

Ecuador
Obligaciones de corto plazo
Seguimientos

Zaimella del Ecuador S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	mar.-23	sep.-23	dic.-23
Primer Programa de Papel Comercial 2022	AAA	AAA	AAA

Tipo Instrumento	sep.-23	dic.-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	dic./23
Activos	112.6	121.8	140.4
Ventas	102.3	114.6	110.6
Margen EBITDA (%)	15.67%	16.04%	22.11%
ROE (%) *	12.09%	14.11%	17.29%
Deuda / capitalización (%)	14.88%	15.20%	16.85%
CFO / Deuda Fin CP (X)	0.15	0.68	1.62
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.51	0.94	3.69
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	0.83	0.81	0.79
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)	0.93	0.96	0.95

Contactos:

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

Econ. Sonia Rodas
(5932) 226 9767 ext. 111
srodas@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió **mantener la calificación de “AAA”** para las obligaciones de corto plazo de los dos Programas 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, y la mayor parte de las inversiones en CAPEX, el pago de dividendos, e inversiones en otras empresas, registrando un flujo de caja libre positivo en la mayor parte de los años analizados.

Bajo endeudamiento con relación a la generación. A pesar del incremento de la deuda en el último año, el emisor mantiene niveles bajos de endeudamiento respecto a su generación y cuenta con un respaldo patrimonial importante.

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.

Riesgo catastrófico: La compañía aún no cuenta con un seguro que cubra riesgos de incendio y líneas aliadas de su planta industrial. A la fecha del informe la empresa está ya ha definido la contratación de le Empresa de Seguros y está en el proceso de contratación y suscripción de la póliza contra incendios. Por lo tanto, aún se mantiene un riesgo potencial con una exposición financiera importante en caso de un evento catastrófico.

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

CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS

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

Primer Programa de Papel Comercial 2022	
Emisor:	Zaimella del Ecuador S.A.
No. De seguimiento	Cuarto Seguimiento
No. de Resolución	SCVS-IRG-DRMV-2022-00003699
Fecha de Aprobación SCVS	11-may-22
Monto Programa	8,000,000.00
Monto en circulación	6,236,000.00
Plazo del Programa	hasta 720 días
Plazo máximo del Papel	hasta 359 días
Fecha Vencimiento Programa	30-abr-24
Amortización	Al vencimiento
Cupón de Interés:	Cero cupón
Garantía:	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Agente Pagador :	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador
Estructurador financiero y colocador:	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.
Rep. Obligacionistas:	Molina & Compañía Abogados S.A.
Destino de la Emisión	Capital de trabajo de la compañía emisores, consistente en pago a proveedores y servicios

Segundo Programa de Papel Comercial del 2022	
Emisor:	Zaimella del Ecuador S.A.
No. de seguimiento	Tercer Seguimiento
No. de Resolución	SCVS-IRG-DRMV-2022-00008998
Fecha de Aprobación SCVS	22-dic-22
Monto Programa	8,000,000.00
Monto en circulación	8,000,000.00
Plazo del Programa	hasta 720 días
Plazo máximo del Papel	hasta 359 días
Fecha Vencimiento Programa	11-dic-24
Amortización	Al vencimiento
Cupón de Interés:	Cero cupón
Garantía:	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador
Estructurador Finnciero y colocador	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.
Destino de la Emisión	Capital de trabajo de la compañía emisora, consistente en pago a proveedores del exterior y pago a proveedores locales
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 entorno operativo del Ecuador se enfrenta a un escenario complejo, de incertidumbre en el corto y mediano plazo. Luego de la contracción más grande sufrida por la pandemia del COVID (7.8%) en el año 2020, la economía ecuatoriana no ha podido recuperar un crecimiento sostenido, sino que sus tasas de crecimiento son mínimas y según las cifras oficiales, en términos reales el PIB de cierre de 2023 podría recién acercarse al PIB prepandemia. Para el año 2023 la última estimación del BCE es de 1.5% y se prevé un crecimiento de 0.8% para el año 2024. Es probable que estas cifras varíen en función de la nueva metodología de año base para su cálculo.

La situación política que atravesó el país en el año 2023 a raíz de las elecciones adelantadas tuvo como resultado la elección del nuevo presidente Daniel Noboa, que enfrenta una situación de crisis económica especialmente por el alto déficit fiscal acumulado de gobiernos anteriores, agravada por el incremento significativo de la violencia de grupos de delincuencia organizada que ha soportado el país en los últimos meses.

A esto se sumó el racionamiento energético desde octubre-2023, producto de una fuerte sequía que afectó la generación hidroeléctrica, y que se dio al mismo tiempo que una mayor demanda¹. Esta situación no ha sido superada y perjudica la actividad económica en general.

En el inicio de su gestión el presidente Noboa envió a la Asamblea el Proyecto de Ley Orgánica de Eficiencia Económica y Generación de Empleo con carácter de “urgente”, el cual fue aprobado por la Asamblea Nacional en diciembre 2023, esta Ley otorga exenciones y beneficios tributarios para varios sectores de contribuyentes con la finalidad de mejorar la recaudación fiscal y dar incentivos para apoyar la reactivación económica y el empleo.

Además, para enfrentar la coyuntura de incremento del crimen y la violencia en el país, se adoptaron varias medidas que incluyen la declaración de conflicto armado interno para enfrentar a estos grupos, calificados como terroristas. Adicionalmente, se aprobaron cargas impositivas temporales y el incremento del IVA. Dichas medidas permitirán mejorar la situación de liquidez fiscal y generar recursos que estarían

¹ <https://www.eluniverso.com/noticias/ecuador/apagones-cortes-electricos-ecuador-causas-luz-nota>

disponibles para enfrentar el conflicto y parte de las demás obligaciones fiscales pendientes.

En cuanto al presupuesto general del Estado, el Ministerio de Economía y Finanzas de Ecuador presentó (20 febrero 2024) ante la Asamblea Nacional el Presupuesto General del Estado para 2024, éste llega a USD 35,536MM, con un aumento del 13% respecto gasto del año anterior, lo que significa un déficit de USD 4,809 MM respecto de los ingresos presupuestados, estos aún no contienen la estimación de los nuevos ingresos que se recaudarán por el alza del IVA y demás medidas aprobadas en la Ley para atender el conflicto armado, la crisis social y económica, porque la Ley no ha sido publicada aún en el Registro Oficial.

