de la crisis económica de la pandemia del COVID-19⁶. El BCE estima que el PIB del país crecerá en 2.8%⁷ en 2022, gracias a la reactivación económica impulsada por mayores niveles de inversión y un consumo de los hogares creciente⁸. Las proyecciones del BCE ajustadas a marzo-2022 están alineadas con el 2.6% ajustado por el CEPAL en enero-2022 y cercanas a las del Banco Mundial y las Naciones Unidas del 3.1%⁹.

En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento de variables macroeconómicas para los años 2019-2021, tomado de las cuentas trimestrales del BCE.

Indicador	2019	2020	2021
Producto Interno Bruto (PIB)	0.01%	-7.79%	4.24%
Exportaciones	3.65%	-5.40%	-0.13%
Importaciones	0.32%	-13.84%	13.25%
Consumo final Hogares	0.29%	-8.20%	10.22%
Consumo final Gobierno	-1.99%	-5.07%	-1.69%
Formación Bruta de Capital Fijo	-3.30%	-19.03%	4.33%

Luego del desplome de 2020, el comportamiento positivo esperado en 2021 representa una recuperación para la gran mayoría de sectores económicos con excepción de construcción; servicio doméstico; enseñanza, servicios sociales y de salud, y administración pública.

² EE. UU. y China impulsarán crecimiento en 2021, afirma Banco Mundial - <https://www.dw.com/es/eeuu-y-china-impulsar%C3%A1n-crecimiento-en-2021-afirma-banco-mundial/a-57819703>

³ Ocho razones para la subida de precios de las materias primas - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ocho-razones-para-la-subida-de-precios-de-las-materias-primas/>

⁴ Perspectivas económicas mundiales - <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/36519/9781464817601.pdf>

⁵ FMI: una recuperación mundial trastocada - <https://www.imf.org/es/News/Articles/2022/01/25/blog-a-disrupted-global-recovery>

⁶ BCE - CTASTRIM 118

⁷ Boletines de prensa del BCE - <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1482-la-economia-ecuatoriana-crecio-4-2-en-2021-superando-las-previsiones-de-crecimiento-mas-recientes>

⁸ El Banco Central destaca que sus proyecciones de crecimiento se encuentran ajustadas por el impacto previsto de la guerra entre Rusia y Ucrania en las exportaciones, las reformas económicas y decretos aprobados. Las proyecciones se actualizarán en el tercer trimestre de 2022.

⁹ Primicias - “Proyecciones de crecimiento para Ecuador en 2022 se mantienen o mejoran” - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/proyecciones-crecimiento-ecuador-mantienen-mejora/>

La mayor parte de los sectores económicos sufrió contracciones por la pandemia. Se espera que el comercio y manufactura, con un crecimiento cercano a 3.7% y 3.1% respectivamente, muestren los mejores comportamientos de las actividades económicas no petroleras, según las cifras del BCE. A continuación, una tabla con el comportamiento de las industrias ecuatorianas en 2021:

Industrias	part.%	crec.%
Manufactura (excepto refinación de petróleo)	11.84%	3.09%
Comercio	10.83%	11.05%
Actividades de servicios financieros	3.66%	9.99%
Petróleo, minas y refinación de petróleo	9.52%	2.41%
Agricultura	7.95%	0.39%
Construcción	6.38%	-6.63%
Transporte	7.38%	13.10%
Demás actividades*	39.37%	2.96%

*para el crecimiento de las demás actividades se consideró un promedio ponderado de estas

Los resultados electorales favorables a la inversión privada, a la lucha contra la corrupción y a una gestión eficiente de recursos ha fomentado en el entorno operativo del Ecuador un ambiente de mayor confianza, que sería el factor preponderante en la expectativa de recuperación del país.

En el segundo trimestre la economía muestra una ligera recuperación dado el avance del proceso de vacunación, las perspectivas positivas de la normalización de las actividades económicas, del entorno nacional, y de las relaciones con los organismos internacionales.

Se espera que la ley orgánica reformativa del Código Orgánico Monetario y Financiero para la defensa de la dolarización fortalezca el sistema monetario y financiero del país. Entre otras cosas, prohíbe que el BCE, financie directa o indirectamente al gobierno central, al ministerio de finanzas, a los gobiernos autónomos descentralizados o las necesidades de instituciones del sector público o de propiedad pública a través de compra de papeles con los recursos que deberían cubrir los dineros de los depositantes del sistema financiero. Según el Ministro de Finanzas de ese entonces, Mauricio Pozo (El Comercio, 24 abril de 2021), los dineros de los depositantes de la banca privada, cooperativas y mutualistas, que son administrados por el BCE, deberán estar cubiertos en un 100% hasta el 2026. El resto de los depósitos (de los gobiernos locales, de la seguridad social y otros) alcanzarán cobertura total en 2035.

Por otro lado, el precio del petróleo ha subido, especialmente impulsado por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania, que puede ser beneficioso para el país por las restricciones de compra a nivel mundial a Rusia; sin embargo, su precio podría fluctuar hacia abajo en el futuro por conversaciones entre estos países y los recientes confinamientos en China. Según la reforma presupuestaria, impulsado por el lanzamiento de la licitación de la *Ronda Intracampos II* y del *campo Sacha* se espera incrementar la producción de petróleo en 2022 a un monto diario de barriles que sobrepasa los 490 mil. De igual manera, el Gobierno apuesta a un incremento de las exportaciones mineras para 2022 del 40% a través de proyectos de empresas ecuatoriano-chinas y canadienses, así como nuevas inversiones en proyectos en Bolívar y Azuay¹⁰.

