

Ecuador  
 Obligaciones de corto plazo  
 Calificación inicial

## Zaimella del Ecuador S.A.

### Calificación

| Tipo Instrumento                             | Calificación Actual | Último cambio |
|----------------------------------------------|---------------------|---------------|
| Segundo Programa de Papel Comercial del 2022 | 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 | sep.-22 |
|----------------------------------------------|---------|---------|---------|
| Activos                                      | 108.9   | 112.6   | 126.7   |
| Ventas                                       | 97.2    | 102.3   | 83.6    |
| Margen EBITDA (%)                            | 20.35%  | 15.67%  | 14.31%  |
| ROE (%) *                                    | 19.08%  | 12.09%  | 11.94%  |
| Deuda / capitalización (%)                   | 7.79%   | 14.88%  | 15.39%  |
| CFO / Deuda Fin CP (X)                       | 2.93    | 0.15    | 0.28    |
| Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)           | 6.46    | -0.51   | 0.28    |
| Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x) | 0.33    | 0.83    | 0.90    |
| Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)    | 0.39    | 0.93    | 1.12    |

\* Indicador anualizado para sep-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 **otorgar la calificación de “AAA” al Segundo Programa de Papel Comercial del 2022 de Zaimella del Ecuador S.A.** analizada en este estudio. La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de 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 se ha mantenido como uno de los principales competidores en su mercado, con marcas bien posicionadas y pocos sustitutos. Además, se considera positiva su diversificación en ventas, a través de exportaciones a distintos países 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 generalmente 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 cuenta con un respaldo patrimonial importante. Vemos además como un hecho positivo el que los fondos disponibles cubren una parte importante de la deuda financiera actual, situación que esperamos que se mantenga en el futuro.

**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 LA EMISIÓN CALIFICADA

A continuación, se presenta un detalle de la emisión calificada en este informe.

| Segundo Programa de Papel Comercial del 2022 |                                                                                                                             |
|----------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Emisor                                       | Zaimella del Ecuador S.A.                                                                                                   |
| No. De Seguimiento                           | Calificación inicial                                                                                                        |
| Monto Programa                               | 8,000,000.00                                                                                                                |
| Plazo del Programa                           | hasta 720 días                                                                                                              |
| Plazo de la Emisión                          | hasta 359 días                                                                                                              |
| 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 del exterior y pago a proveedores locales |
| Agente Estructurador y Colocador             | Ecuabursátil Casa de Valores S.A.                                                                                           |
| Agente Pagador                               | Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador                                |
| Rep. Obligacionistas                         | Molina & Compañía Abogados S.A.                                                                                             |

Zaimella del Ecuador S.A. podrá realizar cancelaciones anticipadas de los valores objeto del Programa de Papel Comercial. Se establece un sistema de sorteos y rescates anticipados al respecto de la emisión, para el efecto el emisor publicará una convocatoria con 8 días laborables de anticipación, por medio del representante de obligacionistas y a través de su página web, indicando la fecha prevista para el rescate, el precio máximo del mismo y el monto nominal de los valores a rescatarse. En caso de existir obligacionistas que opten por no acogerse a la cancelación anticipada, sus títulos de obligaciones de largo plazo seguirán manteniendo las condiciones iniciales de la emisión.

## HECHOS RELEVANTES

### Resciliación de la Escritura de Fusión

El 08 de septiembre de 2022 a la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas autorizó la Resciliación de la Escritura de Fusión con Inpropet S.A. suscrita el 23 de agosto de 2022.

A inicios 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 era de ampliar y fortalecer su línea de negocio

para la producción de envases plástico. En vez de fusionarla, el emisor ha decidido realizar la compra de activos de su subsidiaria.

## ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

### Entorno macroeconómico

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, además de la rotura de un tramo del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP), que afectó la producción de petróleo.

En 2021 Ecuador fue apreciado como favorable a la inversión privada a raíz de las elecciones presidenciales, generando un ambiente de mayor confianza, que sería el factor preponderante en la expectativa de recuperación del país. El Gobierno indicó que, durante su primer año de gestión se aprobaron más de 220 contratos de inversión, por aproximadamente USD 5,000 millones<sup>1</sup>, que se espera generen 130 empleos directos vinculadas a varios sectores productivos<sup>2</sup> en diferentes provincias del país. Se anunció por parte del gobierno que el portafolio de inversiones del país se ha ampliado, esperando atraer USD 9,500 millones adicionales por medio de seis nuevos proyectos pertenecientes a los sectores de hidrocarburos, infraestructura y salud<sup>3</sup>. Adicionalmente, destacan los esfuerzos en mantener una agenda comercial diversa y activa que ambiciona el cierre de 10 nuevos acuerdos comerciales, de los que destacan Corea del Sur, China, Canadá e Israel.

Lamentablemente, el panorama de inestabilidad política y social representa una dificultad para el Gobierno y el cumplimiento de las metas planteadas. Entre el 13 y el 30 de junio de 2022 se dio un paro nacional impulsado por la CONAIE, que generó pérdidas de aproximadamente USD 1,000 millones y terminó bajo el condicionamiento de la apertura de mesas de diálogos con el movimiento indígena para la discusión de los distintos frentes de protesta. El 13 de julio de

<sup>1</sup> Un Ecuador más competitivo se consolidó en 12 meses de gestión - <https://www.produccion.gob.ec/un-ecuador-mas-competitivo-se-consolido-en-12-meses-de-gestion/>

<sup>2</sup> El Ministerio de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca destaca los sectores de metalmecánica, agroindustria, agrícola y de energías renovables.

<sup>3</sup> Seis proyectos se suman al portafolio de inversiones del Gobierno - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/nuevos-proyectos-portafolio-inversiones-gobierno/>

2022 iniciaron las mesas de diálogo entre el Gobierno y el movimiento indígena, en donde se intercambian y debaten propuestas respecto a las demandas impuestas para concluir con el paro. La mesa de banca pública y privada consiguió un acuerdo, en donde se establece que deudas entre USD 3- 10 mil serán refinanciadas por hasta 10 años plazo y 3 años de gracia.<sup>4</sup>

Esta situación ha tenido un impacto significativo en la confianza de los mercados, que se refleja en un mayor rendimiento exigido por inversionistas extranjeros. El riesgo país, que se encontraba en 895 a principios de marzo, se ha incrementado de forma importante durante y luego del paro nacional; en las primeras semanas de julio llegó a los 1600 puntos básicos, y posteriormente se ha mostrado variable, pero con tendencia al alza. El 13 de octubre del presente año alcanzó un máximo de 1,945 puntos, para luego bajar a 1565 (24 de octubre). Este comportamiento refleja la menor confianza del entorno internacional en el país y la volatilidad del precio del petróleo. Al momento la calificación de Fitch para el Ecuador se mantiene en 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-19<sup>5</sup>. Las cifras al primer trimestre de 2022 señalaban un crecimiento del 3.75% en el PIB comparado al mismo periodo 2021, pero en el segundo semestre se registra un crecimiento interanual de 1.7%, que se muestra una ralentización.

Según las últimas previsiones del BCE, se estima que el PIB del país crecerá en 2.7%<sup>6</sup> en 2022, lo cual incorpora el impacto negativo del paro sobre la economía nacional. Las cifras para 2023 son más alentadoras, esperando superar los niveles prepandemia de estas variables macroeconómicas. Las proyecciones del BCE (septiembre-22) son más conservadoras que las últimas publicadas por el Banco Mundial en junio-2022, que proyectaba un crecimiento de 3.7% para este año<sup>7</sup>.