Los principales supuestos de la proforma enviada son: PIB en USD 121,710MM y una inflación de 2.1% sin considerar el efecto del alza del IVA. Un precio promedio del barril de petróleo de alrededor de USD 66.7 y la compra de derivados de los hidrocarburos en USD 94.7 por barril.

Para enfrentar el conflicto armado interno, la Asamblea Nacional no dio paso al incremento del IVA al 15%, que solicitó el presidente, en su lugar aprobó cuatro impuestos o contribuciones para diferentes sectores que servirían al Estado para enfrentar el conflicto armado interno y la crisis social y económica. Posteriormente, luego del veto parcial del Ejecutivo, entraron en vigor estas medidas y también el incremento del IVA que subirá al 15%.

Las medidas aprobadas son:

- 1) Impuesto a las utilidades de los bancos y cooperativas de ahorro y crédito
- 2) Incremento de hasta el 5 % al impuesto de salida de divisas
- 3) Contribución temporal de seguridad dirigida a utilidades de empresas
- 4) Materiales de construcción pagarán IVA del 5 %

A pesar de los ajustes tributarios, prevalece un déficit fiscal importante.

El déficit inicial del presupuesto estaría en alrededor de USD 6,200 MM, a lo que se suma USD 800 MM, según estimaciones del Gobierno, para financiar la guerra contra el terrorismo.

El déficit llega a USD 8,200 MM si se incluye la obligación constitucional de incremento del gasto salud y educación (USD 1,200 MM), y serán necesarios USD 9,000 MM para cubrir pagos atrasados y vencimientos de deuda, por lo que las necesidades de financiamiento del déficit fiscal podrían llegar a USD 17,200 MM.²⁾

Se estima que los multilaterales y los impuestos aprobados podrían aportar USD 7,000 MM, USD 4,000 MM podrían mantenerse como atrasos del año, pero faltarían USD 6,200MM. Frente a esta situación, se han planteado varias medidas como la focalización de subsidios y la optimización del gasto fiscal y del tamaño del Estado, propuestas que requieren un amplio debate nacional y acuerdos amplios.

Respecto a los ingresos tributarios, el SRI anunció un aumento en la recaudación del año 2023 del 1.5% frente a 2022, gracias a mayores anticipos voluntarios del impuesto a la renta en el mes de diciembre, y mayor recaudación del impuesto al valor agregado y, en menor medida, de los de consumos especiales y de salida de divisas. Este último desde el 1 de julio bajó a 3.5% según la propuesta del Gobierno anterior de eliminarlo paulatinamente hasta el final de su mandato, aunque mediante decreto ejecutivo, en las medidas aprobadas que entrarán en vigor desde este mes este impuesto subirá al 5%.

El precio del petróleo ha mantenido una tendencia creciente en los últimos meses, alcanzando los USD 88.4, luego de mantenerse estable cerca de los USD 80 en el primer semestre del año. Sin embargo, en 2023 la producción petrolera registra los niveles más bajos desde hace 20 años, debido a la suspensión de exportaciones de petróleo a finales de febrero de ese año y por conflictos en zonas de producción petrolera³.

Para el año 2024 la agencia de calificación Fitch Ratings prevé que los precios del petróleo Brent alcanzarán los 80 dólares por barril y que los precios del petróleo WTI rondarán los 75 dólares⁴.

Es importante destacar que, en la consulta popular del 20 de agosto de 2023, la mayoría del país votó por detener la explotación petrolera en las áreas del campo ITT ubicadas dentro del Parque Nacional de Yasuní⁵. Hasta julio de 2023 el bloque 43 del campo, que debe cesar su producción, reportó más de 52,600 barriles de

² <https://www.lahora.com.ec/pais/necesidades-financiamiento-millones-cubrir-deudas-gastos-2024/>

³ <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/>

⁴ <https://blog.roboforex.com/es/blog/2024/01/12/pronostico-del-crudo-de-petroleo-y-brent-predicciones-de-precios/>

⁵ Primicias <https://www.primicias.ec/noticias/economia/orellana-sucumbios-consulta-itt-yasuni/>

petróleo diarios. El impacto económico de la aplicación de esta decisión no está definido claramente, pero las estimaciones por parte de analistas y de Petroecuador oscilan entre USD 148 millones y USD 690 millones anuales en promedio, además de un aumento del 0.4% en la tasa global de desempleo por efectos colaterales en otras industrias.⁶ Hay argumentos en favor y en contra de esta medida.

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. La división e inconformidad de la sociedad fue palpable en los resultados de las elecciones seccionales y de las elecciones presidenciales adelantadas.

La incertidumbre hizo que el riesgo país se incrementara desde inicios de febrero de 2023, luego de los resultados adversos que tuvo el Gobierno en la consulta popular convocada por el Ejecutivo anterior. Luego de la aprobación del incremento del impuesto al valor agregado IVA (febrero 2024), el indicador registra una tendencia a mejorar, pasando un valor mayor a 2000 puntos registrado a inicio de enero 2024 a cerca de 1500 puntos, aunque este valor aún es uno de los más altos de la región.

Por otro lado, la calificación de riesgo crediticio de largo plazo del país otorgada por Fitch Ratings fue reducida de B- a CCC+ en agosto de 2023. Esta modificación viene impulsada por la complejidad e incertidumbre del entorno operativo, lo cual incluye una perspectiva de deterioro en las finanzas públicas, presionadas por el resultado de la consulta sobre el Yasuní y las expectativas de mayor gasto fiscal. Esta acción de calificación incorporó el deterioro en la capacidad de pago y alto costo de endeudamiento del país tanto de fuentes internas como externas y la dificultad de acceder a un nuevo acuerdo con el FMI. La calificadora consideró también que el riesgo político y de gobernabilidad se mantendrán elevados durante los próximos 18 meses.

Por otro lado, FITCH concuerda con otros analistas que las alternativas de financiamiento para el país provendrán de multilaterales, deuda interna y de la reducción de los depósitos en el Banco Central. Se considera que el país tendrá capacidad de honrar sus obligaciones en 2023 y 2024, pero que

esta capacidad se ajustará en 2025 con las obligaciones al FMI y en el 2026 con los intereses de los bonos de deuda externa. En todo caso, el entorno operativo estará afectado por una contracción de liquidez, la misma que ya se ha evidenciado desde el segundo semestre del año anterior.