El crecimiento del Ecuador depende de inversión privada, política de austeridad en el sector público y de la ayuda de los multilaterales. Al momento y frente a otros países de la región el país ofrece un buen escenario para la inversión considerando la tendencia política de los líderes de los otros países.

En agosto de 2021 el FMI entregó USD 1,000 millones a Ecuador por la liberación de Derechos Especiales de giro, como parte de su objetivo global de proporcionar liquidez al sistema económico mundial. Adicionalmente, en septiembre 2021 se anunció un acuerdo técnico con el Fondo Monetario Internacional, que le permitirá conseguir hasta el 2022 USD 1,500 millones de parte del FMI y USD 4,500 de otros multilaterales¹¹.

En 2022 se espera recibir un desembolso por USD 1,700 millones como parte del acuerdo con el FMI. A inicios de marzo-2022, e inició la cuarta revisión del programa que mantiene el país. El gobierno asegura que el crédito con el FMI ha sido de ayuda para poder acceder a financiamiento externo con otros organismos multilaterales en condiciones beneficiosas para el país. Los recursos obtenidos por estos medios están destinados a programas de protección social y a la reactivación económica del país¹².

Los temas mencionados han propiciado un clima de mayor confianza en el Ecuador tanto en los mercados locales como internacionales que esperamos promuevan inversiones y por tanto empleo y financiamiento menos costoso. Se mantienen los esfuerzos por parte del gobierno en mantener una agenda comercial diversa y activa,

¹⁰ Primicias - "Acelerar el plan petrolero es el desafío de Ecuador"
<https://www.primicias.ec/noticias/economia/acelerar-plan-petrolero-desafio-ecuador/>

¹¹ Ecuador acuerda un crédito de 6.000 millones de dólares con el FMI
<https://www.dw.com/es/ecuador-acuerda-un-cr%C3%A9dito-de-6000-millones-de-d%C3%B3lares-con-el-fmi/a-59127592>

¹² El Comercio - "FMI revisará plan económico para nuevos desembolsos a Ecuador"
<https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/fmi-plan-economico-desembolsos-ecuador.html>

con las negociaciones con México y el ingreso de país a la Alianza del Pacífico, importante socio comercial.

En el mes de diciembre 2021 el presidente Guillermo Lasso anunció el incremento de USD 25 al salario básico unificado (SBU) del 2022 y emitió el Decreto 286 donde dispuso al Ministerio de Trabajo poner en consideración del Consejo Nacional de Trabajo y Salarios este incremento en el SBU, dando cumplimiento a su promesa de campaña de incrementar el SBU a USD 500 progresivamente durante su mandato.¹³

Si bien esta decisión profundizará la falta de competencia de los productos ecuatorianos en los mercados internacionales, podría incentivar la demanda local y sobre todo estabilizar la situación social y política.

Las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía frente al coronavirus persiste. Los retos que el Gobierno podría enfrentar a futuro responden a que se produzcan disturbios sociales por el descontento de algunos sectores de la población.

El País necesita entrar en un pacto político, social y económico, para buscar acciones consensuadas de políticas planificadas.

Análisis de la industria

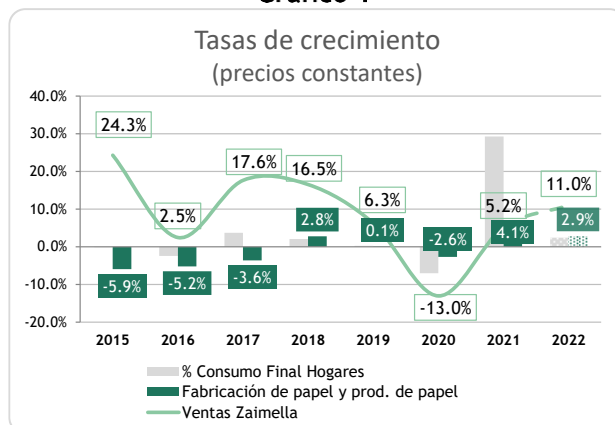
Industria y el sector externo

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 BCE, en 2021 se espera un crecimiento de la industria de fabricación de papel de 9.1% anual. En 2020 el sector representó el 5.26% 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.

Gráfico 1



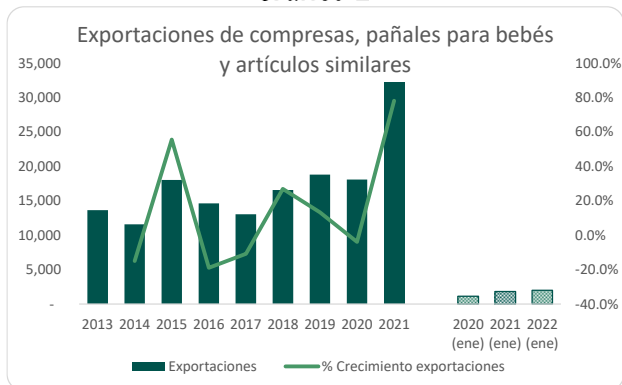
Fuente: BCE. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.
Nota: 2021 corresponde a previsiones del BCE y proyecciones de la empresa.