En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento de variables macroeconómicas para los años 2020-2021 y primer trimestre 2021 y 2022, tomado de las cuentas trimestrales del BCE.

| Indicador                       | 2020    | 2021   | 2021.II | 2022.II |
|---------------------------------|---------|--------|---------|---------|
| Producto Interno Bruto (PIB)    | -7.79%  | 4.24%  | 11.57%  | 1.68%   |
| Exportaciones                   | -5.40%  | -0.13% | 12.10%  | -0.06%  |
| Importaciones                   | -13.84% | 13.25% | 29.58%  | 7.18%   |
| Consumo final Hogares           | -8.20%  | 10.22% | 17.13%  | 4.87%   |
| Consumo final Gobierno          | -5.07%  | -1.69% | -1.23%  | 2.38%   |
| Formación Bruta de Capital Fijo | -19.03% | 4.33%  | 10.91%  | 3.14%   |

La mayor parte de los sectores económicos sufrió contracciones por la pandemia y una reactivación en 2021. En 2021 se destaca el crecimiento de los sectores de transporte y comercio con el 11.1% y 13.1% respectivamente; otro sector con un crecimiento notorio fue el de alojamiento y servicios de comida, que alcanzó niveles cercanos a los de prepandemia según las cifras del BCE, denotando así el retorno a la normalidad y disminución de restricciones.

Durante el segundo trimestre de 2022, se apreciaron comportamientos favorables en algunos sectores de la economía, sin embargo, los de mayor peso sobre el valor agregado no han presentado variaciones significativas o han reducido.

Las principales industrias por su aporte al valor agregado durante el segundo trimestre son: manufactura, comercio, enseñanza y servicios sociales y de salud, petróleo y minas y transporte. En conjunto, el crecimiento de estos sectores respecto al primer trimestre de 2021 es de USD 93MM, es decir un crecimiento del 1.1%, por otro lado, posterior al paro nacional en junio-2022 se aprecia que agricultura, pesa, servicios domésticos y actividades relacionadas a explotación y refinamiento de petróleo y minas reducen en promedio 5.3%.

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.

Por otro lado, luego de los picos en el precio del petróleo superiores a USD 100, impulsado por el

<sup>4</sup> Iglesia propuso un nuevo cronograma para las mesas de diálogo entre el Gobierno e indígenas - <https://www.eluniverso.com/noticias/politica/iglesia-propuso-un-nuevo-cronograma-para-las-mesas-de-dialogo-entre-el-gobierno-e-indigenas-nota/>

<sup>6</sup> Previsiones macroeconómicas del BCE descargadas a septiembre de 2022.

<sup>7</sup> La economía del Ecuador crecerá en 4.3% en 2022, proyecta el Banco Mundial - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/economia-ecuador-crecimiento-banco-mundial/>

<sup>5</sup> BCE - CTASTRIM 119

conflicto armado entre Rusia y Ucrania, este cayó a un rango entre USD 80 y USD 88 durante septiembre, mientras que a inicios del mes de octubre registró variaciones positivas, pero posteriormente se ha estabilizado, al 25 de octubre el barril de petróleo WTI marcó el precio de 85 dólares. Los elevados precios del petróleo a nivel internacional provocaron un incremento en los precios de combustible en el país, el precio de la gasolina *Súper* se encuentra liberado por lo que sus valores se ajustan a los precios internacionales<sup>8</sup>.

Según la reforma presupuestaria, se espera incrementar la producción de petróleo en 2022, Petroecuador planea subir su producción hasta finales de 2022 a 509 mil barriles diarios (28% de crecimiento)<sup>9</sup>. 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 mineros en Bolívar y Azuay<sup>10</sup>.

En 2021 el FMI entregó USD 4,800 millones a Ecuador como parte del programa económico de financiamiento. En septiembre 2021 se anunció un acuerdo técnico con el Fondo Monetario Internacional, que le permitirá conseguir en 2022 USD 1,700 millones de parte del FMI. En junio-2022 el FMI anunció la aprobación de un desembolso de USD 1,000 millones, tras la cuarta y quinta revisión de cumplimiento de metas del programa y los USD 700 millones restantes se desembolsarían en diciembre-2022. Adicionalmente en marzo-2022, Ecuador firmó contratos de crédito con el Banco de Desarrollo de América latina (CAF) por USD 175 millones para planes nacionales de educación agua potable y saneamiento<sup>11</sup>. Por su parte, durante los últimos días de mes de mayo, el Banco Mundial aprobó un crédito por USD 200 millones para el país<sup>12</sup>. Este financiamiento será destinado para la reducción de desnutrición en personas embarazadas y niños de hasta 24 meses. El plazo

de este préstamo es de 18 años, con 5 de gracia y una tasa de interés variable.

El 19 de septiembre de 2022 el presidente Lasso anunció que se logró un acuerdo para la reestructuración de la deuda con China de USD 3,227 millones, lo cual traería un ahorro para el país de USD 1,400 millones entre 2022 y 2025. Esta deuda se compone por USD 1,395 millones con el Banco de Desarrollo de China y USD 1,832 millones con el Banco de Exportaciones e Importaciones de China. Lo que el acuerdo alcanzado contempla es una extensión de tres años para el vencimiento; suspensión de las amortizaciones durante seis meses; reducción de la tasa de interés de la deuda.<sup>13</sup>

En octubre de este año el Ecuador ha accedido a líneas de crédito con dos sólidas entidades internacionales (FED y BIS) que suman USD 1840 millones y que sirven como líneas de emergencia para requerimientos de liquidez, por lo cual son un importante apoyo para fortalecer la confianza de los mercados del exterior, estos respaldos son particularmente importantes en un país dolarizado.

En el mes de septiembre también se ha evidenciado un alza en las tasas activas del sistema financiero, posterior a la tendencia decreciente que venían presentando desde 2021<sup>14</sup>. Este comportamiento en las tasas de interés se da por menores niveles de liquidez provocados por diversos factores como menores niveles de depósitos frente a demanda elevada de créditos, además de los bajos niveles de empleo adecuado y mayores niveles inflacionarios, que reducen la capacidad de ahorro de las familias, así como su poder adquisitivo.

Adicionalmente, es importante destacar que en julio de 2022 el euro alcanzó luego de 20 años la paridad con el dólar. Este fenómeno trae consigo implicaciones a la economía dolarizada ecuatoriana. Al no tener la capacidad de devaluar la moneda nacional, los productos ecuatorianos se

<sup>8</sup> AS: <https://us.as.com/actualidad/precios-del-barril-de-petroleo-brent-y-texas-hoy-11-de-abril-cuanto-cuesta-y-a-cuanto-se-cotiza-n/>

<sup>9</sup> Petroecuador aumentará la producción en seis campos petroleros en 2022 - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-produccion-petroleo-ecuador-negocios/>

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

<sup>11</sup> Ecuador firma créditos con CAF por USD 175 millones - <https://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2022/03/ecuador-firma-creditos-con-caf-por-usd-175-millones/>

<sup>12</sup> Banco Mundial aprueba un crédito de USD 200 millones para Ecuador - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banco-mundial-credito-ecuador-desnutricion/>

<sup>13</sup> Ecuador reestructura USD 3.227 millones de deuda con China - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-acuerdo-deuda-china/>

<sup>14</sup> Las tasas de interés para todos los créditos empiezan a subir

-<https://www.primicias.ec/noticias/economia/tasa-interes-credito-aumento/>

vuelven más costos frente a los competidores extranjeros con moneda propia. Las exportaciones hacia la Unión Europea ya han mostrado impactos negativos según las últimas cifras del BCE, donde se evidencia que el banano ha caído en 13% entre enero y julio de 2022 vs. mismo periodo de 2021. Por otro frente, las importaciones reducen su precio por lo que pueden presentar elevadas tasas de crecimiento, aumentando el déficit de la balanza comercial. Como tercer factor de impacto se denota la caída de las remesas percibidas en el país.