Cifras económicas y perspectivas

El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó un crecimiento del PIB de 2022 de 2.9%⁷ que incorporó el impacto negativo del paro nacional, sobre la economía del país. En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento real y esperado de las principales variables macroeconómicas, tomados de las cifras publicadas y las previsiones del BCE.

Indicador	2022	2023p	2024p
Producto Interno Bruto (PIB)	3.0%	1.5%	0.8%
Exportaciones	2.5%	1.7%	-7.0%
Importaciones	4.5%	2.6%	-3.3%
Consumo Final Gobierno	4.5%	0.6%	0.7%
Consumo Final Hogares	4.6%	2.8%	2.3%
Formación Bruta de Capital Fijo	2.5%	-0.1%	-0.1%

Fuente: BCE
 Elaboración: BWR

Los primeros días de octubre de 2023 el Banco Mundial redujo la perspectiva de crecimiento del país para 2023 de 2.6% (junio 20203) a 1.3%. Los factores de riesgo para el crecimiento que señaló la entidad a nivel regional son las tensiones financieras en mercados emergentes y en desarrollo por altas tasas de interés a nivel mundial y por el inminente fenómeno del niño. La inestabilidad política y el acceso limitado a capital internacional y financiamiento a altos costos por riesgo país son factores que afectan además a las perspectivas económicas⁸ según Banco Mundial. Por otro lado, en ese mismo mes el FMI bajó su proyección de crecimiento para Ecuador al 1.4% (2.9% en su informe de inicio de año)⁹. Las expectativas del organismo consideran la incertidumbre política, la caída en la producción de petróleo, el empeoramiento de la situación de seguridad y desastres naturales relacionados con el fenómeno de El Niño.

A continuación, se muestra la evolución de la Reserva Internacional manejada por el Banco Central del Ecuador, según la política del gobierno de turno. Podemos mencionar que las reservas actualmente presentan niveles superiores a los

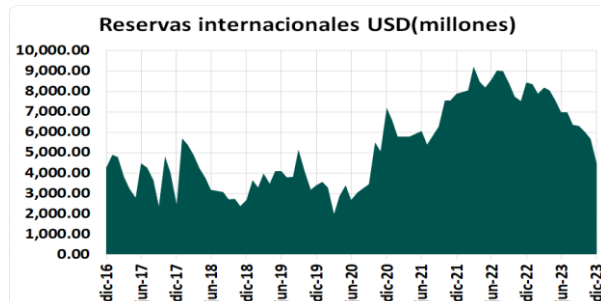
⁶ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/los-efectos-del-cierre-del-itt-tambien-se-veran-en-el-desempleo-nota/>

⁷ BCE - Información estadística mensual No.2058

⁸ Expreso - <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/banco-mundial-proyecta-menor-crecimiento-economico-ecuador-2023-162879.html>

⁹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/cepal-ecuador-america-latina/>

observados antes de la pandemia, luego de hacer los pagos que corresponden y a pesar de la coyuntura económica desfavorable de los últimos años.



Fuente: BCE

Elaboración: BWR

El impacto para Ecuador del fenómeno de El Niño se espera que sea moderado, con afectación a nivel agrícola en varios cultivos como arroz, caña, cacao, plátano entre otros. Las fuertes lluvias del invierno en la costa han afectado en USD 200 millones, y la Cámara de Agricultura estima que el Niño provocará pérdidas por más de USD 500 millones, con más impacto en el arroz. Se están evaluando planes de contingencia y asistencia a los agricultores para reducir la proporción de la afectación como por ejemplo un bono para pérdidas a pequeños agricultores¹⁰. Los daños registrados y la expectativa de pérdidas a nivel nacional en el corto y mediano plazo tienen impactos significativos en los precios de varios productos de la canasta básica.

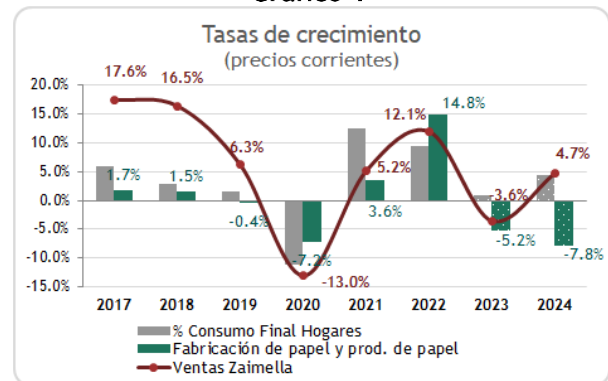
Análisis de la industria

Zaimella del Ecuador S.A. se dedica a la producción y comercialización de pañales 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 estimaciones del BCE, en 2022 tanto la industria fabricación de papel y productos de papel como el sector manufacturero a nivel general, habrían logrado un crecimiento de 14.8% y 8.3% respectivamente. Sin embargo, para 2023 se espera una contracción de 5.2% en la industria de fabricación de papel y productos de papel, mientras que la industria manufacturera (excepto

refinación de petróleo) sí alcanzaría un crecimiento de 3.8%. Para 2024 la contracción se profundiza en el sector de fabricación de papel y en la industria total el crecimiento es mínimo. El sector mantiene una correlación positiva frente al PIB y particularmente con el consumo de hogares.

Gráfico 1



Fuente: BCE.

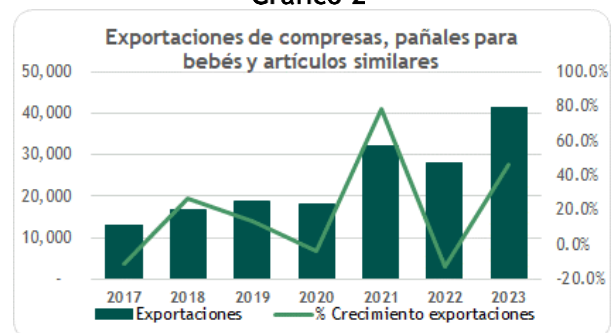
Elaboración: BWR.

Nota: 2023-2024 corresponde a previsiones del BCE.

Las exportaciones de pañales y artículos similares entre 2017 y 2020 alcanzaron USD 16.64 millones en promedio anual, mostrando una tendencia creciente, que llegó a su pico en 2021, con un crecimiento extraordinario de 78%, luego de superar los problemas logísticos y de demanda después de la pandemia. El año 2022 llegó a USD 28.2MM con una disminución de -13% anual.