Las exportaciones de pañales y artículos similares entre 2017 y 2021 alcanzaron USD 19.7 millones en promedio anual, mostrando una tendencia creciente, a pesar de la caída de 3.8% en 2020 por la pandemia del COVID-19. El año 2021 mostró un alto crecimiento (78%) respecto al primer año de pandemia con USD 14.2 millones exportados más y de USD 13.4 millones frente a 2019. Los principales destinos de exportación de pañales y productos similares son Bolivia, Perú y Estados Unidos. En enero 2021 destacan las exportaciones hacia Brasil por USD 6.8 millones, ubicándolo como principal destino, después de 4 años de no registrar valores exportados; con corte a enero-2022 se mantiene como principal destino con USD 898 miles exportados.

Por otro lado, las importaciones entre 2017 y 2021 llegan a un valor promedio de USD 39.6 millones. Conforme la industria ecuatoriana se consolida paulatinamente, las importaciones muestran una tendencia decreciente en el tiempo. La excepción se dio en 2017, que presentó un crecimiento de 39% anual, sin embargo, en montos absolutos no se ha retornado a los observados en el año 2013. A julio 2021, las importaciones alcanzan un valor de USD 18.6 millones, monto ligeramente mayor a 2020 (USD 17.9 millones) pero menor a 2019 (USD 21.99 millones). Los principales proveedores de pañales y similares son: Colombia, Perú, China y Brasil.

¹³ Primicias - "Salario básico sube a USD 425 y favorece al 5,45% de los trabajadores" <https://www.primicias.ec/noticias/economia/salario-basico-suba-ecuador-trabajadores-costo/>

Gráfico 2



Fuente: BCE. Elaboración BankWatch Ratings S.A.

Industria en el entorno local

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% de la población ecuatoriana estará en edades entre 0 y 3 años (1.32 millones). 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, mientras que el grupo de adultos mayores registra un crecimiento promedio de 2.88% 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. Estas perspectivas están dentro de las observadas a nivel mundial según 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 25 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 Nutrexpa, 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.

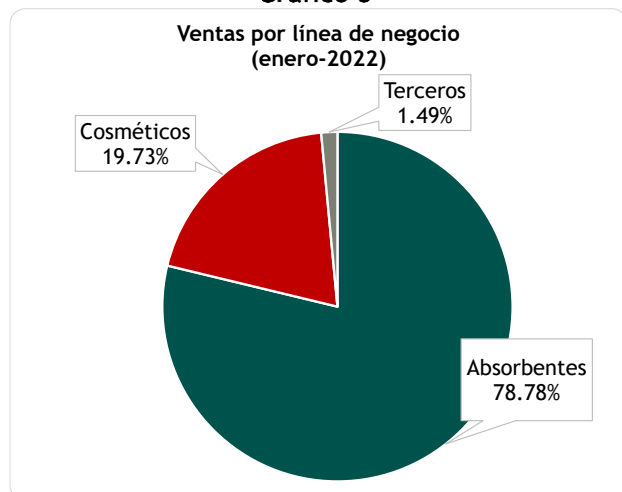
En 2012, fue el pionero en Latinoamérica en instalar maquinaria para fabricar ropa interior absorbente para adultos.

Dentro de la estructura departamental del emisor, colaboran 529 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios. El emisor no ha tenido problemas laborales ni posee sindicato.

A enero-2022, su planta de producción cuenta con una capacidad instalada para producir 236 millones de unidades de productos (18.8% absorbentes y 81.2% cosméticos, toallas húmedas y mascarillas). La utilización en el primer mes del año es del 43% de la capacidad instalada. La planta de producción se encuentra ubicada en Amaguaña, así como sus oficinas administrativas y cuenta con la presencia de sus productos en todas las provincias del país.

Zaimella posee tres líneas de negocio o divisiones: la línea de absorbentes; la línea cosmética; 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.

Gráfico 3



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

La línea de absorbentes, que se refiere a pañales (bebés y adultos), toallas sanitarias y absorbentes para mascotas, constituye el negocio más importante para el emisor; durante los últimos 5 años su participación promedio fue de 80.9% de sus ventas. Dentro de esta línea de negocio, los pañales son el producto estrella, abarcando el 95.3% de las ventas de la división a enero de 2022. Los pañales de bebé son el negocio principal y más antiguo de la Compañía y, en el mismo período representó el 60.6% del total de ingresos de la línea absorbentes.

Le sigue en representatividad de ventas, la línea de cosmética, que incluye productos de higiene personal, toallas húmedas, protección antibacterial y mascarillas. Cosméticos cuenta con una participación promedio de 17.5% sobre las ventas totales en los últimos 5 años. Los paños húmedos son el principal generador de ingresos de la división, con una participación de 56.7%. Adicionalmente, se destaca la participación del 13.4% del producto mascarillas y protección antibacterial dentro de la línea de cosméticos, cuya comercialización inició en mayo 2020; sin embargo, se prevé que con la disminución de las restricciones por COVID y la posible eliminación del uso de mascarillas durante 2022, las ventas de esta línea se vean afectadas.

Por su parte, la división de productos a terceros representa en promedio el 1.7% del total de ingresos, y hace referencia a mercadería producida por terceros que se venden en los locales denominados *pañaleras Pototín*.

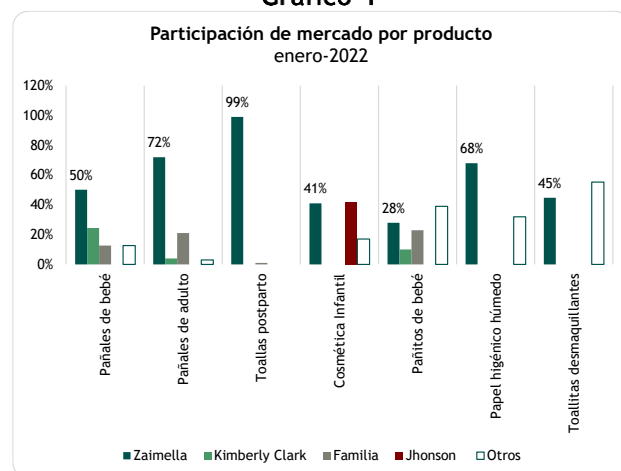
Actualmente cinco compañías controlan la totalidad del mercado de pañales para bebé en el Ecuador y las tres principales poseen el 87.3% del mismo.

