

Ecuador
Obligaciones de corto plazo
Seguimiento

Zaimella del Ecuador S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	31-mar.-22	29-sep.-22	31-mar.-23
Primer Programa de Papel Comercial 2022	AAA	AAA	AAA

Tipo Instrumento	16-dic.-22	31-mar.-23
Segundo Programa de Papel Comercial 2022	AAA	AAA

Perspectiva: Estable

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.-21	dic.-22	ene.-23
Activos	112.6	122.3	122.3
Ventas	102.3	114.6	7.6
Margen EBITDA (%)	15.67%	15.71%	15.29%
ROE (%) *	12.09%	14.13%	9.26%
Deuda / capitalización (%)	14.88%	14.62%	13.47%
CFO / Deuda Fin CP (X)	0.15	0.50	2.81
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.51	0.94	3.79
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	0.83	0.79	0.94
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)	0.93	0.98	1.09

* Indicador anualizado para ene-2023

Contactos:

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

Sara Flores
(5932) 226 9767 ext. 106
sflores@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió **mantener la calificación de “AAA”** para el **Primer y Segundo Programa de Papel Comercial del 2022 de Zaimella del Ecuador S.A.** analizados 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, el pago de dividendos, e inversiones en otras empresas, 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; además, la calificadora realizará una evaluación en los próximos meses para considerar las acciones que tome la compañía para gestionar riesgos de incendio y catastróficos, ya que actualmente no cuenta con una póliza de seguro que cubra estos riesgos.

CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS

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

Primer Programa de Papel Comercial 2022	
Emisor	Zaimella del Ecuador S.A.
No. De Seguimiento	Segundo Seguimiento
No. de Resolución	SCVS-IRQ-DRMV-2022-00003699
Fecha de Aprobación SCVS	11-may.-22
Monto Programa	8,000,000.00
Monto en circulación	8,000,000.00
Plazo del Programa	hasta 720 días
Plazo de la Emisión	hasta 359 días
Fecha Vencimiento Programa	30-abr.-24
Pago de Capital	Al vencimiento del plazo de la emisión
Cupón de Interés	Cero cupón
Garantía	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Destino de la emisión	Para capital de trabajo de la compañía emisora, consistente en pago a proveedores y servicios
Calificadora de Riesgos	BankWatch Ratings del Ecuador S.A.
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.

Segundo Programa de Papel Comercial del 2022	
Emisor	Zaimella del Ecuador S.A.
No. De Seguimiento	Primer Seguimiento
No. de Resolución	SCVS-IRQ-DRMV-2022-00008998
Fecha de Aprobación SCVS	22-dic.-22
Monto Programa	8,000,000.00
Monto en circulación	0.00
Plazo del Programa	hasta 720 días
Plazo de la Emisión	hasta 359 días
Fecha Vencimiento Programa	11-dic.-24
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
Calificadora de Riesgos	BankWatch Ratings del Ecuador S.A.
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.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Entorno macroeconómico

El año 2021 registró reactivación económica frente al primer año de pandemia. El año 2020 fue extremadamente complejo para el país. Tuvo que enfrentar a más de sus debilidades económicas estructurales la falta de flexibilidad monetaria, alto endeudamiento y reservas de liquidez inexistentes, además de otros factores que agravaron la situación como la caída de ingresos petroleros, vencimientos importantes de la deuda externa, gobierno con baja popularidad, un sistema de salud con deficiencias para enfrentar la pandemia y la ruptura de la cadena comercial local y del exterior. Lo anterior se concretó en una contracción de la economía, mayor desempleo, reducción del consumo de los hogares y deterioro en la capacidad de pago de la población.

Durante 2022 Ecuador accedió a diferentes créditos con entidades internacionales para el financiamiento de proyectos sociales (con CAF¹ y BM²), en condiciones adecuadas. Durante los últimos meses del año, concretó además líneas de crédito con dos sólidas entidades internacionales (FED y BIS) por USD 1,840 millones, que sirven como líneas de emergencia para requerimientos de liquidez. Esto fue un importante apoyo para fortalecer la confianza de los mercados del exterior, estos respaldos son particularmente importantes en un país dolarizado.

El acuerdo con el FMI por un total de USD 6,500 millones fue completado de manera exitosa y con la culminación de este el Gobierno prevé aplicar al programa de Resiliencia y Sostenibilidad que permitiría al país acceder a líneas de crédito entre USD 690 y USD 1,300 millones a un plazo de 20 años y una tasa de interés hasta 4% anual.

Si bien se ha expresado el interés en este programa de crédito, el Presupuesto del Estado de 2023 no contempla estos posibles desembolsos como financiamiento, sino principalmente a deuda interna (50.7%), seguido de Multilaterales (40.5%) y Bonos (7.9%). En caso de que se haga

¹ 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/>

² Banco Mundial aprueba un crédito de USD 200 millones para Ecuador - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banco-mundial-credito-ecuador-desnutricion/>

efectivo el acceso al programa, los Bonos podrían ser reemplazados por el programa del FMI en USD 600MM ya que en el mercado internacional Ecuador debería pagar una tasa demasiado alta considerando que el riesgo país según datos del BCE es elevado (1963 puntos al 28 de marzo), mientras que con el programa del FMI la tasa sería hasta del 4%³.

El 19 de septiembre de 2022 se anunció 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 está compuesta 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. El acuerdo alcanzado contempla una extensión de tres años para el vencimiento; suspensión de las amortizaciones durante seis meses, y reducción de la tasa de interés de la deuda.⁴

Con respecto al mercado de valores ecuatoriano, el Gobierno espera concretar la emisión de Bonos Azules para financiar la ampliación de la reserva marina de las Galápagos. Con esta emisión se recompraría parte de la deuda externa y el ahorro generado sería destinado a un fideicomiso para el financiamiento mencionado.⁵ Biess por su parte también espera invertir en el mercado de valores, con el monto anunciado más alto desde 2020, USD 1,500 millones. Esta cifra compara favorablemente con los USD 514 millones invertidos en 2022, se espera que el mercado se dinamice con esta inversión que, según informó la institución, obedecerá a parámetros de riesgo, seguridad y rentabilidad⁶. Adicionalmente, el Gobierno ha anunciado una reducción de tributos (ICE y aranceles) que se espera que impulse la actividad económica, consumo e inversión y ayude a revertir los efectos negativos de la inflación⁷. La reducción de impuestos representaría un sacrificio fiscal de USD 590 millones en 2023 y 2024 según comunicados oficiales.