Las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía frente al entorno operativo adverso persiste. Es importante destacar la crisis de seguridad y social que enfrenta Ecuador a la fecha. El País necesita entrar en un pacto político, social y económico, para buscar acciones consensuadas de políticas planificadas.

#### **Análisis de la industria**

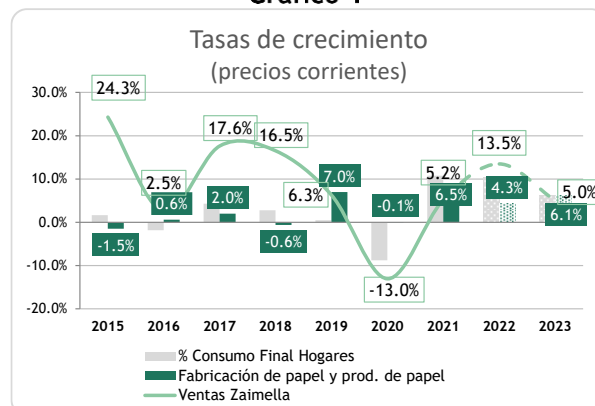
##### **Industria y el sector externo**

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 las últimas previsiones del BCE, en 2022 se espera una caída tanto la industria fabricación de papel y productos de papel como en el sector manufacturero a nivel general, la caída anual esperada para ambos es de 5.7% y 6.2% respectivamente; sin embargo para 2023 se esperaría una recuperación superior al 2.5% en ambos casos. Las cifras disponibles indican que en 2020 el sector representó el 5.26% del total del sector manufacturero y un 0.6% del PIB en términos constantes, según las previsiones, se esperaría que esta participación se mantenga en niveles similares hasta 2023.

El sector mantiene una correlación positiva frente al PIB y particularmente con el consumo de hogares.

**Gráfico 1**



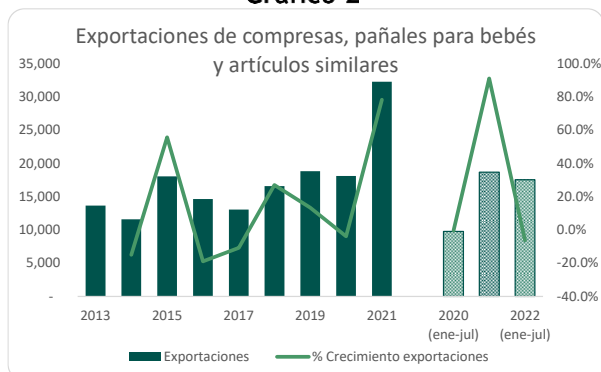
Fuente: BCE. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.  
Nota: 2022-2023 corresponde a previsiones del BCE y proyecciones de la empresa.

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 han sido históricamente Perú, Bolivia, Estados Unidos y Colombia y se destaca Brasil como nuevo destino de exportaciones desde 2021. En julio-2022 destacan las exportaciones hacia Brasil por USD 8.3MM, ubicándolo como principal destino, le sigue en importancia Perú con USD 3.5MM, Colombia y Bolivia con USD 2MM cada uno. Durante los primeros siete meses de 2022, las exportaciones de este grupo de productos registran una caída del 6.2% en valor y en toneladas del 16%, por lo que el efecto de precios tuvo contrarrestó la proporción de caída de las exportaciones nacionales en este periodo.

Por otro lado, las importaciones entre 2017 y 2021 llegan a un valor promedio de USD 36.8 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. Entre enero y julio de 2022, las importaciones alcanzan un valor de USD 28.1MM, monto mayor al mismo periodo de 2021 en 47% (USD 19.1 millones), sin embargo se destaca que este incremento conlleva un efecto precio, ya que las importaciones en toneladas incrementaron en 36.3%. Los principales proveedores de pañales y productos similares, según su clasificación comercial son: Colombia, Perú, China y Brasil.

**Gráfico 2**



Fuente: BCE. Elaboración BankWatch Ratings S.A.

Nota: por motivos de disponibilidad de la información y por comparabilidad de datos disponibles se mantiene información a julio.

### 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 habría estado 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 a partir de ese año ha adquirido la maquinaria necesaria para el desarrollo de sus productos y poder ingresar a diversos segmentos de mercado. La compañía se ha enfocado en la constante renovación y mejora de sus procesos productivos, lo que le ha permitido posicionarse como líder en el mercado donde compite. La empresa mantiene una certificación de sus procesos con la norma de calidad ISO 9001.

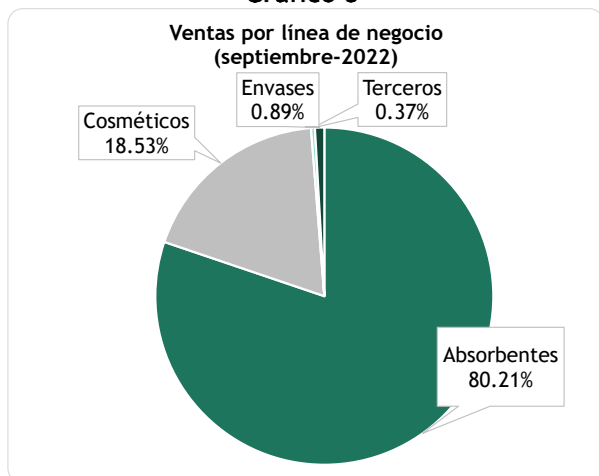
Dentro de la estructura departamental del emisor, colaboran 515 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios. El emisor no ha tenido problemas laborales ni posee sindicato.

A septiembre-2022, su planta de producción cuenta con una capacidad instalada para producir 1,165 millones de unidades de productos (38.8% absorbentes y 61.2% cosméticos, toallas húmedas y mascarillas). La utilización en hasta septiembre del 2022 es del 100% 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 cuatro líneas de negocio o divisiones: la línea de absorbentes; la línea cosmética; la línea de distribución de productos a terceros, que son los almacenes franquiciados (pañaleras); y, línea de envases que ha sido implementada a partir del segundo semestre de

2022. 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 a la fecha de corte el 80.2% de las ventas de la división. Los pañales de bebé son el negocio principal y más antiguo de la Compañía y, en el mismo período representó el 62.9% 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 60.0%. Adicionalmente, se destaca la participación del 8.8% 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 no obligatoriedad del uso de mascarillas, las ventas de esta línea se vean afectadas en el mediano plazo y así como su producción reducida.