Zaimella se destaca como líder de mercado en este segmento con el 50% 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 72%, mayor en 7pp respecto al seguimiento anterior. 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. A pesar de esto, Zaimella destaca dentro de las principales marcas.

Gráfico 4



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

Además de líder en el mercado local, Zaimella cuenta con una fortaleza por sus ventas a otros destinos. Históricamente, las ventas locales han representado cerca del 85% y las exportaciones el 15% de sus ventas. A enero-2022 el 13.5% de sus ventas corresponde a exportaciones. Sus principales destinos son: Perú, Bolivia y Colombia. Las exportaciones de la empresa a sus dos mayores destinos, así como a Estados Unidos y México¹⁴ corresponden a la totalidad de exportaciones ecuatorianas de estos productos a la fecha de corte.

Los canales de distribución que utiliza localmente 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

¹⁴ Es importante mencionar que la exportación hacia México fue un negocio puntual y no hay expectativas que se realicen más exportaciones a futuro.

mercado y conocidas en el medio, que distribuyen a distintos locales o son autoservicios grandes. A enero-2022, los 10 principales clientes representan el 78.2% de los ingresos, el cliente con mayor participación sobre ventas concentra el 17.1%; estas concentraciones son ligeramente menores respecto al seguimiento con fecha de corte julio-2021. Debido a que sus productos son de uso masivo 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.

En 2021 y 2022 Zaimella realizó inversiones en una empresa extranjera, abarcando más del 9% de las acciones de esta empresa. El propósito de su inversión es fortalecer el conocimiento y una mayor inserción en el mercado norteamericano para el desarrollo de nuevos proyectos.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A enero-2022, el patrimonio de Zaimella del Ecuador S.A. es de USD 76.4 millones, el 39.9% corresponde a capital social.

Las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

ACCIONISTA	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	% PARTICIPACIÓN
MORCONELLO S.A.	ECUADOR	24,498,494	80.23%
FARRAYE HENECH GABRIEL	ECUADOR	2,547,595	8.34%
DI MELLA SCIFO GIAN CARLO	ECUADOR	919,199	3.01%
DI MELLA SCIFO SILVANA MARIA	ECUADOR	919,199	3.01%
DI MELLA SCIFO ANGELO	ECUADOR	919,198	3.01%
ORTIZ GONZALES CARLOS	VENEZUELA	520,837	1.71%
FARRAYE JARAMILLO EDUARDO JOSE	ECUADOR	70,000	0.23%
FARRAYE MASRI GABRIEL EDUARDO	VENEZUELA	70,000	0.23%
FARRAYE MASRI JAVIER ALEJANDRO	ECUADOR	70,000	0.23%
TOTAL		30,534,522	100.00%

Históricamente los accionistas han apoyado a la empresa a través de la reinversión de parte de sus utilidades.

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 4.06MM y en 2021, 11MM 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 recurrentes 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 2018, 2019 y 2020, 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 enero 2022.

Hemos recibido por parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para los periodos 2020 a 2024. 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, posicionamiento de mercado, diversificación de su mercado por las exportaciones, diversificación y calidad de sus productos a precios convenientes.

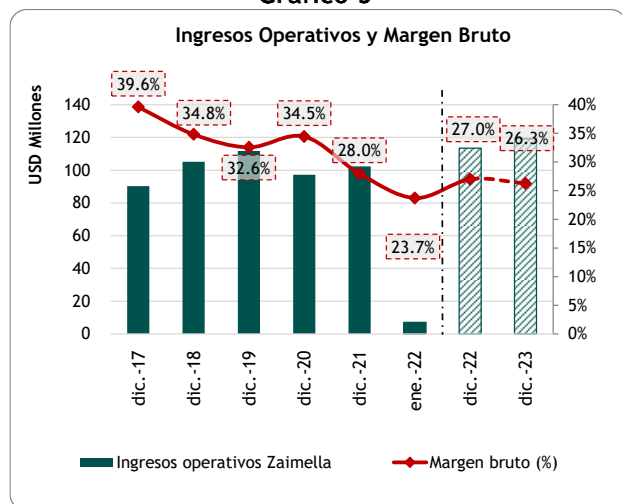
Las ventas de Zaimella de los seis años previos a 2020 presentaron un crecimiento sostenido, siendo 2017 y 2018 los años con mayor crecimiento interanual, 17.6% y 16.5% respectivamente, debido a mayores ventas en la línea de cosméticos y absorbentes. Durante 2019 las ventas de Zaimella crecieron en 6.29%.

A diciembre 2020, la compañía reportó una disminución interanual de sus ingresos operativos de 13%. 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 la subsecuente estrategia de reducción de precios en pañales de bebé para mantener su competitividad en el mercado.

Por otro lado, para el cierre de 2021 la empresa ha incrementado sus ventas en 5.2%. Es importante destacar que este año tuvo una importante afectación en los costos de producción por los crecientes precios de materia prima. En consecuencia, los mayores niveles de ventas evidencian en parte un efecto de precios, además de más productos vendidos.