Por otro lado, luego de los picos en el precio del petróleo superiores a USD 100, impulsados por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania, este cayó durante septiembre, posteriormente se ha estabilizado en valores menores a USD 80; al 28 de marzo de 2023 el barril de petróleo WTI marcó el precio de 73.4 dólares. El FMI prevé que el precio del crudo ecuatoriano llegaría a USD 63.8 por barril hasta 2027 y no sea mayor a los USD 75.3 desde 2023, lo que implicaría una reducción de ingresos para el país por este concepto⁸. El FMI destaca que posterior al acuerdo ejecutado, el país es menos dependiente de estos ingresos como un factor que alivia de cierta manera el impacto de la reducción de precios. Por otro lado, cabe indicar que en 2023 la producción petrolera registra los niveles más bajos desde hace 20 años, debido a motivos de fuerza mayor, que provocaron la suspensión de exportaciones de petróleo a finales de febrero y por conflictos en zonas de producción petrolera.⁹

El 19 de noviembre de 2022, la Comisión de Régimen Económico de la Asamblea Nacional aprobó la Proforma Presupuestaria de 2023, que entró en vigor sin cambios a pesar de las observaciones realizadas por la Asamblea¹⁰. Dentro de los supuestos macroeconómicos que se plantean para 2023 está un crecimiento del PIB del 3.1%, con un precio promedio del barril de petróleo de USD 65, una producción diaria de 514,759 barriles (aproximadamente 5mil barriles más que el incremento planteado por Petroecuador en 2022¹¹), una inflación del 2.55% y un déficit fiscal del 2% del PIB (se prevé que los gastos superen a los ingresos en USD 2,630 millones).

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. En febrero de 2023 la Conaie declara su inconformidad con las mesas de dialogo, una

³ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fondo-monetario-prestar-millones-ecuador/>

⁴ Ecuador reestructura USD 3.227 millones de deuda con China - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-acuerdo-deuda-china/>

⁵ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/emision-bonos-azules-ecuador-galapagos/>

⁶ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/biess-inversion-mercado-valores/>

⁷ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/emision-bonos-azules-ecuador-galapagos/>

<https://www.primicias.ec/noticias/economia/reduccion-impuestos-costo-presupuesto/>

⁸ Primicias: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fmi-caida-precio-petroleo-ecuador/>

⁹ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-fuerza-mayor-operacion/> y <https://www.primicias.ec/noticias/economia/por-conflictos-produccion-petrolera-cae-a-su-minimo-en-20-anos/>

¹⁰ Primicias: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/proforma-2023-observaciones-asamblea/>

¹¹ Petroecuador aumentará la producción en seis campos petroleros en 2022 - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-produccion-petroleo-ecuador-negocios/>

movilización permanente y retirada del proceso de diálogo, además de la salida del presidente¹². Nuevas movilizaciones tendrían un impacto negativo en la economía nacional, dispararía nuevamente la desconfianza de los mercados internacionales del país, además de incrementar la inestabilidad social y política.

La inestabilidad implícita en el comportamiento social y político 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 de 2022, se ha incrementado de forma importante durante y luego del paro nacional. En octubre de 2022 alcanzó un máximo de 1,945 puntos, y se ha mostrado variable sobre los 1,043 puntos hasta las elecciones seccionales en febrero de 2023. La división e inconformidad de la sociedad fue palpable en los resultados de las elecciones, el riesgo país ha mostrado una tendencia creciente desde el 7 de febrero, situándose sobre los 1,900 puntos a finales de marzo. Este comportamiento refleja la menor confianza del entorno internacional en el país y la volatilidad del precio del petróleo. Por otro lado, la calificación del país otorgada por FITCH Ratings fue ratificada en B-con perspectiva estable en agosto de 2022.

Los recientes casos de corrupción y niveles bajos de aprobación del Gobierno han provocado la propuesta de un juicio político en contra del Presidente. El Gobierno no descarta optar por la opción de *muerte cruzada* pero representantes del sector indígena han anunciado su oposición a esta medida bajo la amenaza de nuevas movilizaciones a nivel nacional¹³.

Lamentablemente, el panorama de inestabilidad política y social, evidenciada en las paralizaciones fomentadas por algunos sectores de la población, la falta de consensos entre los diferentes poderes del estado, y las denuncias de corrupción limitan el cumplimiento de las metas planteadas. Las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía frente al entorno operativo adverso persiste. Es importante destacar además la crisis de seguridad y social que enfrenta Ecuador a la fecha.

Cifras económicas y perspectivas

El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó una recuperación del PIB constante de 4.24% en 2021, luego de la contracción de 2020 (-7.79%). El segundo trimestre de 2022 señalaba un crecimiento interanual de 1.7%, que mostraba una ralentización de la economía. Al tercer trimestre las cifras fueron más alentadoras, con un crecimiento del 3.19% respecto a 2021. Según las últimas previsiones del BCE, se estima que el PIB del 2022 habría crecido en 2.7%¹⁴ frente al año precedente, porcentaje que incorpora el impacto negativo del paro nacional sobre la economía nacional.

Las expectativas para 2023 son más optimistas, esperando superar los niveles prepandemia de estas variables macroeconómicas. En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento de variables macroeconómicas de 2021 y del tercer trimestre de 2021 y 2022, así como el esperado de 2022 y 2023, tomados de las cuentas trimestrales y previsiones del BCE.

Indicador	2021	2022 (p)	2023 (p)	2021.III	2022.III
Producto Interno Bruto (PIB)	3.81%	5.95%	3.07%	4.65%	2.40%
Exportaciones	-0.13%	5.55%	5.12%	-0.16%	0.11%
Importaciones	13.25%	9.29%	3.98%	24.18%	-0.39%
Consumo final Hogares	10.22%	4.97%	3.19%	13.07%	3.84%
Consumo final Gobierno	-1.69%	-0.42%	-0.19%	0.59%	2.05%
Formación Bruta de Capital Fijo	4.33%	6.76%	3.68%	9.86%	0.99%

Las principales industrias por su aporte al valor agregado durante el tercer trimestre de 2022 fueron: manufactura, comercio petróleo y minas y, enseñanza y servicios sociales y de salud. En conjunto, el crecimiento de estos sectores respecto al tercer trimestre de 2021 fue del 7%.