A nov-2023 se registran exportaciones de pañales para bebé y artículos similares, por un monto total de USD 16.04MM. Los principales países de destino son Colombia, República Dominicana, Perú y Bolivia, que abarcan más del 88% de exportaciones. En el período se advierte una drástica reducción de 40% respecto del mismo período del año anterior, debido a que la exportación a Brasil no se registra en este período.

Gráfico 2



Fuente: BCE.

Elaboración: BWR.

¹⁰ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fenomeno-nino-agricultores-perdidas/>

Por otro lado, las importaciones de este tipo de productos 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, con un crecimiento de 34% anual. Se destaca que este incremento conlleva un efecto precio observado durante ese año.

A noviembre-2023 en valor las importaciones se reducen 17% en comparación con el mismo período del año anterior, mientras que en volumen lo hicieron en 13.3%, el principal proveedor es Colombia con más del 88% 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 las últimas cifras disponibles sobre de la proyección poblacional del Ecuador publicados por el INEC, para el año 2022, según el censo del año 2022, el 6% de la población ecuatoriana habría estado en edades entre 0 y 3 años (1.01 millones).

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 las cifras del último censo de población del INEC considera que el 9% (1.52 millones) de la población habría estado en edades comprendidas entre 65 años y más para 2022; este grupo poblacional registra un crecimiento mayor al estimado en las proyecciones poblacionales basadas en el censo anterior.

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.

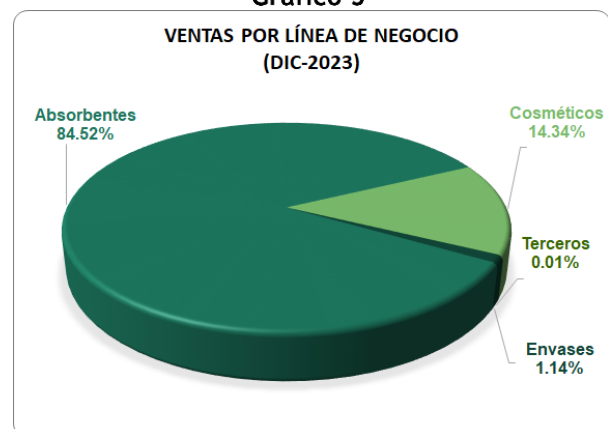
La compañía se ha enfocado en la constante renovación y mejora de sus procesos productivos. Es líder en el mercado en la mayoría de los segmentos en los que participa y se ha mantenido de esta manera por su orientación innovadora soportada en tecnología de punta y la captación de segmentos paralelos 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 535 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios. El emisor no ha tenido problemas laborales ni posee sindicato.

Su planta de producción cuenta con una capacidad instalada para producir 1321 millones de unidades de productos (44.6% absorbentes y 51.5% cosmética y 3.9% envases). La utilización a dic-2023 es de 39.8% de la capacidad instalada. La planta de producción y oficinas administrativas se encuentran ubicadas en Amaguaña, 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. Sus marcas han logrado un importante reconocimiento a nivel local y regional.

Gráfico 3



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

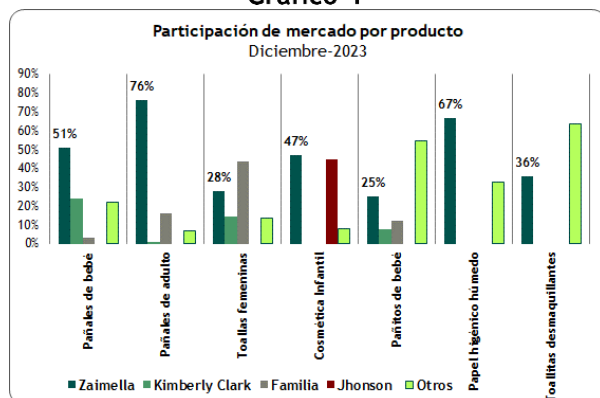
años su participación promedio fue de 81.8% de sus ventas. Dentro de esta línea de negocio, los pañales son el producto estrella, abarcando a la fecha de corte el 84.5% de las ventas. Los pañales de bebé son el negocio principal y más antiguo de la Compañía y representan el 63.8% del total de ingresos de la línea absorbentes.

Le sigue en representatividad de ventas la línea de cosmética, que incluye productos de higiene personal y toallas húmedas. Cosméticos cuenta con una participación promedio de 16.9% 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 59.5%.

Actualmente cinco compañías controlan la totalidad del mercado de pañales para bebé en el Ecuador y las dos principales poseen el 75% del mismo. Zaimella se destaca como líder de mercado en este segmento con el 51% 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%. Este posicionamiento se 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 4



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 diciembre-2023 el 14.8% de sus ventas corresponde a exportaciones. Sus principales destinos son: Perú (32.2%), República Dominicana (27.5%), Bolivia 15%, Panamá (10.7%) y Colombia (11.4%).

Los canales de distribución que utiliza localmente son distribuidores mayoristas, autoservicios y farmacias. A dic-2023 la red de distribuidores constituye el 39% de las ventas, las farmacias el 28.8%, autoservicios 13.1%, exportaciones 14.8% y el resto corresponden a las pañaleras 3.2% y el industrial 1.1%.

Los principales clientes de la Compañía son empresas bien posicionadas en sus nichos de mercado y conocidas en el medio, que distribuyen a distintos locales o son autoservicios grandes. A diciembre-2023, los 10 principales clientes representan el 80% de los ingresos, el cliente con mayor participación sobre ventas concentra el 20%. 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 sus plantas de producción están en Ecuador y cuenta con oficinas comerciales en Perú, Venezuela y República Dominicana, y con distribuidores en ocho países de Latinoamérica.

Los accionistas de la Compañía tienen participación en Zaimella Venezuela, Zaimella ZMLTP, IMPEX OF DORAL INC, Zaimella SAC Perú, 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 fue fortalecer el conocimiento y una mayor inserción en el mercado norteamericano para el desarrollo de nuevos proyectos. En el año 2023 ha realizado inversiones en acciones por USD 1.48M en Perú.

A la fecha de corte, las inversiones en acciones de Zaimella del Ecuador S.A. representan 4.19% del activo total.