La compañía ha ajustado sus proyecciones para 2022 y 2023 con respecto a las presentadas en el último seguimiento, manteniendo un resultado neto positivo y mayor. Estas consideran el panorama actual del país, el incremento considerable 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 limitados.

Gráfico 5



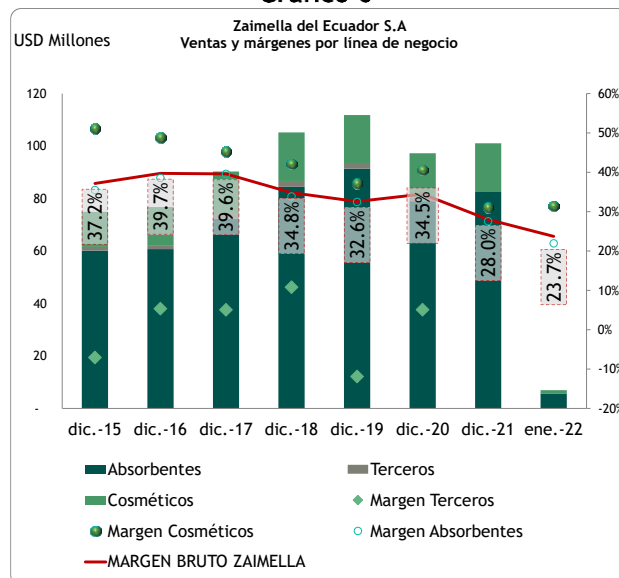
Nota: Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.
Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

En 2018 se realizó a una reclasificación de descuentos realizada que provoca que el costo de productos vendidos sea más representativo frente a la generación de ingresos operativos, motivo por el cual el margen histórico es mayor. La división de absorbentes aporta con mayor volumen de facturación, pero los mayores márgenes porcentuales provienen de la venta de productos cosméticos.

Durante 2020, el margen bruto logró crecer en 1.9pp 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.

La contracción del margen bruto en 2021 se da por el incremento en precios de materias primas, fenómeno que persiste en 2022, así como estrategias comerciales de ajuste de precios.

Gráfico 6



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

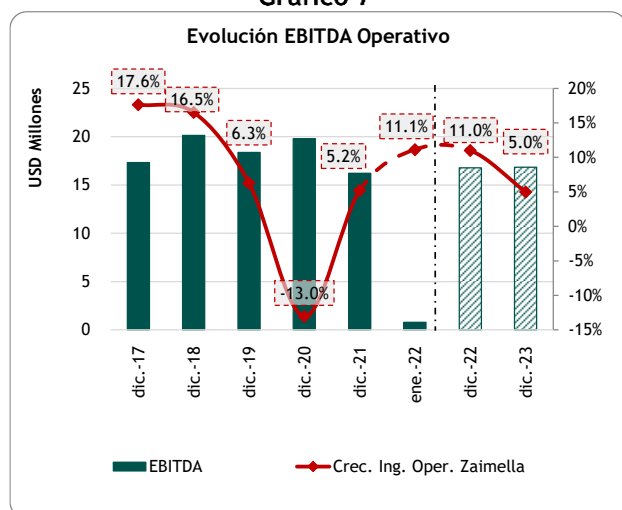
La Administración considera que el gasto operativo es controlado y se encuentra acorde con sus estrategias de ventas pues existen periodos con mayor gasto de comercialización debido a campañas de publicidad e incentivos a sus canales de distribución.

En 2021, la compañía logró reducir su gasto operativo anual en 6.6%, reducción mayor a la proyectada para el cierre del año (-1.9%). A enero de 2022, se evidencia una reducción del 2% comparado al mismo mes de 2021. Esta reducción se consiguió con un mayor control de gastos: comercial, suministros y de personal. Las proyecciones de 2022 y 2023 apuntan a un ligero incremento del gasto operativo en 8.9% y 3.6% respectivamente por incremento de gasto de personal y ventas.

El EBITDA operativo mostró una tendencia creciente desde 2015 hasta 2018, mientras que en 2019 el EBITDA decreció en 8.7% en concordancia con un mayor peso del costo y del gasto operativo en relación con las ventas (86.8%). En 2020, el EBITDA presentó un crecimiento anual de 7.7%, gracias a la recuperación del margen bruto y la mayor eficiencia operativa. En 2021 hubo una contracción del EBITDA operativo de 18%, menor a la esperada (-26.7%) explicado por la reducción del margen bruto debido a un costo de ventas superior que en años pasados. En 2022 se ha considerado una recuperación de 3.5%, aunque la proyección del emisor es más optimista en función de una mayor eficiencia esperada de sus gastos operativos.

Por otra parte, el ROA y ROE a diciembre 2021 fue de 8.36% y 12.09% respectivamente, que refleja una rentabilidad adecuada, a pesar de ser ligeramente 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 116.6 millones) son en su mayoría de naturaleza operativa y en función de su clasificación contable el 61% tendrían una recuperación esperada de un año o menos, por lo cual podrían ser liquidados en el corto plazo. El 17.3% corresponde a fondos disponibles e inversiones de corto plazo. A la fecha de corte, la empresa ha realizado inversiones de materia prima, incrementando su inventario en relación con diciembre 2021, además de haber adquirido maquinaria dentro de su inversión en CAPEX.