Por su parte, la división de productos a terceros representa en promedio el 1.65% del total de ingresos, y hace referencia a mercadería

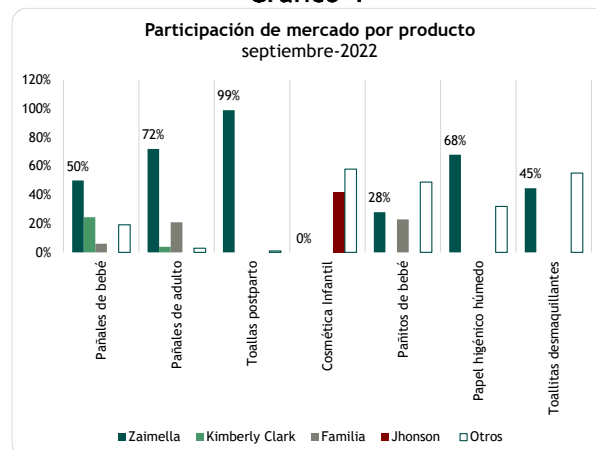
producida por terceros que se venden en los locales denominados *pañaleras Pototín*.

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 50.1% 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%. 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 ser 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 septiembre-2022 el 13.2% de sus ventas corresponde a exportaciones. Sus principales destinos son: Perú, Bolivia y Colombia. Las exportaciones de Zaimella a todos sus destinos,<sup>15</sup> con excepción de Panamá y Colombia, corresponden a la totalidad de exportaciones ecuatorianas de estos productos a la fecha de corte, para estos países representan más del 50% de las exportaciones del país.

<sup>15</sup> Es importante mencionar que la exportación hacia México fue un negocio puntual y no hay expectativas que se realicen más exportaciones a futuro.

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 mercado y conocidas en el medio, que distribuyen a distintos locales o son autoservicios grandes. A septiembre-2022, los 10 principales clientes representan el 82.7% de los ingresos, el cliente con mayor participación sobre ventas concentra el 17.8%; estas concentraciones son menores respecto al seguimiento pasado. 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, cuenta 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 como accionista minoritario. El propósito de su inversión es fortalecer el conocimiento y una mayor inserción en el mercado norteamericano para el desarrollo de nuevos proyectos.

A la fecha de corte, las inversiones en acciones de Zaimella del Ecuador S.A. representan 4.7% del activo total, por lo cual no se consideran representativas.

## ACCIONISTAS Y SOPORTE

A septiembre-2022, el patrimonio de Zaimella del Ecuador S.A. es de USD 78.9MM, el 38.7% 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%           |
| STRATELLA S.A.S.               | 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%           |
| <b>TOTAL</b>                   |              | <b>30,534,522</b> | <b>100.00%</b>  |

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. Para 2022 el valor de dividendos pagados es USD 4MM y no se esperan nuevos desembolsos hasta finales de año.

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.

En septiembre-2022 se realizó un cambio accionario, donde Gian Carlo di Mella cedió la totalidad de sus acciones (3.01%) a la empresa ecuatoriana de su propiedad, Stratella S.A.S.

## 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.

#### **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, y del año 2021 auditados por KPMG del Ecuador. 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 septiembre-2022.

Hemos recibido por parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para los periodos 2022 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.

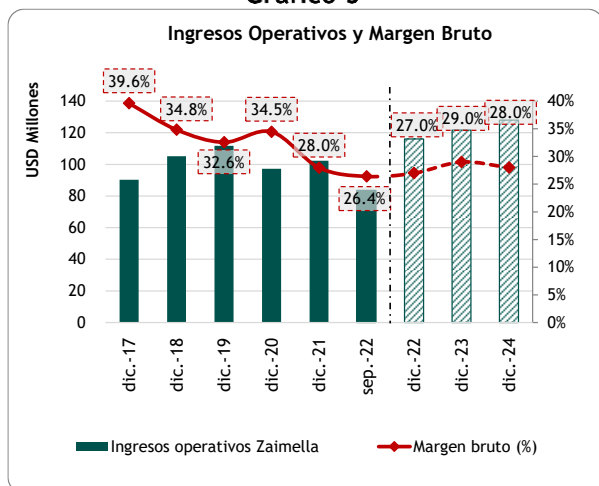
Las ventas de Zaimella de los seis años previos a 2020 presentaron un crecimiento sostenido, siendo 2017 y 2018 los años con mayor crecimiento interanual, debido a mayores ventas en la línea de cosméticos y absorbentes. Durante 2019 las ventas de Zaimella crecieron en 6.29%, mientras que en 2020 se registró una disminución de sus ingresos operativos de 13%. Por otro lado, en 2021 las ventas crecieron en 5.2%.

Es importante destacar que la reducción de ingresos operativos de 2020 fue influenciada por el sobreabastecimiento de finales de 2019 de sus clientes, la crisis económica provocada por la pandemia y la reducción de precios en pañales de bebé como estrategia de mercado. Por otro lado, en 2021 se presentó un incremento considerable en la materia prima, que conllevó a un crecimiento en ventas por efecto de precios, además de más volumen de ventas.

A septiembre-2022 las ventas de Zaimella presentan un crecimiento interanual de 12.45%, superior al evidenciado el año precedente. Este incremento viene impulsado principalmente por un alza en sus precios de venta al público, estrategia implementada por última vez en abril-2022 debido al alza de sus costos de producción.

La compañía ha ajustado las proyecciones presentadas de 2022-2024 con respecto a las presentadas en el último seguimiento. Estas consideran el panorama actual del país, el incremento considerable en el precio de materias primas que se espera se regularice en los siguientes periodos, 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.

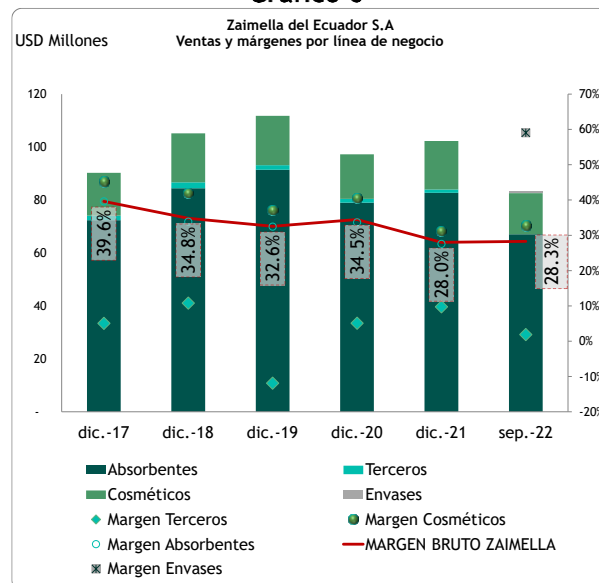
En 2018 se realizó a una reclasificación de descuentos realizada que provoca que el costo de productos vendidos sea más representativo frente a la generación de ingresos operativos, motivo por el cual el margen histórico es mayor. La división de absorbentes aporta con mayor volumen de facturación, pero 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. La contracción del margen bruto en 2021 se dio por el incremento en precios de materias primas, fenómeno que persiste en 2022, así como estrategias comerciales de ajuste de precios.

A la fecha de corte se aprecia una recuperación del margen bruto gracias a mayores ingresos por ventas, influenciado por el ajuste de precios.

**Gráfico 6**



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

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 2021 la Compañía logró disminuir su gasto operativo anual en 6.6%, reducción mayor a la proyectada para el cierre del año (-1.9%). A la fecha de corte, se evidencia un crecimiento de 4.5% interanual. El efecto observado se da por mayores gastos administrativos (12.1%) y gastos de comercialización ligeramente superiores (0.4%) frente al mismo mes del año pasado, estos últimos se ven influenciados por el lanzamientos de su nueva línea de pañales tipo calzón.