Fitch Ratings bajó la perspectiva de crecimiento para el país en 2023 de 2.5% a 1.6%, menor que en 2022. Los factores que impulsan este cambio son: crisis económica mundial por la caída de varios bancos internacionales; posibilidad de no culminación del periodo de gobierno del Presidente y nuevas protestas sociales¹⁵. Un consumo de hogares menor e inversiones más bajas a nivel general de la economía disminuirían el dinamismo económico. Adicionalmente la entidad considera que el déficit fiscal previsto por el gobierno llegaría a los 2.9pp, a diferencia de lo previsto en el Presupuesto General del Estado.

Análisis de la industria

Zaimella del Ecuador S.A. se dedica a la producción y comercialización de pañales

¹² El Universo - <https://www.eluniverso.com/noticias/ecuador/lo-que-se-sabe-sobre-el-paro-anunciado-en-ecuador-para-este-8-de-marzo-del-2023-nota/>

¹³ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/politica/leonidasiza-juicio-politico-guillermo-lasso/>

¹⁴ Previsiones macroeconómicas del BCE descargadas a septiembre de 2022.

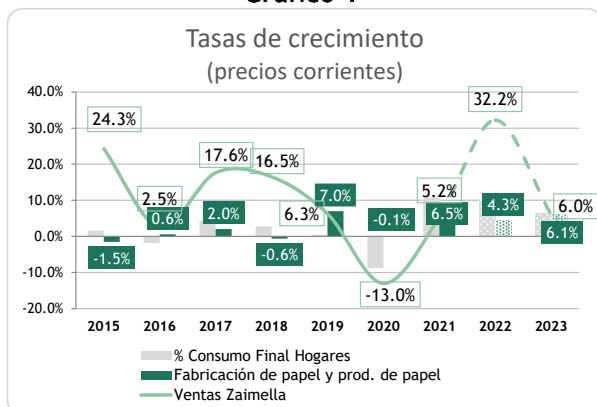
¹⁵ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/economia-ecuador-crecimiento-fitch-ratings/>

desechables para bebés y adultos, y productos cosméticos. La empresa pertenece al sector de fabricación y comercialización de productos de higiene y cuidado personal. Este sector se caracteriza por ser de productos de primera necesidad con pocos sustitutos, por lo que se considera que maneja una demanda más estable. El sector pertenece a la industria de manufactura, específicamente dentro de la industria de fabricación de papel y productos de papel.

Según las últimas previsiones del BCE, en 2022 se estima una caída tanto la industria fabricación de papel y productos de papel como en el sector manufacturero a nivel general, la caída anual sería de 5.7% y 6.2% respectivamente. Sin embargo, para 2023 se esperaría una recuperación superior al 2.5% en ambos casos.

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

Gráfico 1

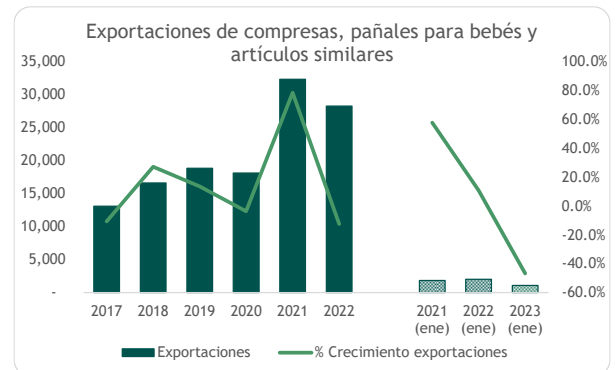


Fuente: BCE. Elaboración: BWR.

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. Durante 2022 se exportaron USD 28.2MM lo que representó una caída (-13%) posterior al alto crecimiento de 2021 (78%).

A enero-2023 se registran exportaciones a seis países. Perú y Colombia son los principales destinos, abarcan más del 80% de exportaciones con USD 868M en total. A inicios de 2023 se registra una caída significativa tanto en valor como volumen de las exportaciones de estos productos.



Fuente: BCE. Elaboración: BWR.

Por otro lado, las importaciones entre 2017 y 2021 llegaron a un valor promedio de USD 36.8MM. Conforme la industria ecuatoriana gana participación frente a las marcas internacionales, las importaciones presentan una tendencia a decrecer en el tiempo. Sin embargo, en 2022 las importaciones alcanzaron un valor de USD 51.8MM, mayor a 2021 en 34%. Se destaca que este incremento conlleva un efecto precio observado durante todo el año.

Contrario a lo observado en las exportaciones, a enero-2023 aún está presente un efecto precio en el crecimiento interanual, en valor las importaciones crecieron 13.8% mientras que en volumen lo hicieron en 3.3%. el principal proveedor es Colombia con más del 89.4% de las importaciones de estos productos.

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. 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); es grupo ha caído en 0.24% en la última década.

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. El INEC considera que el 7.5% (1.31 millones) de la población habría estado en edades comprendidas entre 65 años y más para 2020; este grupo poblacional registra un crecimiento promedio de 2.88% anual en diez años.

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 cuenta con altas barreras de entrada para nuevos competidores por requerir una alta inversión en renovación tecnológica y mantenimiento de maquinaria.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Zaimella del Ecuador S.A. tiene más de 25 años de trayectoria en el mercado de la fabricación y comercialización de productos de uso higiénico y cuidado personal, con una importante participación. Es clasificada como grande según el tamaño de sus activos y volumen de ventas.

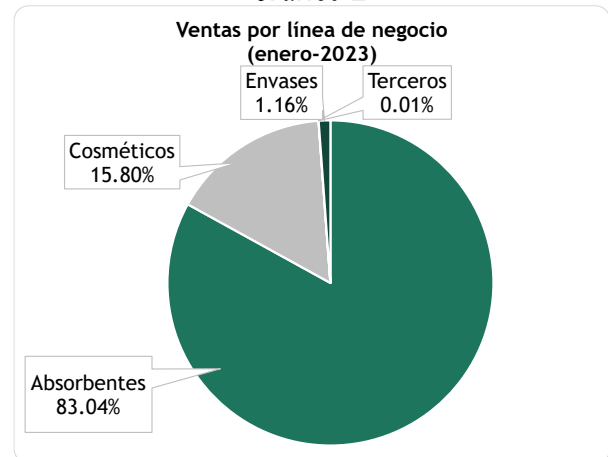
La compañía se ha enfocado en la constante renovación y mejora de sus procesos productivos. Es líder en el mercado en la mayoría de segmentos en los que participa y se ha mantenido de esta manera por su orientación innovadora soportada en tecnología de punta y la captación de segmentos paralelos de productos con oportunidad de crecimiento. La empresa mantiene una certificación de sus procesos con la norma de calidad ISO 9001.