ACTIVOS	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	ene.-22
Total Activo Corriente	62.3%	66.8%	65.5%	65.0%	66.3%	60.0%	61.4%
Fondos Disponibles	0%	0%	0%	0%	27%	15%	17.3%
Inversiones corto plazo	8.6%	14.5%	14.8%	22.5%	0.0%	0.0%	0.0%
CxC Comerciales	26.7%	28.3%	28.9%	25.5%	21.0%	20.6%	19.3%
Inventarios Neto	22.5%	23.0%	20.8%	15.9%	15.1%	17.7%	17.9%
Gastos anticipados	4.5%	0.9%	0.7%	1.1%	3.2%	6.8%	7.0%
Total Activo No Corriente	37.7%	33.2%	34.5%	35.0%	33.7%	40.0%	38.6%
Propiedad, planta y equipo	37.2%	31.2%	33.0%	34.7%	33.4%	36.8%	35.5%
Propiedades de inversión	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Activos Intangibles y Diferidos	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otros activos	0.3%	1.9%	1.4%	0.3%	0.3%	0.7%	0.7%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	ene.-22
Total Pasivo Corriente	29.1%	33.4%	32.5%	31.6%	26.4%	29.2%	28.9%
Deuda Financiera CP	0.5%	1.4%	0.0%	0.0%	3.9%	11.3%	9.9%
Deuda Comercial	21.4%	24.1%	23.6%	18.9%	16.5%	12.0%	12.9%
Otros Pasivos CP	7.1%	7.9%	8.9%	12.8%	5.9%	5.9%	6.2%
Total Pasivo LP	2.0%	1.8%	2.2%	2.0%	2.4%	3.6%	5.5%
Deuda Financiera LP	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%
Otros pasivos LP	2%	2%	2%	2%	2%	4%	3%
PATRIMONIO	68.8%	64.8%	65.3%	66.4%	71.3%	67.2%	65.5%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	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

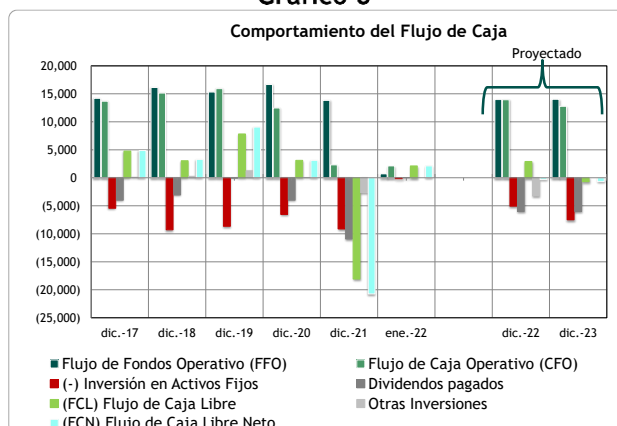
En los años analizados la empresa ha logrado una generación operativa sólida que le ha permitido cubrir sus requerimientos de capital de trabajo e inversión sin necesidad de recurrir a endeudamiento financiero y generar flujos de caja libre recurrentes.

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.

En 2021, tanto el (flujo de fondos operativo) FFO, CFO se mantuvieron positivos. A enero-2022 se mantiene la misma tendencia positiva para el FFO y el CFO.

Esperamos que la tendencia de generación operativa se mantenga positiva, como en años anteriores durante 2022 y 2023, a pesar de la reducción del margen bruto y mayores requerimientos de capital de trabajo durante 2022, provenientes del crecimiento del negocio.

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 81 días en promedio. A finales de 2021, los días de cuentas por cobrar se ubicaron en 82. 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 80 días para 2022 y 2023.

Con respecto a las cuentas por pagar, se estima en 90 días para 2021 y 2022, indicador que se encuentra dentro del rango histórico y concuerda con la variación del nivel de inventarios proyectado.

Por otro lado, la empresa busca mantener un nivel de inventario que cubra al menos 100 días de ventas, aunque en los últimos cinco años se ha ubicado en promedio en 90 días. Durante 2021, la administración estableció mantener un exceso de inventarios, con el objetivo de mitigar desabastecimientos de proveedores por la crisis de la cadena logística y los crecientes precios de

materia prima. De igual manera durante 2022, la empresa planea mantener mayor stock de inventarios para resguardar su materia prima, motivo por el cual los días de inventario proyectados son 100 días.

Con respecto a las inversiones de capital (CAPEX), en 2020 se efectuaron inversiones por USD 6.5 millones y en 2021 hubo un incremento de la inversión en CAPEX, alcanzando los USD 9.1 millones. Para 2022 y 2023 se espera que las inversiones alcancen USD 5.1MM y USD 7.5MM 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 productivas a realizar les otorgará incentivos tributarios.

El pago de dividendos a los accionistas ha sido conservador en los años analizados, por lo que la Compañía mantiene un fuerte patrimonio tangible¹⁵ y un bajo nivel de endeudamiento. Si bien la empresa no cuenta con una política formal de distribución de dividendos, en 2021 la Junta General de Accionistas aprobó el pago de USD 10.71MM en 2021, correspondientes a utilidades acumuladas.

Bajo las premisas expuestas se estima que en 2022 y 2023 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 realizadas en 2021 requirieron financiamiento, así como las proyectadas para los años futuros. En 2021 el flujo de caja libre fue de USD -18.1MM y las proyecciones sensibilizadas por BankWatch Ratings indican un FCL de USD 2.9MM en 2022 y USD -685M en 2023.