Como parte de su estrategia de negocio la empresa analiza oportunidades de ampliación y diversificación a través de inversiones en nuevas empresas o proyectos, sin embargo, en este momento no tiene decisiones en firme.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A diciembre-2023, el patrimonio de Zaimella del Ecuador S.A. es de USD 94.95MM, de este monto el 32.2% 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%
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 4MM, USD 4.1MM en el 2023 y la expectativa para los años 2024 y 2025 es de USD 7MM y USD 4MM respectivamente.

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, cuenta 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 se encuentra realizando el proceso de contratación de una póliza de seguro de incendio para cubrir la infraestructura y otros riesgos relacionados a la planta de producción y oficinas administrativas. Mantiene también pólizas de seguros 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.

De acuerdo con la administración, el emisor ha tomado la decisión de contratar una póliza de seguro de incendio, el Directorio ha autorizado realizar el proceso de contratación y proceder con la emisión de la póliza correspondiente.

Aunque este tipo de siniestros tienen una baja recurrencia y dado el corto plazo de la emisión, consideramos importante la contratación del Seguro y mitigar el riesgo catastrófico.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas

Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros de Zaimella del Ecuador S.A. de 2018, 2019 y 2020 auditados por la firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador, del año 2021 auditados por KPMG del Ecuador y del año 2022 por la empresa auditora BDO 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-2023.

Hemos recibido por parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para los periodos 2024 y 2025. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

Gestión Operativa y Tendencias

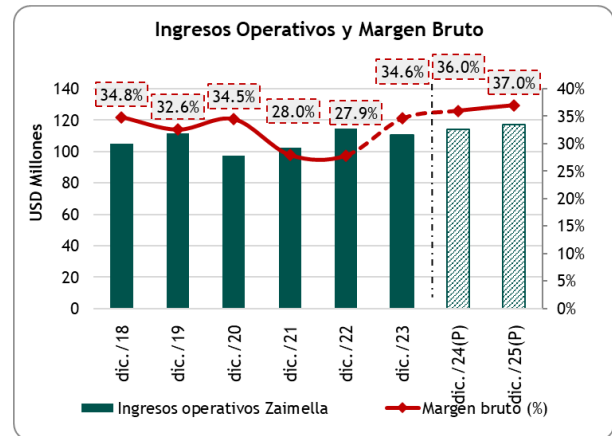
Zaimella es una empresa que históricamente ha mostrado una generación operativa positiva y un margen operativo relativamente estable. Esto lo ha conseguido gracias a sus estrategias comerciales, posicionamiento de mercado, diversificación de su mercado por las exportaciones y la variedad de productos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

Las ventas de Zaimella han presentado un crecimiento sostenido, con excepción de 2020, primer año de pandemia. En los años 2021 y 2022 las ventas se incrementaron en 5.2% y 12.06% respectivamente, que en parte obedece a un efecto de precios por el aumento del costo de la materia prima, que fue parcialmente transferido al precio final.

En el año 2023 se generó una reducción de 3.55% de las ventas que obedece principalmente a tres factores: una baja de consumo en el segundo semestre, originada por la recesión en el mercado, que se reflejó en la acumulación de inventarios en clientes importantes; la reducción de horarios de atención de algunos puntos de venta de sus

clientes por el tema de seguridad, especialmente en la región Costa, y mayor competencia en la línea de pañitos húmedos.

Gráfico 5



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

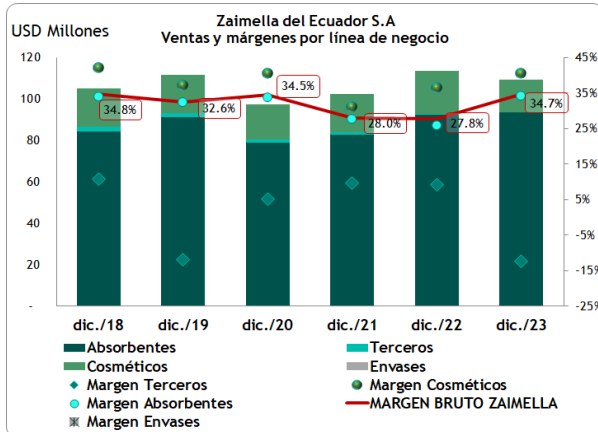
Para los años 2024 y 2025 la compañía ha ajustado las proyecciones considerando el panorama actual del país, la estabilización del precio a la baja de parte de sus materias primas, la presión por parte de competidores y el hecho de que gran parte del portafolio de productos de la empresa es de primera necesidad y con productos sustitutos limitados. Al mismo tiempo, ha planificado varias estrategias de comercialización con las que buscará impulsar los niveles de ventas en las diferentes líneas de productos.

Los supuestos de las proyecciones de la empresa han sido sensibilizados por BWR y se considera un crecimiento moderado de las ventas de 3.4% y 2.3% para el año 2024 y 2025 respectivamente.

El margen bruto mostró variaciones en el año 2021 y 2022 debido al incremento en los precios de las materias primas, y a la estrategia de traslado más paulatino a los precios finales. En el año 2023 la tendencia se revirtió gradualmente, se observó una disminución de los costos de las materias primas, y además la empresa completó el ajuste en el precio final, por esta razón el margen bruto mejora a un nivel superior al de los últimos cinco años.

Debido a la estabilidad esperada de los costos y la estrategia comercial de Zaimella, el emisor considera que es probable que el margen siga mejorando en 2024 y 2025, lo cual se considera probable, aunque de forma conservadora se ha ajustado dicha expectativa en el presente análisis.

Gráfico 6



Fuente: Zaimella S.A.
Elaboración: BWR.

La división de absorbentes aporta con mayor volumen de facturación, pero los mayores márgenes porcentuales provienen de la venta de productos cosméticos. Sin embargo, dado el peso de la línea de absorbentes el margen bruto de la empresa está definido por lo que pase en esta línea del negocio.