Dentro de la estructura departamental del emisor, colaboran 538 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios. El emisor no ha tenido problemas laborales ni posee sindicato.

A enero-2023, su planta de producción cuenta con una capacidad instalada para producir 1,156 millones de unidades de productos (40% absorbentes y 58% cosméticos, toallas húmedas y 2% envases). La utilización es del 97% de la capacidad instalada. La planta de producción se encuentra ubicada en Amaguaña, así como sus oficinas administrativas y cuenta con la presencia de sus productos en todas las provincias del país.

Zaimella posee tres líneas de negocio o divisiones: la línea de absorbentes; la línea cosmética, y la línea de envases, que inició en el segundo semestre de 2022. La línea de distribución de productos a terceros ya no se encuentra dentro de sus líneas de negocio, únicamente cuentan con ingresos por venta de stock remanente. Sus marcas han logrado un importante reconocimiento a nivel local y regional.

Gráfico 2



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.

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 81.0% de sus ventas. Dentro de esta línea de negocio, los pañales son el producto estrella, abarcando a la fecha de corte el 83% de las ventas de la división. Los pañales de bebé son el negocio principal y más antiguo de la Compañía y representan el 62.9% del total de ingresos de la línea absorbentes.

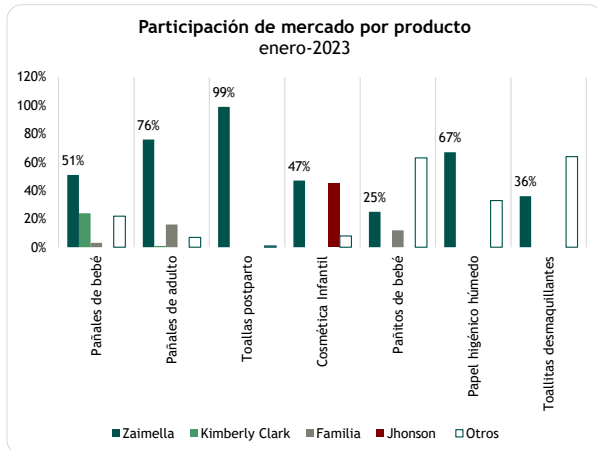
Le sigue en representatividad de ventas, la línea de cosmética, que incluye productos de higiene personal, toallas húmedas, protección antibacterial y mascarillas. Cosméticos cuenta con una participación promedio de 17.5% sobre las ventas totales en los últimos 5 años. Los paños húmedos son el principal generador de ingresos de la división, con una participación de 57.9%. Adicionalmente, se destaca la participación del 14% de mascarillas y protección antibacterial dentro de la línea de cosméticos, cuya comercialización inició en mayo 2020. Se prevé que, con la disminución de las restricciones por COVID, las ventas de esta línea se vean afectadas en el mediano plazo.

Actualmente cinco compañías controlan la totalidad del mercado de pañales para bebé en el Ecuador y las dos principales poseen el 75.0% del mismo. Zaimella se destaca como líder de mercado en este segmento con el 51.0% de las ventas. 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 76%, y en cosmética infantil su participación es del 47%. Participaciones que ha mantenido en el tiempo.

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 3



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.

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 enero-2023 el 11.2% de sus ventas corresponde a exportaciones. Sus principales destinos son: Perú, Panamá y Colombia. Las exportaciones de Zaimella a todos sus destinos, con excepción de Colombia, corresponden a la totalidad de exportaciones ecuatorianas.

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 enero-2023, los 10 principales clientes representan el 86.6% de los ingresos, el cliente con mayor participación sobre ventas concentra el 21.7%. 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 5.4% del activo total, por lo cual no se consideran representativas.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A enero-2023, el patrimonio de Zaimella del Ecuador S.A. es de USD 84.11MM, el 36.4% corresponde a capital social.

Las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

ACCIONISTA	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	% PARTICIPACIÓN
MORCONELO S.A.	ECUADOR	24,498,494	80.23%
HEMAJA INVESTMENTS S.A.S.	ECUADOR	2,757,267	9.03%
STRATELLA S.A.S.	ECUADOR	919,089	3.01%
DI MELLA SCIFO SILVANA MARIA	ECUADOR	919,089	3.01%
DI MELLA SCIFO ANGELO	ECUADOR	919,089	3.01%
ORTIZ GONZALES CARLOS	VENEZUELA	522,140	1.71%
TOTAL		30,534,522	100.00%

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

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

En 2021 se distribuyeron como dividendos USD 11MM correspondientes a utilidades acumuladas de 2017 y 2018. Para 2022 el valor de dividendos pagados fue de USD 3.78MM.

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. Por otro lado, el 14 de diciembre de 2022 los accionistas Eduardo Farraye, Eduardo Farraye, Javier Farraye y Gabriel Farraye cedieron la totalidad de sus acciones (9.03%) a la empresa ecuatoriana Hemaja Investments 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. El Directorio mantiene parte de sus miembros independientes, lo cual favorece la objetividad en el seguimiento administrativo y la toma de decisiones. En cuanto a los órganos de fiscalización y control, cuentan con un Comisario Principal y un Comisario Suplente. 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.

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.

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.

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.

Actualmente Zaimella no cuenta con una póliza de seguro de todo riesgo para cubrir la infraestructura y otros riesgos relacionados a la planta de producción y oficinas administrativas, mantiene únicamente pólizas de transporte y vehículos. El riesgo de un siniestro catastrófico o de incendio es de baja probabilidad de ocurrencia, pero en caso de darse su impacto puede ser elevado. A manera de mitigante, la empresa actualmente cuenta con un *Plan de Contingencias para el Control de Emergencias* para controlar el riesgo de incendios y minimizar posibles impactos de este siniestro.