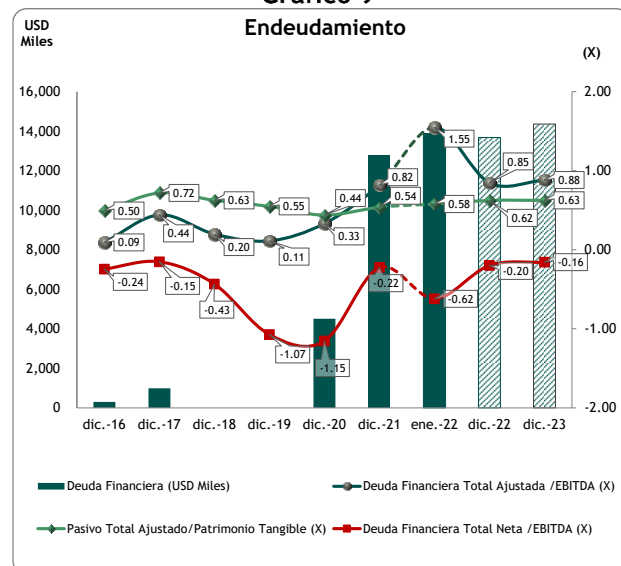
De acuerdo con las proyecciones, se estima que la deuda financiera a finales de 2022 sea de USD 13.7MM, que contempla las clases A, B y C del programa de emisión de obligaciones de largo plazo analizado en el presente informe.

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 0.33 veces; a la fecha de corte este indicador se ubica en 1.55 veces. Para 2022 y 2023 se estima que la Deuda Financiera Ajustada / EBITDA no supere las 0.9 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 las obligaciones financieras.

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

Gráfico 9

Endeudamiento



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

Capacidad de Pago y Liquidez

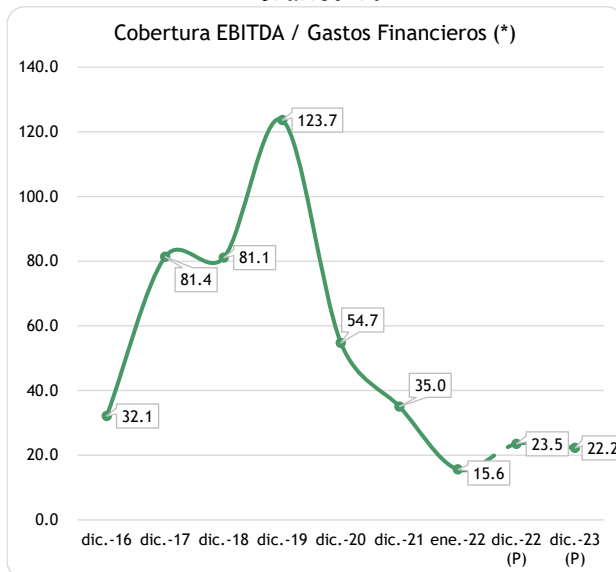
Históricamente el gasto financiero de la empresa con relación al EBITDA ha sido inmaterial, lo cual refleja la alta flexibilidad financiera por parte de la empresa.

El EBITDA en los últimos años ha cubierto ampliamente al gasto financiero (35 veces en 2021 y 15 veces en ene-2022). Para los próximos años esperamos que esta cobertura sea de 23 y 22 veces respectivamente, como se aprecia en el gráfico a continuación.

¹⁵ 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



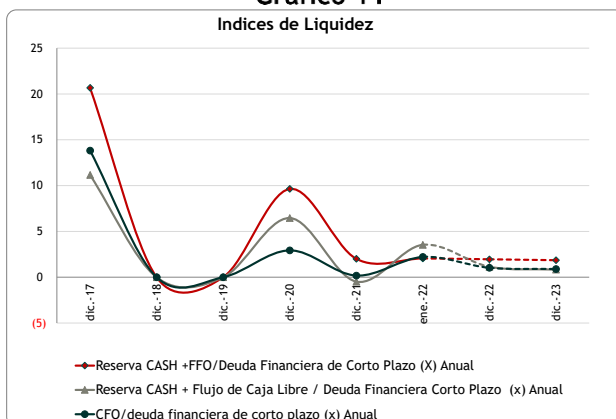
Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

Con corte enero-2022, Zaimella mantiene fondos disponibles por USD 20.2 millones. La Compañía actualmente requiere una caja mensual de USD 5MM para su operatividad normal, pero proyecta mantener mayores excedentes 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 que mantiene.

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

Gráfico 11



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	Jan-22
Activo Ajustado (USD M)	110,363
Activo Total (USD M)	116,616

Jan-22				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	2,053	2,053	53.74
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	2,053	53.74
3era	Deuda sin garantía específica de balance	38,123	40,176	2.75
TOTAL		40,176	40,176	2.75

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 2.75 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 61% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 39% 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 2.92.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. A enero 2022, 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 del presente informe y es de 13.32.
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 11.4% 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.