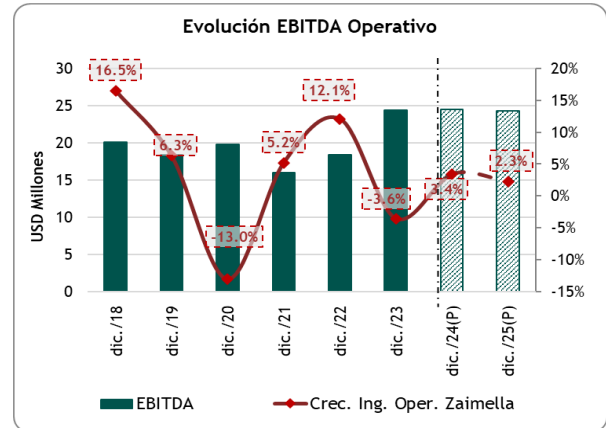
La Administración considera que el gasto operacional es controlado y se encuentra acorde con sus estrategias de ventas, pues existen periodos con mayor gasto de comercialización, debido a campañas de publicidad e incentivos a sus canales de distribución.

En 2022 su gasto operativo anual mostró un crecimiento de 12.4%, acompañando al crecimiento en ventas. En contraste, en el año 2023 el control del gasto se reflejó en una disminución de 0.96% anual, a pesar de un mayor monto de regalías y participación de trabajadores en las utilidades del año.

Las proyecciones apuntan a un incremento del gasto operativo del 14.9% en 2024 y 12.45% en 2025. El incremento obedece a la planificación de campañas de publicidad y ofertas de ventas.

El EBITDA operativo muestra variaciones que se explican principalmente por los cambios en el margen bruto, originados en las tendencias distintas de los costos de materias primas y su traslado al precio final de los productos. En el año 2023, a pesar de la disminución de las ventas, se logró un crecimiento importante (32.9%) del EBITDA, gracias al incremento de precios finales y al control de los gastos operativos. Estas estrategias permitieron que la generación de ingresos absorbiera con amplitud el gasto operacional.

Gráfico 7



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

Para el cierre del año 2024 y 2025 no se espera variaciones significativas, a pesar de la recuperación del margen bruto, debido al crecimiento del gasto operativo. La proyección del emisor es más optimista en función de un mayor margen bruto y mayor eficiencia esperada de sus gastos operativos. El crecimiento proyectado de las ventas es más conservador que en años anteriores, tomando en cuenta la situación actual del entorno económico.

Por otra parte, el ROA y ROE a la fecha de corte son de 11.8% y 17.3% respectivamente. En ambos casos, los indicadores son mayores respecto a los años 2021 y 2022, y reflejan una rentabilidad adecuada. Los indicadores proyectados para el año 2024 y 2025 se presionan ligeramente, pero se mantienen en niveles sólidos.

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

A la fecha de corte, los activos de la empresa (USD 140MM) son en su mayoría de naturaleza operativa. En función de su clasificación contable el 70% tendría una recuperación esperada de un año o menos, por lo que podrían ser liquidados en el corto plazo. El 22.6% corresponde a fondos disponibles e inversiones de corto plazo. Los inventarios reducen la participación a 14.1% (19% en 2022) a la fecha de corte. El stock de inventarios ha ido regularizándose luego del crecimiento extraordinario preventivo realizado por problemas de la crisis de la cadena logística internacional y alza de precios de materia prima durante 2022. En el año 2023 se ha ejecutado un manejo de estratégico para optimizar su rotación, tendencia que continuará en el año 2024.

ACTIVOS	dic./19	dic./20	dic./21	dic./22	dic./23
Total Activo Corriente	65.0%	66.3%	60.3%	60.6%	69.9%
Fondos Disponibles	22.5%	27.0%	15.0%	14.0%	22.6%
CxC Comerciales	25.5%	21.0%	20.6%	22.3%	17.4%
Inventarios Neto	15.9%	15.1%	17.7%	19.0%	14.1%
Gastos anticipados	1.1%	3.2%	6.9%	5.4%	4.0%
Total Activo No Corriente	35.0%	33.7%	39.7%	39.4%	30.1%
Propiedad, planta y equipo	34.7%	33.4%	37.0%	34.5%	25.5%
Propiedades de inversión	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Activos Intangibles y Diferidos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Otros activos	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.7%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO	dic./19	dic./20	dic./21	dic./22	dic./23
Total Pasivo Corriente	31.6%	26.4%	29.4%	29.1%	29.9%
Deuda Financiera CP	0.0%	3.9%	11.3%	11.7%	13.7%
Deuda Comercial	18.9%	16.5%	13.0%	12.4%	9.6%
Otros Pasivos CP	12.8%	5.9%	5.0%	5.0%	6.6%
Total Pasivo LP	2.0%	2.4%	3.2%	2.4%	2.5%
Deuda Financiera LP	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
Otros pasivos LP	2.0%	2.1%	3.2%	2.4%	2.5%
PATRIMONIO	66.4%	71.3%	67.5%	68.5%	67.6%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.

La cartera es de buena calidad ya que la cartera vigente y no deteriorada constituye mas del 91% de la cartera bruta.

La empresa califica el riesgo de sus clientes y las ratios de pérdidas crediticias esperadas, en base de estas estimaciones establece una provisión por el deterioro de las cuentas por cobrar comerciales y considera que ésta cubre adecuadamente el riesgo de crédito, a la fecha de corte las provisiones de cartera cubren el 0.21% de las cuentas cobrar comerciales y relacionadas.

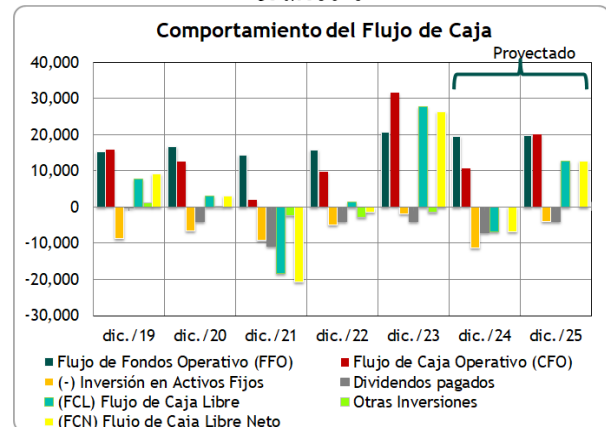
Los inventarios son de buena calidad, se constituyen mayoritariamente por materias primas y productos terminados, y las pérdidas por productos en mal estado y caducados son reconocidas en resultados, estas representan un porcentaje menor al 3% del total de inventarios. A la fecha de corte las provisiones para inventarios cubren el 1.4% del total de inventarios.

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.