Zaimella mantiene lineamientos claramente definidos para poder reaccionar en el menor tiempo posible ante cualquier evento adverso que pueda suscitarse, su personal se encuentra capacitado y organizado de manera adecuada para actuar durante emergencias. Adicionalmente, su plan de emergencias cuenta con protocolos para distintos tipos de siniestros, donde se detallan medidas preventivas, especiales, de mitigación y corrección, y recuperación, orientadas a la prevención del riesgo y a la reducción de sus impactos. Se han realizado importantes inversiones en el sistema de mitigación de riesgos contra incendios en toda la planta de producción y áreas administrativas.

Es importante destacar que si bien el riesgo de incendio se mitiga parcialmente con el sistema con el que Zaimella cuenta, el riesgo catastrófico persiste. Por la baja recurrencia de este tipo de siniestros y el corto plazo de la emisión, al momento no tiene un impacto en la calificación. De acuerdo con la administración, el emisor ha tomado la decisión de contratar una póliza de seguro todo riesgo. Se espera suscribir el contrato hasta dentro de dos meses máximo según lo informado a la calificadoradora. Nos mantenemos al pendiente de dicha contratación y la gestión de este riesgo.

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 diciembre-2022 y enero-2023.

Hemos recibido por parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para los periodos 2023 y 2024. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

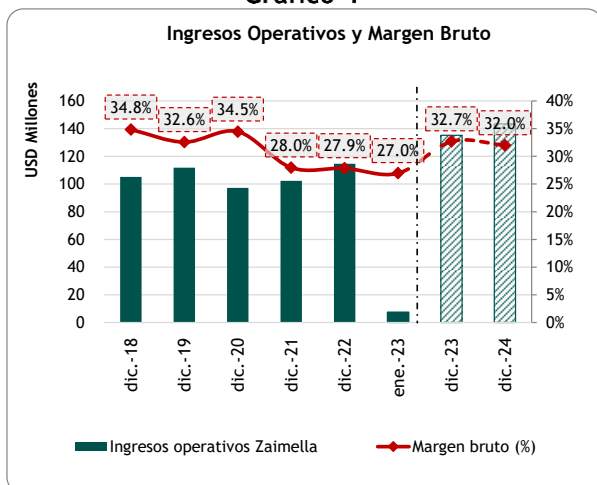
Gestión Operativa y Tendencias

Zaimella es una empresa que históricamente ha mostrado una generación operativa positiva y un margen relativamente estable. Esto lo ha conseguido gracias a sus estrategias comerciales, posicionamiento de mercado, diversificación de su mercado por las exportaciones, y variedad de productos de calidad a precios convenientes.

Las ventas de Zaimella han presentado un crecimiento sostenido, a excepción del primer año de pandemia. Es importante destacar que desde 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. En 2021 las ventas se incrementaron en 5.2% y en 2022 lo hicieron en un 12.06%, principalmente por el alza de sus precios de venta al público en abril-2022, para responder ante los mayores costos de la materia primera. A la fecha de corte las ventas de Zaimella presentan un crecimiento interanual de 6.94%, superior al evidenciado el año precedente.

La compañía ha ajustado las proyecciones presentadas de 2023 y 2024 con respecto a las presentadas en el último seguimiento. Estas consideran el panorama actual del país, la estabilización del precio a la baja de parte de sus materias primas, la presión por parte de competidores, y que gran parte del portafolio de productos de la empresa es de primera necesidad y con productos sustitutos limitados.

Gráfico 4



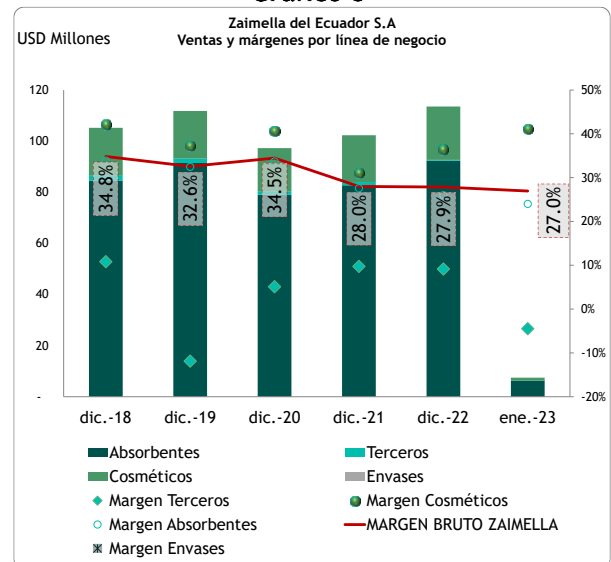
Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.
Nota: Proyecciones ajustadas por BWR.

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

Durante 2021 se evidenció una contracción del margen bruto, por el incremento en precios de materias primas, fenómeno que persistió en 2022 pero en menor medida debido a estrategias comerciales de ajuste de precios.

A la fecha de corte se aprecia una recuperación interanual del margen bruto gracias a mayores ingresos por ventas y al efecto del ajuste en precios antes indicado. Se espera que durante 2023 el costo de dos de sus principales materias primas disminuya y junto con la estrategia comercial de Zaimella, esto permita alcanzar un margen superior al conseguido los dos últimos años.

Gráfico 5



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.

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 2022 su gasto operativo anual mostró un crecimiento de 12.4%, acompañando al crecimiento en ventas. Este incremento sin embargo fue menor al proyectado para el cierre del año (14.2%). A la fecha de corte, se evidencia un crecimiento interanual de 4.2%. El efecto observado se da por mayores gastos de comercialización frente al mismo mes del año pasado (15.7%), influenciados por el reciente lanzamiento de su nueva línea de pañales.

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). Este enfoque ejecutado en 2022 se espera mantener durante 2023 igualmente.