ZAIMELLA DEL ECUADOR S.A.								PROYECCIONES BWR		
(Miles de USD)	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	ene.-22	dic.-22	dic.-23	dic.-24
Resumen Balance										
Caja y Equivalentes de Caja	4.708	10.265	12.689	21.757	29.387	16.918	20.150	17.500	17.500	17.500
Cuentas por Cobrar Comerciales	14.645	20.051	24.666	24.670	22.911	23.268	22.645	25.231	26.493	27.818
Inventarios	12.267	16.285	17.813	15.414	16.453	19.969	20.823	23.024	24.416	25.637
Activos fijos	20.314	22.097	28.240	33.516	36.331	41.647	41.439	42.884	46.487	54.487
Otros Activos	2.679	2.177	2.083	1.350	3.827	11.271	11.658	14.548	14.548	14.548
Total Activos	54.613	70.874	85.492	96.707	108.910	113.073	116.616	123.187	129.444	139.990
Cuentas por Pagar Proveedores	11.694	17.094	20.159	18.229	17.978	13.621	15.005	20.721	21.975	23.073
Deuda Financiera Total	299	989	0	0	4.507	12.780	13.887	13.681	14.366	24.421
Deuda Financiera Corto Plazo	299	989	0	0	4.257	12.780	11.487	13.556	14.241	24.296
Deuda Financiera Largo Plazo	0	0	0	0	250	0	2.400	125	125	125
Otros Pasivos	5.019	6.829	9.521	14.251	8.806	10.699	11.284	9.014	9.560	4.686
Total Pasivos	17.012	24.913	29.681	32.480	31.291	37.100	40.176	43.417	45.900	52.181
Patrimonio	37.601	45.961	55.811	64.226	77.618	75.973	76.439	79.770	83.544	87.809
Contingentes	1.000	6.650	3.956	2.050	2.050	500	500	500	500	500
Resumen de Resultados										
Ventas	76.743	90.275	105.190	111.802	97.236	102.289	7.065	113.541	119.218	125.179
Costo de ventas	-46.251	-54.525	-68.553	-75.391	-63.728	-73.675	-5.390	-82.885	-87.898	-92.293
Otros ingresos operativos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Egresos operativos	-19.238	-20.777	-19.938	-21.695	-17.802	-16.627	-1.259	-18.114	-18.770	-19.451
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	11,254	14,974	16,700	14,716	15,706	11,987	416	12,542	12,549	13,434
Gasto Financiero del período	-435	-213	-248	-149	-362	-463	-50	-714	-757	-1.047
Impuestos a la renta	-2.170	-2.937	-3.693	-2.866	-2.719	-1.926	-60	-2.083	-2.078	-2.182
RESULTADO NETO DE LA GESTION	8,502	12,834	13,012	12,312	13,531	9,284	445	9,798	9,774	10,265
Otros resultados integrales	-60	-33	-230	158	-139	0	0	0	0	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	8,442	12,351	12,783	12,470	13,392	9,284	445	9,798	9,774	10,265
Resumen Flujo de Caja										
EBITDA OPERATIVO	13,958	17,315	20,133	18,376	19,785	16,205	774	16,774	16,847	13,835
(-) Gasto Financiero del período	-435	-213	-248	-149	-362	-463	-50	-714	-757	-1.047
(-) Impuesto a la renta del período	-2.146	-2.914	-3.756	-2.911	-2.768	-1.920	-25	-2.083	-2.078	-2.182
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	11,377	14,189	16,129	15,316	16,656	13,822	700	13,977	14,012	10,606
(-) Variación Capital de Trabajo	-836	-512	-999	618	-4.192	-11.509	1.421	-36	-1.257	-6.721
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	10,541	13,677	15,130	15,934	12,464	2,313	2,120	13,942	12,755	3,885
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	-147	561	254	611	906	0	139	366	374	374
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	-314	0	-314	-314	-314
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0	296	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1.100	-4.000	-3.064	-53	-4.003	-10.929	22	-6.000	-6.000	-6.000
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-2.245	-5.438	-9.278	-8.659	-6.547	-9.146	-156	-5.069	-7.500	-8.000
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-35	-18	0	0	0	0	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	7,015	4,782	3,043	7,834	3,116	-18,076	2,125	2,925	-685	-10,055
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-5.776	690	-989	0	4.507	8.273	1.107	901	685	10.055
OTRAS INVERSIONES NETO	32	84	240	1.235	7	-2.666	0	-3.245	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	132	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	1,271	5,557	2,424	9,069	7,630	-12,469	3,232	581	0	0
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	3,437	4,708	10,265	12,689	21,757	29,387	16,918	16,918	17,500	17,500
Indicadores										
Patrimonio Tangible	36,259	43,889	53,728	62,950	75,993	69,829	70,186	70,350	74,124	78,389
% crecimiento en ventas	2.47%	17.63%	16.52%	6.29%	-13.03%	5.20%	11.13%	11.00%	5.00%	5.00%
MARGEN EBIT (%)	14.66%	16.59%	15.88%	13.16%	16.15%	11.72%	5.89%	11.05%	10.53%	10.73%
MARGEN EBITDA (%)	18.19%	19.18%	19.14%	16.44%	20.35%	15.84%	10.95%	14.77%	14.13%	11.05%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	27.17	67.70	65.96	104.06	47.05	30.88	15.07	20.56	19.50	11.13
EBITDA/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	32.11	81.39	81.08	123.65	54.70	35.03	15.56	23.48	22.25	13.21
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	32.11	81.39	81.08	123.65	54.70	35.03	15.56	23.48	22.25	13.21
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDA OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.09	0.44	0.20	0.11	0.33	0.62	1.55	0.85	0.88	1.80
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDA OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	(0.24)	(0.15)	(0.43)	(1.07)	(1.15)	(0.22)	(0.62)	(0.20)	(0.16)	0.54
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	3.34%	14.25%	6.62%	3.09%	7.79%	14.88%	15.84%	15.09%	15.11%	22.11%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	40.44	20.67	N/A	N/A	9.64	2.01	2.05	1.95	1.86	0.95
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	35.27	13.82	N/A	N/A	2.93	0.18	2.21	1.03	0.90	0.16
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	6.46	(0.48)	3.54	1.14	0.83	0.10
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	(0.69)	3.54	0.90	0.83	0.10

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 disseminación 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 2022.