La administración mantiene un enfoque conservador en actividades comerciales como publicidad y promociones, por lo que no se espera que los gastos relacionados a estos rubros incrementen considerablemente (en seguimientos anteriores presentaron reducciones interanuales). Se contempla mantener este enfoque hasta el cierre de 2022. Las proyecciones ajustadas apuntan a un incremento del gasto operativo en 14.4%, 7.2% y 6.7% para los años 2022 a 2024 por

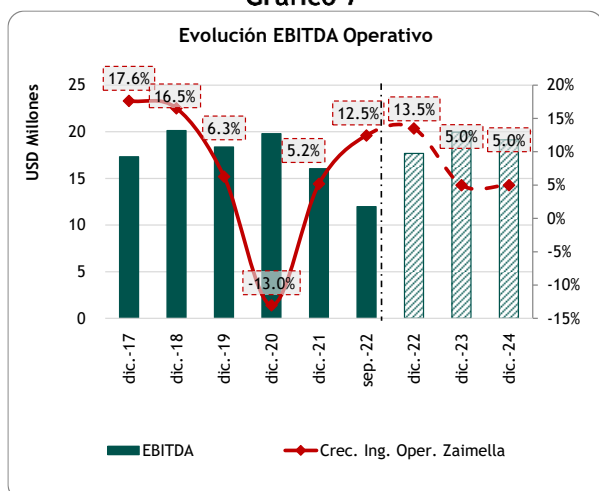
mayores gastos de personal y las mayores ventas previstas, es importante destacar que la calificadora ajusta estos indicadores.

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 19%, menor a la esperada (-26.7%) explicado por la reducción del margen bruto debido a un costo de ventas superior que en años pasados.

A septiembre-2022, si bien el margen bruto es menor al mismo periodo del año pasado, se evidencia una recuperación del EBITDA operativo en 17.19%, gracias al mayor dinamismo de las ventas y la consecuente mayor absorción de los gastos operativos. Para el cierre del presente año y el siguiente se contempla una recuperación del indicador a pesar de una ligera contracción prevista en el margen bruto. 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 la fecha de corte son de 7.73% y 11.94% respectivamente. En ambos casos, los indicadores son mayores al seguimiento pasado, reflejando una rentabilidad adecuada.

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 126.5MM) son en su mayoría de naturaleza operativa y en función de su clasificación contable el 64% tendría una recuperación esperada de un año o menos, por lo cual podrían ser liquidados en

el corto plazo. El 10% corresponde a fondos disponibles e inversiones de corto plazo. A la fecha de corte, el stock de inventarios ha ido regularizándose y se espera que llegue a sus niveles promedio de años anteriores, luego del abastecimiento preventivo por problemas de la crisis de la cadena logística y alza de precios de materia prima.

| ACTIVOS                         | dic.-17 | dic.-18 | dic.-19 | dic.-20 | dic.-21 | sep.-22 |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Total Activo Corriente          | 66.8%   | 65.5%   | 65.0%   | 66.3%   | 60.3%   | 62.8%   |
| Fondos Disponibles              | 0%      | 0%      | 0%      | 27%     | 15%     | 10.0%   |
| Inversiones corto plazo         | 14.5%   | 14.8%   | 22.5%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| CxC Comerciales                 | 28.3%   | 28.9%   | 25.5%   | 21.0%   | 20.6%   | 21.8%   |
| Inventarios Neto                | 23.0%   | 20.8%   | 15.9%   | 15.1%   | 17.7%   | 23.0%   |
| Gastos anticipados              | 0.9%    | 0.7%    | 1.1%    | 3.2%    | 6.9%    | 8.1%    |
| Total Activo No Corriente       | 33.2%   | 34.5%   | 35.0%   | 33.7%   | 39.7%   | 37.2%   |
| Propiedad, planta y equipo      | 31.2%   | 33.0%   | 34.7%   | 33.4%   | 37.0%   | 31.8%   |
| Propiedades de inversión        | 0%      | 0%      | 0%      | 0%      | 0%      | 0%      |
| Activos Intangibles y Diferidos | 0%      | 0%      | 0%      | 0%      | 0%      | 0%      |
| Otros activos                   | 1.9%    | 1.4%    | 0.3%    | 0.3%    | 0.3%    | 0.7%    |
| Total Activo                    | 100%    | 100%    | 100%    | 100%    | 100%    | 100%    |

| PASIVO Y PATRIMONIO       | dic.-17 | dic.-18 | dic.-19 | dic.-20 | dic.-21 | sep.-22 |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Total Pasivo Corriente    | 33.4%   | 32.5%   | 31.6%   | 26.4%   | 29.4%   | 34.3%   |
| Deuda Financiera CP       | 1.4%    | 0.0%    | 0.0%    | 3.9%    | 11.3%   | 11.3%   |
| Deuda Comercial           | 24.1%   | 23.6%   | 18.9%   | 16.5%   | 13.0%   | 13.9%   |
| Otros Pasivos CP          | 7.9%    | 8.9%    | 12.8%   | 5.9%    | 5.0%    | 9.1%    |
| Total Pasivo LP           | 1.8%    | 2.2%    | 2.0%    | 2.4%    | 3.2%    | 3.4%    |
| Deuda Financiera LP       | 0%      | 0%      | 0%      | 0%      | 0%      | 0%      |
| Otros pasivos LP          | 2%      | 2%      | 2%      | 2%      | 3%      | 3%      |
| PATRIMONIO                | 64.8%   | 65.3%   | 66.4%   | 71.3%   | 67.5%   | 62.3%   |
| 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

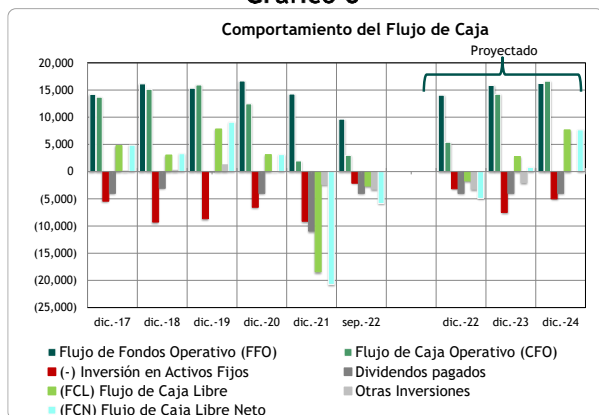
En los años analizados la empresa ha logrado una generación operativa sólida que le ha permitido cubrir sus requerimientos de capital de trabajo e inversión sin necesidad de recurrir a endeudamiento financiero.

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

En 2021, tanto el FFO (*flujo de fondos operativo*) como el CFO se mantuvieron positivos aunque este último se redujo debido a una reducción coyuntural en las cuentas por pagar a proveedores. A septiembre-2022 se mantiene la misma tendencia positiva para el FFO y el CFO.

Esperamos que la tendencia de generación operativa durante el período 2022-2024 se mantenga positiva como en años anteriores, a pesar de la reducción del margen bruto y a 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 82 días en promedio, en 2021 los días de cuentas por cobrar se ubicaron en 82 y a septiembre-2022 son de 89, se espera se mantengan en este rango para finales de año. El emisor no prevé cambios en la política de cuentas por cobrar, por lo tanto, los días de cuentas por cobrar se proyecta en 90 días para 2022 a 2024.