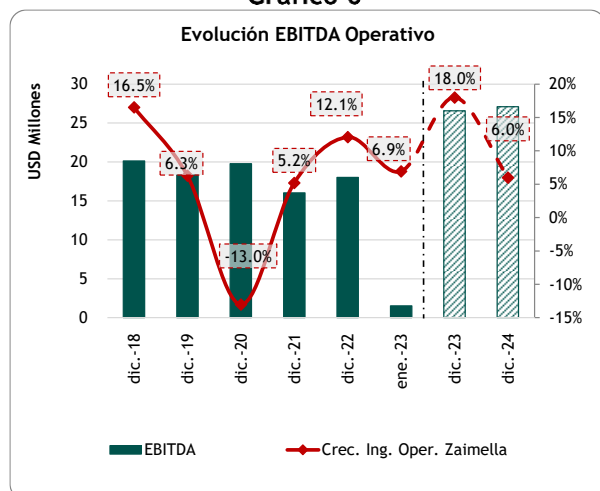
Las proyecciones apuntan a un incremento del gasto operativo del 20.6% en 2023 y 5.4% en 2024. La administración indica que el crecimiento previsto de 2023 se debe a contrataciones puntuales de asesoría para cumplir con planes de expansión de Zaimella.

El EBITDA operativo en 2021 se contrajo en 19% por la reducción del margen bruto, mientras que en 2022 este indicador se recuperó en 12.4% respecto a 2021. Esto se dio gracias al mayor dinamismo de las ventas, el incremento de precios y la consecuente mayor absorción de los gastos operativos.

A la fecha de corte el EBITDA presenta un crecimiento superior al 90% respecto a enero-2022 por ingresos proporcionalmente mayores que costos y gastos. Para el cierre del presente año se espera que el indicador llegue al valor más alto de los últimos cinco años impulsado por mayores ingresos operativos y un margen más elevado. 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 6.34% y 9.26% respectivamente. En ambos casos, los indicadores son mayores respecto a enero-2022, reflejando una rentabilidad adecuada.

Gráfico 6



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.
Nota: Proyecciones ajustadas por BWR.

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

A la fecha de corte, los activos de la empresa (USD 122.3MM) son en su mayoría de naturaleza

operativa. En función de su clasificación contable el 62% tendría una recuperación esperada de un año o menos, podrían ser liquidados en el corto plazo. El 15% 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 durante 2022.

ACTIVOS	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-22	ene.-23
Total Activo Corriente	65.5%	65.0%	66.3%	60.3%	62.4%	62.1%
Fondos Disponibles	15%	22%	27%	15%	14%	14.9%
CxC Comerciales	28.9%	25.5%	21.0%	20.6%	22.2%	21.0%
Inventarios Neto	20.8%	15.9%	15.1%	17.7%	18.9%	18.3%
Gastos anticipados	0.7%	1.1%	3.2%	6.9%	7.4%	7.8%
Total Activo No Corriente	34.5%	35.0%	33.7%	39.7%	37.6%	37.9%
Propiedad, planta y equipo	33.0%	34.7%	33.4%	37.0%	32.4%	32.1%
Propiedades de inversión	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Activos Intangibles y Diferidos	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otros activos	1.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.7%	0.7%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-22	ene.-23
Total Pasivo Corriente	32.5%	31.6%	26.4%	29.4%	28.5%	27.9%
Deuda Financiera CP	0.0%	0.0%	3.9%	11.3%	11.7%	10.7%
Deuda Comercial	23.6%	18.9%	16.5%	13.0%	11.1%	11.3%
Otros Pasivos CP	8.9%	12.8%	5.9%	5.0%	5.8%	5.9%
Total Pasivo LP	2.2%	2.0%	2.4%	3.2%	3.3%	3.3%
Deuda Financiera LP	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otros pasivos LP	2%	2%	2%	3%	3%	3%
PATRIMONIO	65.3%	66.4%	71.3%	67.5%	68.2%	68.8%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.

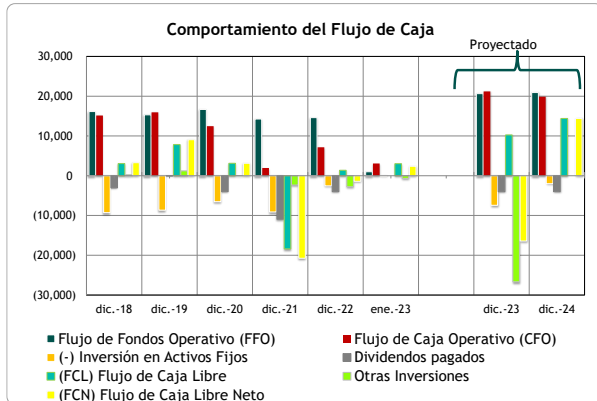
La empresa mantiene una sólida posición patrimonial y bajos niveles de endeudamiento con terceros, lo que refleja solvencia y una posición conservadora respecto al manejo financiero de la organización.

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. Ha presentado flexibilidad financiera a lo largo del tiempo y sus inversiones han sido adecuadamente planificadas y ejecutadas de acorde con planes de crecimiento y participación de mercado. 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 2022, tanto el FFO (flujo de fondos operativo) como el CFO se mantuvieron positivos y mayores al año previo. A enero-2023 se mantiene la misma tendencia positiva para el FFO y el CFO. Esperamos que la tendencia de generación durante 2023 y 2024 se mantenga positiva como en años anteriores, gracias a liberación de capital de trabajo previsto en 2023.

Gráfico 7



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.
Nota: Proyecciones ajustadas por BWR.

Históricamente los días de cobro se han ubicado cerca de los 83 días en promedio. En 2022 estos se ubicaron en 85 y a enero-2023 son de 102. El emisor no prevé cambios en la política de cuentas por cobrar, por lo tanto, se espera que a finales de 2023 y 2024 se mantengan en el rango de 83 a 85.

Con respecto a las cuentas por pagar, el año 2022 cerró en 59 días debido al alto abastecimiento de inventarios a mediados del año y que las cuentas por pagar se diluyeron a mayor ritmo que el inventario. Las condiciones que manejan con proveedores no han variado por lo que se espera que los días tiendan a futuro hacia los 72 días para 2023 y 2024, acorde al rango histórico.

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 92 días. En el año 2022 se mantuvo un mayor stock para resguardar su materia prima (101 días). El último trimestre del año se regularizó conforme lo esperado a promedios históricos. Los días de inventario proyectados son 100 días para los años 2023 y 2024.

El pago de dividendos a los accionistas ha sido conservador en los años analizados, por lo que la Compañía mantiene un fuerte patrimonio tangible¹⁶ 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 4MM en 2022. Para los años subsiguientes se espera un nivel similar de dividendos.