Gráfico 8



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

En dic-2022, tanto el FFO (*flujo de fondos operativo*) como el CFO se mantuvieron positivos y mayores al año previo. A diciembre-2023 se mantiene la misma tendencia positiva para el FFO y el CFO. El FFO se beneficia por un mayor monto de utilidades y el CFO mejora adicionalmente por la liberación de capital de trabajo generada por la disminución del stock de inventarios y el aumento estacional de gastos acumulados por pagar, entre los que se encuentran provisiones de gastos comerciales, de regalías, asesorías y otros de honorarios y gastos de operación.

Esperamos que durante los años 2024 y 2025 estos indicadores se mantengan positivos como en años anteriores, aunque en un monto menor al año 2023, ya que no se esperan nuevas liberaciones significativas de capital de trabajo, sino requerimientos acordes al crecimiento esperado de la operación.

Históricamente los días de cobro se han ubicado cerca de los 83 a 85 días en promedio, en dic-2023 se registran 80 días. No obstante, durante el año se observó un incremento que sobrepasó los 90 días principalmente por las ventas al exterior. Si bien el emisor no prevé cambios en la política de cuentas por cobrar, dada la situación económica interna BWR sensibilizó este requerimiento para la proyección de los siguientes dos años, por lo tanto, se considera que a finales de 2024 y 2025 se mantenga en alrededor de 90 días.

Con respecto a las cuentas por pagar, el año 2023 cerró en 67 días (65.7 en 2022) debido al menor abastecimiento de inventarios a fin de año. Las condiciones que manejan con proveedores no han variado por lo que se espera que los días se mantengan en los siguientes años en niveles cercanos al rango histórico.

Con relación al nivel de inventario, se espera que este cubra 100 días de ventas, aunque en los

últimos cuatro años se ha ubicado en promedio en 97 días. En el año 2022 se mantuvo un mayor stock para resguardar su materia prima (100.5 días). A dic-2023, la empresa mantiene un indicador de 99 días.

El pago de dividendos a los accionistas ha sido conservador en los años analizados, por lo que la Compañía mantiene un patrimonio tangible¹¹ sólido 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, y un monto similar en el año 2023. Para los años subsecuentes se espera el pago de dividendos por aproximadamente USD 7MM en el año 2024 y USD 4MM en el 2025.

Por su parte, las inversiones de capital (CAPEX), en 2022 llegaron a USD 5MM y con corte a diciembre-2023 a USD 1,97MM. Según las proyecciones actualizadas por parte de Zaimella, a finales de año 2024 se esperaría alcanzar USD 11.2MM y USD 4MM en 2025.

Las inversiones en CAPEX previstas para el año 2024 y 2025 corresponden principalmente a una nueva máquina para ampliar la producción de nuevos modelos de pañales para adulto que se destinan principalmente a la exportación, además, inversiones para ampliar la planta de producción de envases.

El flujo de caja libre a diciembre-2023, antes de inversiones en otros negocios, es de USD 27.76MM.

En 2022 el emisor invirtió USD 2.8MM en la compra de participación minoritaria de una empresa norteamericana que permitirá concretar sus planes de crecimiento y posicionamiento en el mercado estadounidense, mientras que en 2023 se invirtió USD 1.5MM en acciones de otra empresa peruana. Esta inversión se compensó con una pérdida registrada en la compañía de EEUU.

A mediano plazo se espera realizar inversiones en el exterior que permitirían a Zaimella seguir expandiendo su mercado. Sin embargo, al momento no se han concretado aún estas operaciones.

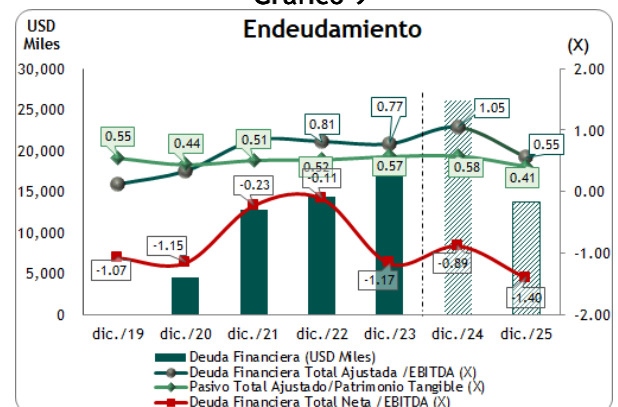
Se espera que para 2024 y 2025 el emisor mantenga flujos operativos positivos, sin embargo, en el año 2024 requerirá de un incremento de deuda financiera para cubrir sus inversiones proyectadas y dividendos. En cambio, en el año 2025 el flujo operativo sería suficiente para cubrir las inversiones en CAPEX y los dividendos

proyectados, generando un flujo de caja libre neto que le permitiría reducir la deuda financiera.

Los planes de expansión internacional y la constante diversificación y ampliación de su capacidad de producción han requerido financiamiento externo o la utilización de los excedentes de liquidez que mantiene. Por este motivo la deuda financiera registró variaciones importantes en los períodos interinos, debido a que la empresa desistió de la inversión prevista, el año 2023 finalizó con un incremento menor al de los períodos interinos y mantiene un importante monto de liquidez disponible más alto que dic-2022.

De acuerdo con las proyecciones ajustadas por la calificadora, la deuda financiera a finales de 2024 llegaría a USD 26MM, con un incremento de USD 6.9MM frente 2023. En 2025 disminuye alrededor de USD 12MM. A la fecha de corte la deuda financiera llega a USD 19.2MM y tiene plazos de vencimiento en el corto plazo.

Gráfico 9



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

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. A dic-2023 llega a 0.79 veces, debido al incremento del EBITDA que absorbe el incremento de deuda mencionado antes. Para los años 2024 y 2025 se estima que el indicador de deuda se a 1.05 y 0.55 veces respectivamente, que reflejan un bajo endeudamiento.

Por otro lado, se resalta que a la fecha de corte la empresa mantiene importantes excedentes en fondos disponibles, que superan al monto total de las obligaciones financieras y que, al considerar la deuda neta de fondos disponibles el indicador

¹¹ 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.

anterior es negativo en diciembre 2023 (-1.19) y se mantendría así en 2024 (-0.89) y 2025 (-1.4), lo que significaría que la caja es suficiente para cubrir la totalidad de la deuda.