Con respecto a las cuentas por pagar, se estima en 75 días para 2022 a 2024, indicador que se encuentra dentro del rango histórico y concuerda con la variación del nivel de inventarios proyectado y con las estimaciones de la Compañía.

En relación con el nivel de inventario, se espera que este 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 decidió 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. En el año 2022, se ha mantenido un mayor stock de inventarios para resguardar su materia prima, pero para el último trimestre del año se espera que se regularice a promedios históricos, motivo por el cual los días de inventario proyectados son 92 días para los años 2022-2024.

Con respecto a las inversiones de capital (CAPEX), en 2021 alcanzaron USD 9.1MM y con corte a septiembre-2022, estas registran un valor de USD 2.14MM. Según las proyecciones actualizadas por parte de Zaimella, para finales de 2022 se espera que las inversiones alcancen USD 3.15MM, para los años 2023 y 2024 el valor promedio estimado de inversiones en CAPEX sería de USD 6.25MM, que

corresponden a la adquisición de maquinaria, construcciones e inversiones para incrementar su capacidad instalada y productividad. La administración ha señalado que, la empresa aprovechará los incentivos tributarios que ofrece el Gobierno para las inversiones productivas a realizar por contratos de inversión.

El pago de dividendos a los accionistas ha sido conservador en los años analizados, por lo que la Compañía mantiene un fuerte patrimonio tangible<sup>16</sup> y un bajo nivel de endeudamiento. Si bien la empresa no cuenta con una política formal de distribución de dividendos, la Junta General de Accionistas aprobó el pago de USD 10.93MM en 2021, correspondientes a utilidades acumuladas y para 2022 se pagaron USD 4MM y no se prevé pagos adicionales. Para los años subsecuentes se espera un nivel similar de dividendos.

En 2021 la empresa realizó inversiones en activo fijo más altas que en otros años y pagó un dividendo más elevado, por lo cual el flujo de caja libre fue negativo en USD -18.4MM; adicionalmente se realizaron inversiones en otros negocios por USD 2.2 millones. Esta necesidad fue cubierta con la utilización de excedentes de efectivo que mantenía el emisor y un aumento de USD 8.3 millones en la deuda financiera.

El flujo de caja libre a septiembre-2022, antes de inversiones en otros negocios, es de USD -2.65MM. Por otro lado, el emisor ha invertido en este año USD 3.23MM en la compra de una participación minoritaria de una empresa norteamericana que permitirá concretar sus planes de crecimiento y posicionamiento en el mercado estadounidense.

Se espera que para el período 2022 a 2024 el emisor consiga generar flujos operativos positivos y suficientes para cubrir sus inversiones proyectadas y dividendos. No obstante, los planes de expansión internacional que mantiene la empresa podrían al concretarse requerir financiamiento externo o la utilización de los excedentes de liquidez que mantiene.

De acuerdo con las proyecciones ajustadas por la calificadora, la deuda financiera a finales de 2022 llegaría a USD 14.72MM, un incremento de USD 1.4MM frente al 2021. En el seguimiento anterior se contemplaba un mayor nivel de deuda financiera debido a proyectos de la compañía que han sido postergados para el año 2023 vinculados a planes de expansión.

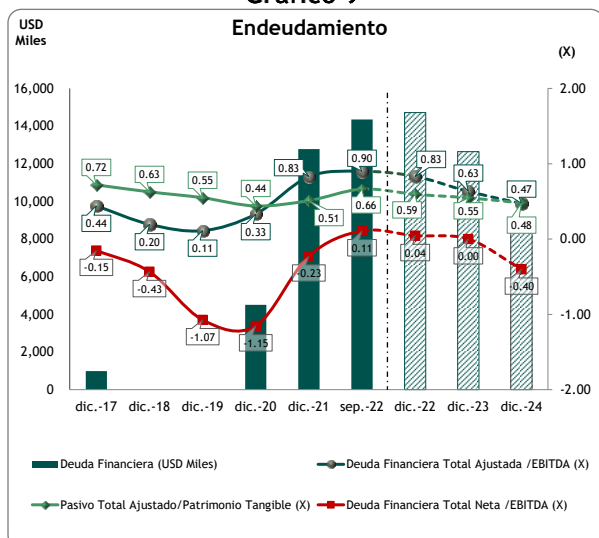
<sup>16</sup> El patrimonio tangible se calcula restando del patrimonio los activos intangibles, diferidos, y aquellos que no se relacionan a la gestión comercial del negocio y cuya

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

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 2021 el mismo fue de 0.83 veces; a la fecha de corte este indicador se ubica en 0.90 veces. Para los años 2022-2024 se estima que la Deuda Financiera Ajustada / EBITDA se mantenga menor a 0.85. Por otro lado, se resalta que a la fecha de corte la empresa maneja excedentes en fondos disponibles importantes, por política interna, que superan al monto total de las obligaciones financieras y que, al considerar la deuda neta de fondos disponibles el indicador anterior no superaría 0.1 veces en los próximos años.

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

**Gráfico 9**



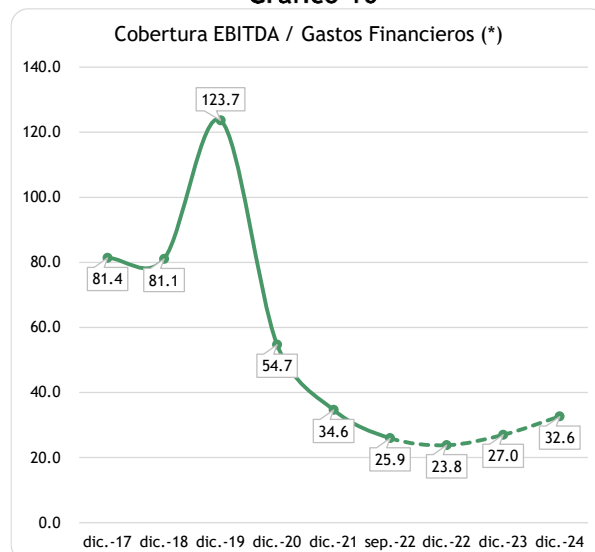
Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

## 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 (35 veces en 2021 y 26 veces en sep-2022). Para los próximos años esperamos que esta cobertura mantenga una fuerte holgura, como se aprecia en el gráfico a continuación.