Por su parte, las inversiones de capital (CAPEX), en 2022 alcanzaron USD 2.5MM y con corte a enero-2023, estas registran un valor de USD 105M. Según las proyecciones actualizadas por parte de

Zaimella, a finales de año se espera alcanzar USD 7.45MM y USD 2MM en 2024. Estas 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 nuevas inversiones productivas. Parte de las inversiones en CAPEX de 2023 corresponden a una máquina de pañales que estaba prevista en 2022, cuando se realizó un anticipo, la diferencia será pagada en este año.

El flujo de caja libre a enero-2023 antes de inversiones en otros negocios, es de USD 3.03MM. El emisor invirtió en 2022 USD 2.78MM en la compra de una participación minoritaria de una empresa norteamericana que permitirá concretar sus planes de crecimiento y posicionamiento en el mercado estadounidense.

En 2023 se espera una importante inversión de una empresa en el exterior que permitiría a Zaimella expandir sus mercado en la zona de Centroamérica principalmente. Se estima que esta inversión ascienda a USD 26.7MM.

Se espera que para 2023 y 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 requerirán financiamiento externo o la utilización de los excedentes de liquidez que mantiene. Por este motivo se espera un incremento del nivel de deuda en 2023.

De acuerdo con las proyecciones ajustadas por la calificadora, la deuda financiera a finales de 2023 llegaría a USD 26.8MM, un incremento de USD 12.55MM frente 2022. En contraste, en 2024 se contempla una reducción de la deuda de alrededor de USD 9MM. Según la Administración, la estructura de deuda que prevén contraer en este año está estructurada al largo plazo, lo que se considera favorable.

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 2022 el mismo fue de 0.79 veces; a la fecha de corte este indicador se ubica en 0.94 veces. Para los años 2023 y 2024 se estima que el indicador de deuda se mantenga en 1.01 y 0.66

¹⁶ 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

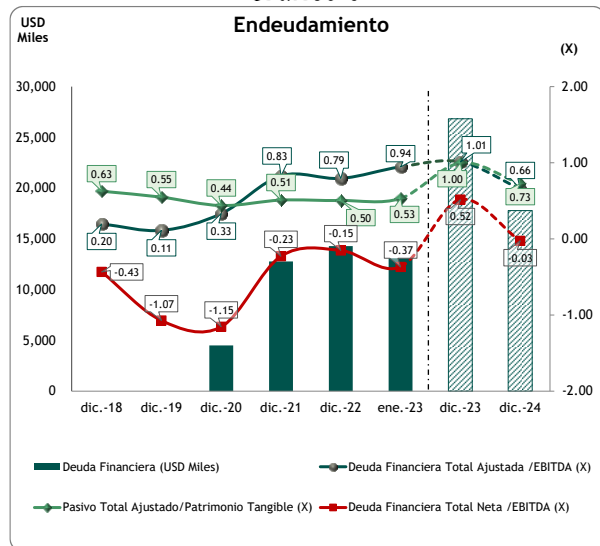
recuperación está a discreción de los mismos accionistas y/o de sus empresas relacionadas.

respectivamente, que reflejan un bajo endeudamiento.

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 0.53 veces en 2023 y sería negativo en 2024 (-0.03) lo que significaría que la caja es suficiente para cubrir la totalidad de la deuda.

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

Gráfico 8



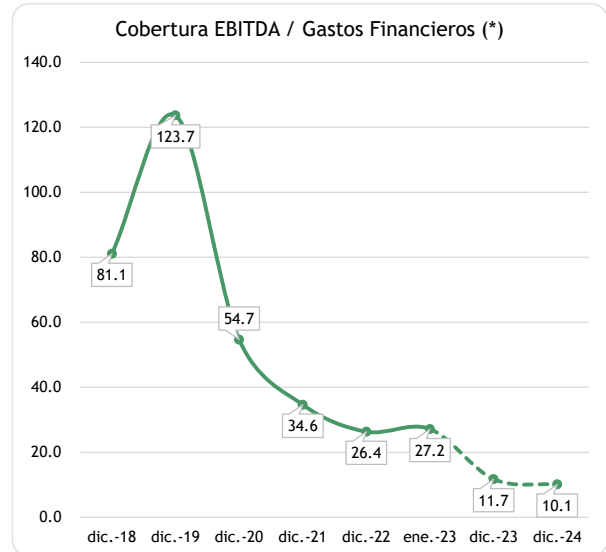
Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.
Nota: Proyecciones ajustadas por BWR.

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 (26 veces en 2022 y 27 veces en enero-2023). Para los próximos años esperamos que esta cobertura mantenga holgura, que si bien es menos que en años anteriores por financiamiento que la empresa requerirá, sigue siendo apropiada.

Gráfico 9



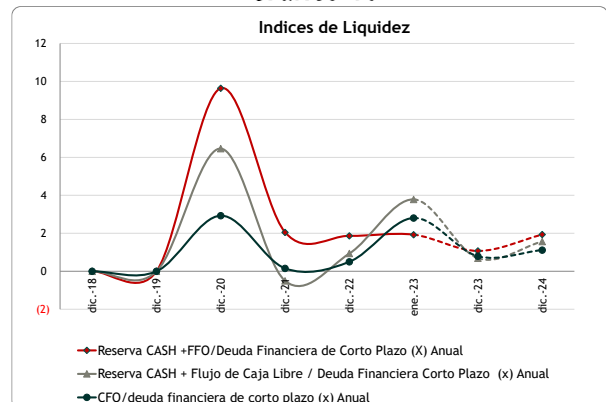
Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.
Nota: Proyecciones ajustadas por BWR.

Con corte enero-2023, Zaimella mantiene fondos disponibles por USD 18.19MM. La Compañía 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 10



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.
Nota: Proyecciones ajustadas por BWR.

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		ene.-23		
Activo Ajustado (USD M)		110,049		
Activo Total (USD M)		122,311		
enero-23				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	1,106	1,106	99.48
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	1,106	99.48
3era	Deuda sin garantía específica de balance	37,090	38,197	2.88
TOTAL		38,197	38,197	2.88

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 2.88 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

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

A la fecha de corte, los activos de la empresa son en su mayoría de naturaleza operativa. 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 62.1% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 37.9% restante representa principalmente activo fijo, cuya capacidad de ser liquidado, así como sus valores de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

RESGUARDOS

Para las emisiones corporativas analizadas 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. A la fecha de corte el emisor confirma que este indicador es de 2.44.
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, indicador que se cumple a la fecha del presente informe y es de 15.49.