**Gráfico 10**



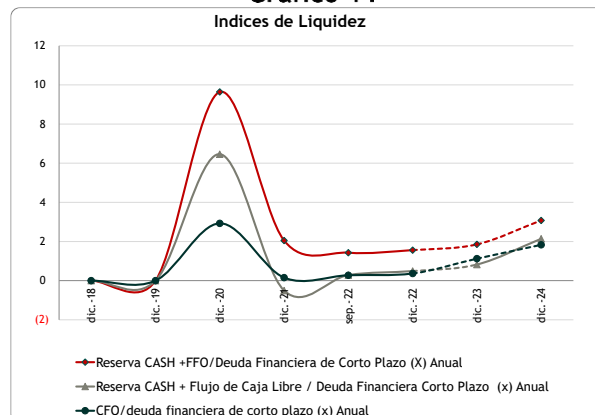
Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

Con corte septiembre-2022, Zaimella mantiene fondos disponibles por USD 12.63MM. La Compañía actualmente requiere una caja mensual de aproximadamente USD 5MM para su operatividad normal, pero proyecta mantener sus 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, en el cual el papel comercial analizado se encontraría en la tercera prelación:

|                         |  |         |  |  |
|-------------------------|--|---------|--|--|
| Fecha de corte          |  | sep.-22 |  |  |
| Activo Ajustado (USD M) |  | 119,911 |  |  |
| Activo Total (USD M)    |  | 126,704 |  |  |

| septiembre-22 |                                                                   |                                       |                     |                                 |
|---------------|-------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|---------------------|---------------------------------|
| Prelación     | Descripción                                                       | Pasivo + conting. Tributarios (USD M) | Pasivo Acum (USD M) | Cobert. Activo Ajustado (veces) |
| 1era          | Pasivos tributarios, empleados e IESS                             | 2,167                                 | 2,167               | 55.33                           |
| 2nda          | Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria) | -                                     | 2,167               | 55.33                           |
| 3era          | Deuda sin garantía específica de balance                          | 45,626                                | 47,794              | 2.51                            |
| TOTAL         |                                                                   | 47,794                                | 47,794              | 2.51                            |

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 2.51 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.

La emisión tiene garantía general, por tanto, están garantizadas con los activos libres de la empresa.

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 62.8% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 37.2% 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 la emisión corporativa analizada 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 de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
3. Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1.25.

Se hace constar que el incumplimiento de los resguardos dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión aprobada. Para el efecto se procederá conforme a lo previsto en el respectivo contrato de emisión para la solución de controversias.

Dentro del contrato de emisión de las obligaciones a corto plazo, una de las condiciones a destacar es sobre el límite de endeudamiento de la compañía, que calculado anualmente en cada periodo fiscal debe ser de hasta dos veces su patrimonio.

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, independiente de la instancia administrativa o judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias y de terceros; cuentas o 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 y extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Zaimella declara bajo juramento que mantiene el compromiso de mantener la relación de activos libres de gravámenes sobre las emisiones de circulación, así como el compromiso de reposición y mantenimiento de los activos libres de gravámenes consistentes en inventarios.

Además, el emisor certifica que a la fecha de calificación 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.

Adicionalmente del instrumento analizado en el presente informe, Zaimella posee emisiones

adicionales en el mercado de valores que se detallan en la tabla a continuación.

| Tipo Instrumento                      | Monto Programa | Calificación | Fecha calificación | Calificadora |
|---------------------------------------|----------------|--------------|--------------------|--------------|
| Programa Papel Comercial 2022         | 8,000,000      | AAA          | 30-sep.-22         | BWR          |
| Programa Emisión de Obligaciones 2020 | 7,000,000      | AAA          | 30-sep.-22         | BWR          |