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.

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.

Por último, cabe indicar que el emisor mantiene un saldo agregado de los programas de papel comercial que representa el 9.5% de su patrimonio,



por lo cual cumple con el requerimiento legal de que este indicador sea inferior al 200%.

**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 a los instrumentos analizados en el presente informe, Zaimella no posee emisiones adicionales en el mercado de valores.

De acuerdo con la información recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito, no se han

registrado transacciones en el mercado secundario de ninguno de los Programas analizados en el semestre correspondiente a la fecha de corte (agosto-2022 a enero-2023).

ZAIMELLA DEL ECUADOR S.A.	PROYECCIONES BWR							
(Miles de USD)	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-22	ene.-23	dic.-23	dic.-24
Resumen Balance								
Caja y Equivalentes de Caja	12,689	21,757	29,387	16,918	17,020	18,193	13,151	18,484
Cuentas por Cobrar Comerciales	24,666	24,670	22,911	23,224	27,149	25,730	33,031	34,151
Inventarios	17,813	15,414	16,453	19,969	23,091	22,406	25,286	27,082
Activos fijos	28,240	33,516	36,331	41,647	39,575	39,289	42,333	39,533
Otros Activos	2,083	1,350	3,827	10,858	15,487	16,694	41,515	42,115
Total Activos	85,492	96,707	108,910	112,616	122,322	122,311	155,316	161,365
Cuentas por Pagar Proveedores	20,159	18,229	17,978	14,665	13,531	13,827	18,243	20,349
Deuda Financiera Total	0	0	4,507	12,780	14,287	13,098	26,836	17,783
Deuda Financiera Corto Plazo	0	0	4,257	12,780	14,287	13,098	26,836	17,783
Deuda Financiera Largo Plazo	0	0	250	0	0	0	0	0
Otros Pasivos	9,521	14,251	8,806	9,198	11,035	11,271	13,829	13,858
Total Pasivos	29,681	32,480	31,291	36,644	38,853	38,197	58,908	51,991
Patrimonio	55,811	64,226	77,618	75,973	83,468	84,115	96,408	109,374
Contingentes	3,956	2,050	2,050	500	0	0	0	0
Resumen de Resultados								
Ventas	105,190	111,802	97,236	102,289	114,628	7,555	135,261	143,377
Costo de ventas	-68,553	-75,391	-63,728	-73,675	-82,697	-5,518	-91,031	-97,496
Otros ingresos operativos	0	0	0	0	0	0	0	0
Egresos operativos	-19,938	-21,695	-17,802	-16,627	-18,697	-1,312	-22,540	-23,768
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	16,700	14,716	15,706	11,987	13,234	724	21,690	22,113
Gasto Financiero del periodo	-248	-149	-362	-463	-683	-43	-2,262	-2,677
Impuestos a la renta	-3,693	-2,866	-2,719	-1,926	-2,031	-109	-2,989	-2,994
RESULTADO NETO DE LA GESTION	13,012	12,312	13,531	9,284	11,264	646	16,939	16,966
Otros resultados integrales	-230	158	-139	0	0	0	0	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	12,783	12,470	13,392	9,284	11,264	646	16,939	16,966
Resumen Flujo de Caja								
EBITDA OPERATIVO	20,133	18,376	19,785	16,031	18,012	1,155	26,555	27,084
(-) Gasto Financiero del periodo	-248	-149	-362	-463	-683	-43	-2,262	-2,677
(-) Impuesto a la renta del periodo	-3,756	-2,911	-2,768	-1,299	-2,710	-109	-3,654	-3,494
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el periodo	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	16,129	15,316	16,656	14,269	14,619	1,003	20,640	20,913
(-) Variación Capital de Trabajo	-999	618	-4,192	-12,310	-7,452	2,061	561	-1,053
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	15,130	15,934	12,464	1,960	7,166	3,064	21,201	19,861
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	254	611	906	0	744	74	500	525
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	-314	0	0	0	0
(+ (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	296	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el periodo	-3,064	-53	-4,003	-10,929	-4,000	0	-4,000	-4,000
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-9,278	-8,659	-6,547	-9,120	-2,544	-105	-7,448	-2,000
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	3,043	7,834	3,116	-18,403	1,366	3,033	10,253	14,386
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-989	0	4,507	8,273	1,507	-1,190	12,549	-9,053
OTRAS INVERSIONES NETO	240	1,235	7	-2,339	-2,772	-670	-26,670	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	132	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	2,424	9,069	7,630	-12,469	101	1,173	-3,868	5,333
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	10,265	12,689	21,757	29,387	16,918	17,020	17,020	13,151
Indicadores								
Patrimonio Tangible	53,728	62,950	75,993	72,868	77,044	71,852	59,114	71,480
% crecimiento en ventas	16.52%	6.29%	-13.03%	5.20%	12.06%	6.94%	18.00%	6.00%
MARGEN EBIT (%)	15.88%	13.16%	16.15%	11.72%	11.55%	9.58%	16.04%	15.42%
MARGEN EBITDA (%)	19.14%	16.44%	20.35%	15.67%	15.71%	15.29%	19.63%	18.89%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	65.96	104.06	47.05	31.84	22.39	24.59	10.13	8.81
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	81.08	123.65	54.70	34.65	26.35	27.16	11.74	10.12
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	81.08	123.65	54.70	34.65	26.35	27.16	11.74	10.12
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.20	0.11	0.33	0.83	0.79	0.94	1.01	0.66
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	(0.43)	(1.07)	(1.15)	(0.23)	(0.15)	(0.37)	0.52	(0.03)
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	6.62%	3.09%	7.79%	14.88%	14.62%	13.47%	21.77%	13.99%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	N/A	N/A	9.64	2.05	1.86	1.93	1.07	1.93
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	N/A	N/A	2.93	0.15	0.50	2.81	0.79	1.12
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	N/A	N/A	6.46	(0.51)	0.94	3.79	0.69	1.57
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	N/A	N/A	6.46	(0.69)	0.74	3.17	(0.31)	1.57

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 2023.