Atentamente,

Patricio Baus  
Gerente General

| ZAIMELLA DEL ECUADOR S.A.                                                                                                                                            |               |               |               |                |                |                | PROYECCIONES BWR |                |                |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|
| (Miles de USD)                                                                                                                                                       | dic.-17       | dic.-18       | dic.-19       | dic.-20        | dic.-21        | sep.-22        | dic.-22          | dic.-23        | dic.-24        |
| <b>Resumen Balance</b>                                                                                                                                               |               |               |               |                |                |                |                  |                |                |
| Caja y Equivalentes de Caja                                                                                                                                          | 10,265        | 12,689        | 21,757        | 29,387         | 16,918         | 12,626         | 13,932           | 12,633         | 16,736         |
| Cuentas por Cobrar Comerciales                                                                                                                                       | 20,051        | 24,666        | 24,670        | 22,911         | 23,224         | 27,581         | 31,322           | 32,473         | 31,997         |
| Inventarios                                                                                                                                                          | 16,285        | 17,813        | 15,414        | 16,453         | 19,969         | 29,143         | 21,659           | 22,119         | 23,552         |
| Activos fijos                                                                                                                                                        | 22,097        | 28,240        | 33,516        | 36,331         | 41,647         | 40,346         | 40,215           | 43,145         | 43,575         |
| Otros Activos                                                                                                                                                        | 2,177         | 2,083         | 1,350         | 3,827          | 10,858         | 17,008         | 16,319           | 19,321         | 19,321         |
| <b>Total Activos</b>                                                                                                                                                 | <b>70,874</b> | <b>85,492</b> | <b>96,707</b> | <b>108,910</b> | <b>112,616</b> | <b>126,704</b> | <b>123,447</b>   | <b>129,690</b> | <b>135,181</b> |
| Cuentas por Pagar Proveedores                                                                                                                                        | 17,094        | 20,159        | 18,229        | 17,978         | 14,665         | 17,561         | 18,363           | 18,753         | 19,968         |
| Deuda Financiera Total                                                                                                                                               | 989           | 0             | 0             | 4,507          | 12,780         | 14,354         | 13,999           | 11,877         | 8,222          |
| Deuda Financiera Corto Plazo                                                                                                                                         | 989           | 0             | 0             | 4,257          | 12,780         | 14,354         | 13,999           | 11,877         | 8,222          |
| Deuda Financiera Largo Plazo                                                                                                                                         | 0             | 0             | 0             | 250            | 0              | 0              | 0                | 0              | 0              |
| Otros Pasivos                                                                                                                                                        | 6,829         | 9,521         | 14,251        | 8,806          | 9,198          | 15,878         | 9,480            | 10,176         | 10,959         |
| <b>Total Pasivos</b>                                                                                                                                                 | <b>24,913</b> | <b>29,681</b> | <b>32,480</b> | <b>31,291</b>  | <b>36,644</b>  | <b>47,794</b>  | <b>41,842</b>    | <b>40,806</b>  | <b>39,149</b>  |
| <b>Patrimonio</b>                                                                                                                                                    | <b>45,961</b> | <b>55,811</b> | <b>64,226</b> | <b>77,618</b>  | <b>75,973</b>  | <b>78,910</b>  | <b>81,605</b>    | <b>88,885</b>  | <b>96,032</b>  |
| <b>Contingentes</b>                                                                                                                                                  | <b>6,650</b>  | <b>3,956</b>  | <b>2,050</b>  | <b>2,050</b>   | <b>500</b>     | <b>0</b>       | <b>0</b>         | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>Resumen de Resultados</b>                                                                                                                                         |               |               |               |                |                |                |                  |                |                |
| Ventas                                                                                                                                                               | 90,275        | 105,190       | 111,802       | 97,236         | 102,289        | 83,620         | 116,098          | 121,903        | 127,998        |
| Costo de ventas                                                                                                                                                      | -54,525       | -68,553       | -75,391       | -63,728        | -73,675        | -61,543        | -84,752          | -86,551        | -92,159        |
| Otros ingresos operativos                                                                                                                                            | 0             | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0                | 0              | 0              |
| Egresos operativos                                                                                                                                                   | -20,777       | -19,938       | -21,695       | -17,802        | -16,627        | -13,958        | -18,815          | -20,531        | -21,840        |
| <b>EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>                                                                                    | <b>14,974</b> | <b>16,700</b> | <b>14,716</b> | <b>15,706</b>  | <b>11,987</b>  | <b>8,119</b>   | <b>12,532</b>    | <b>14,821</b>  | <b>14,000</b>  |
| Gasto Financiero del período                                                                                                                                         | -213          | -248          | -149          | -362           | -463           | -461           | -723             | -699           | -543           |
| Impuestos a la renta                                                                                                                                                 | -2,937        | -3,693        | -2,866        | -2,719         | -1,926         | -1,240         | -2,229           | -2,902         | -2,370         |
| <b>RESULTADO NETO DE LA GESTION</b>                                                                                                                                  | <b>12,384</b> | <b>13,012</b> | <b>13,531</b> | <b>13,531</b>  | <b>9,284</b>   | <b>6,938</b>   | <b>9,632</b>     | <b>11,280</b>  | <b>11,147</b>  |
| Otros resultados integrales                                                                                                                                          | -33           | -230          | 158           | -139           | 0              | 0              | 0                | 0              | 0              |
| <b>RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO</b>                                                                                                                                    | <b>12,351</b> | <b>12,783</b> | <b>12,470</b> | <b>13,392</b>  | <b>9,284</b>   | <b>6,938</b>   | <b>9,632</b>     | <b>11,280</b>  | <b>11,147</b>  |
| <b>Resumen Flujo de Caja</b>                                                                                                                                         |               |               |               |                |                |                |                  |                |                |
| <b>EBITDA OPERATIVO</b>                                                                                                                                              | <b>17,315</b> | <b>20,133</b> | <b>18,376</b> | <b>19,785</b>  | <b>16,031</b>  | <b>11,968</b>  | <b>17,674</b>    | <b>19,960</b>  | <b>19,139</b>  |
| (-) Gasto Financiero del período                                                                                                                                     | -213          | -248          | -149          | -362           | -463           | -461           | -723             | -699           | -543           |
| (-) Impuesto a la renta del período                                                                                                                                  | -2,914        | -3,756        | -2,911        | -2,768         | -1,299         | -1,861         | -2,893           | -3,402         | -2,370         |
| (-) Dividendos "preferentes" pagados en el período                                                                                                                   | 0             | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0                | 0              | 0              |
| <b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>                                                                                                  | <b>14,189</b> | <b>16,129</b> | <b>15,316</b> | <b>16,656</b>  | <b>14,269</b>  | <b>9,646</b>   | <b>14,058</b>    | <b>15,860</b>  | <b>16,227</b>  |
| (-) Variación Capital de Trabajo                                                                                                                                     | -512          | -999          | 618           | -4,192         | -12,310        | -6,676         | -7,951           | -1,598         | 471            |
| <b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>                                                                                                     | <b>13,677</b> | <b>15,130</b> | <b>15,934</b> | <b>12,464</b>  | <b>1,960</b>   | <b>2,969</b>   | <b>6,107</b>     | <b>14,263</b>  | <b>16,698</b>  |
| (+) ingresos no operativos que impliquen flujo                                                                                                                       | 561           | 254           | 611           | 906            | 0              | 519            | 366              | 374            | 374            |
| (-) egresos no operativos que impliquen flujo                                                                                                                        | 0             | 0             | 0             | 0              | -314           | 0              | -314             | -314           | -314           |
| (+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo                                                                                                                  | 0             | 0             | 0             | 296            | 0              | 0              | 0                | 0              | 0              |
| (-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período                                                                                                       | -4,000        | -3,064        | -53           | -4,003         | -10,929        | -4,000         | -4,000           | -4,000         | -4,000         |
| (-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)                                                                                                                               | -5,438        | -9,278        | -8,659        | -6,547         | -9,120         | -2,142         | -3,151           | -7,500         | -5,000         |
| (-) Activos Diferidos, Intangibles y otros                                                                                                                           | -18           | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0                | 0              | 0              |
| <b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>                                                                                                                    | <b>4,782</b>  | <b>3,043</b>  | <b>7,834</b>  | <b>3,116</b>   | <b>-18,403</b> | <b>-2,653</b>  | <b>-991</b>      | <b>2,822</b>   | <b>7,758</b>   |
| VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA                                                                                                                                      | 690           | -989          | 0             | 4,507          | 8,273          | 1,574          | 1,219            | -2,122         | -3,655         |
| OTRAS INVERSIONES NETO                                                                                                                                               | 84            | 240           | 1,235         | 7              | -2,339         | -3,213         | -3,213           | -2,000         | 0              |
| VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES                                                                                                                                  | 0             | 132           | 0             | 0              | 0              | 0              | 0                | 0              | 0              |
| <b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>                                                                                                           | <b>5,557</b>  | <b>2,424</b>  | <b>9,069</b>  | <b>7,630</b>   | <b>-12,469</b> | <b>-4,292</b>  | <b>-2,986</b>    | <b>-1,300</b>  | <b>4,104</b>   |
| <b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)</b>                                                                                                | <b>4,708</b>  | <b>10,265</b> | <b>12,689</b> | <b>21,757</b>  | <b>29,387</b>  | <b>16,918</b>  | <b>16,918</b>    | <b>13,932</b>  | <b>12,633</b>  |
| <b>Indicadores</b>                                                                                                                                                   |               |               |               |                |                |                |                  |                |                |
| Patrimonio Tangible                                                                                                                                                  | 43,889        | 53,728        | 62,950        | 75,993         | 70,242         | 67,357         | 70,414           | 74,691         | 81,838         |
| % crecimiento en ventas                                                                                                                                              | 17.63%        | 16.52%        | 6.29%         | -13.03%        | 5.20%          | 12.45%         | 13.50%           | 5.00%          | 5.00%          |
| MARGEN EBIT (%)                                                                                                                                                      | 16.59%        | 15.88%        | 13.16%        | 16.15%         | 11.72%         | 9.71%          | 10.79%           | 12.16%         | 10.94%         |
| MARGEN EBITDA (%)                                                                                                                                                    | 19.18%        | 19.14%        | 16.44%        | 20.35%         | 15.67%         | 14.31%         | 15.22%           | 16.37%         | 14.95%         |
| FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)                                                                            | 67.70         | 65.96         | 104.06        | 47.05          | 31.64          | 21.91          | 20.44            | 23.70          | 30.90          |
| EBITDA/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)                                                                                                        | 81.39         | 81.08         | 123.65        | 54.70          | 34.65          | 25.95          | 24.44            | 28.57          | 35.27          |
| EBITDA / Gasto Financiero del período (x)                                                                                                                            | 81.39         | 81.08         | 123.65        | 54.70          | 34.65          | 25.95          | 24.44            | 28.57          | 35.27          |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDA OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera                                                                         | 0.44          | 0.20          | 0.11          | 0.33           | 0.83           | 0.90           | 0.79             | 0.60           | 0.43           |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDA OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera                                                                     | (0.15)        | (0.43)        | (1.07)        | (1.15)         | (0.23)         | 0.11           | 0.00             | (0.04)         | (0.44)         |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)                                                                                                                 | 14.25%        | 6.62%         | 3.09%         | 7.79%          | 14.88%         | 15.39%         | 14.64%           | 11.79%         | 7.89%          |
| Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual                                                                                                          | 20.67         | N/A           | N/A           | 9.64           | 2.05           | 1.43           | 1.64             | 1.98           | 3.40           |
| CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual                                                                                                                        | 13.82         | N/A           | N/A           | 2.93           | 0.15           | 0.28           | 0.44             | 1.20           | 2.03           |
| Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)                | 11.17         | N/A           | N/A           | 6.46           | (0.51)         | 0.28           | 0.57             | 0.88           | 2.37           |
| 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 | 11.25         | N/A           | N/A           | 6.46           | (0.69)         | (0.01)         | 0.34             | 0.71           | 2.37           |

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.