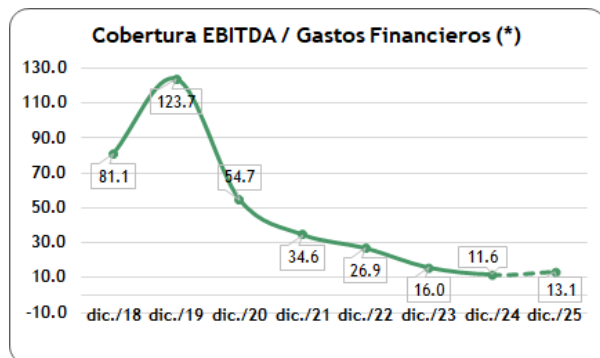
La fuerte generación y alta flexibilidad financiera del emisor le permite mitigar los riesgos del sector y de la economía en general.

Capacidad de Pago y Liquidez

Históricamente el gasto financiero de la empresa con relación al EBITDA no es significativo, lo cual refleja la alta flexibilidad financiera por parte de la empresa.

El EBITDA en los últimos años ha cubierto ampliamente al gasto financiero (26.9 veces en 2022 y 15.98 veces en diciembre-2023). Para los próximos años esperamos que esta cobertura se mantenga holgada. Si bien sería menor a sus históricos por financiamiento que la empresa ha asumido, sigue siendo sólida, a lo que se suma el amplio nivel de fondos disponibles que mantiene el emisor.

Gráfico 10



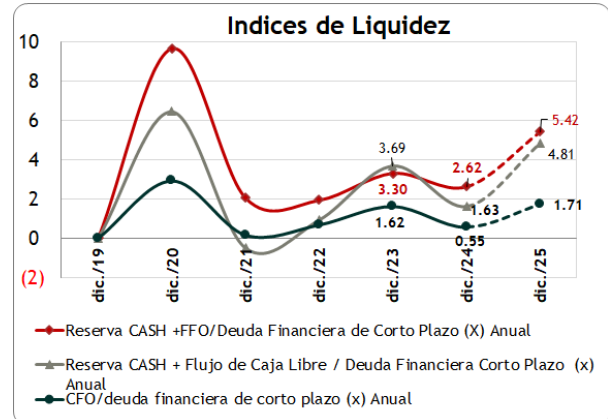
Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.
Nota: Proyecciones ajustadas por BWR.

Con corte diciembre-2023, Zaimella mantiene fondos disponibles por USD 31.8MM. La Compañía requiere una caja mensual de aproximadamente USD 5MM para su operatividad normal, pero proyecta mantener excedentes en los próximos años como estrategia defensiva antes los riesgos del entorno y también para el aprovechamiento de oportunidades de expansión internacional.

El riesgo de refinanciamiento de la empresa 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.

Por último, la Compañía mantiene líneas de crédito no utilizadas con las principales entidades bancarias del país y dos bancos internacionales.

Gráfico 11



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	dic./23
Activo Ajustado (USD M)	129,612
Activo Total (USD M)	140,446

diciembre/23				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acumulado (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	9,488	9,488	13.66
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	9,488	13.66
3era	Deuda sin garantía específica de balance	45,209	54,697	2.37
TOTAL		54,697	54,697	2.37

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 2.37 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, inversiones en acciones y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

La emisión tiene garantía general, por tanto, está garantizada 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 69.9% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 30.1% 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 3.07.
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. Este indicador a la fecha del presente informe es de 9.36.

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. A la fecha de corte de la información, el 80% los activos libres de gravamen cumplen con amplitud el requerimiento normativo de límite máximo a emitir.

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

Límite de endeudamiento: el límite de endeudamiento de la compañía calculado anualmente en cada período fiscal será de hasta dos veces su patrimonio. El Pasivo total representa el 48% del Patrimonio. Por lo cual cumple con el requerimiento legal de que este indicador sea inferior al 200%.

El monto total de programas de papel comercial más la nueva emisión que representan el 36.06% de su patrimonio a diciembre-2023.

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 la nueva emisión planificada que se analiza en el presente informe Zaimella mantiene dos emisiones de Papel Comercial por un monto total calificado de USD 8MM cada una, sin embargo, a la fecha de corte tienen un saldo insoluto de USD 14.24MM que vencen gradualmente hasta abril y junio 2024.

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 (julio-2023 a diciembre-2023).

ZAIMELLA DEL ECUADOR S.A.						PROYECCIONES BWR	
(Miles de USD)	dic./19	dic./20	dic./21	dic./22	dic./23	dic./24	dic./25
Resumen Balance							
Caja y Equivalentes de Caja	21,757	29,387	16,918	17,020	48,244	48,244	48,497
Cuentas por Cobrar Comerciales	24,670	22,911	23,224	27,149	24,399	29,642	30,287
Inventarios	15,414	16,453	19,969	23,091	19,798	20,325	20,459
Activos fijos	33,516	36,331	41,647	42,039	35,828	42,350	41,550
Otros Activos	1,350	3,827	10,858	12,536	12,177	13,284	13,784
Total Activos	96,707	108,910	112,616	121,834	140,446	153,846	154,579
Cuentas por Pagar Proveedores	18,229	17,978	14,665	15,097	13,520	13,810	14,913
Deuda Financiera Total	0	4,507	12,780	14,287	19,236	23,778	11,622
Deuda Financiera Corto Plazo	0	4,257	12,780	14,287	19,236	23,778	11,622
Deuda Financiera Largo Plazo	0	250	0	0	0	0	0
Otros Pasivos	14,251	8,806	9,198	8,996	12,744	13,044	13,499
Total Pasivos	32,480	31,291	36,644	38,380	45,499	50,631	40,035
Patrimonio	64,226	77,618	75,973	83,454	94,947	103,215	114,544
Contingentes	2,050	2,050	500	670	0	0	0
Resumen de Resultados							
Ventas	111,802	97,236	102,289	114,628	110,557	114,327	116,911
Costo de ventas	-75,391	-63,728	-73,675	-82,697	-72,325	-73,170	-73,654
Otros ingresos operativos	0	0	0	0	0	0	0
Egresos operativos	-21,695	-17,802	-16,627	-18,697	-18,875	-21,679	-24,074
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	14,716	15,706	11,987	13,234	19,358	19,479	19,183
Gasto Financiero del período	-149	-362	-463	-683	-1,529	-2,043	-1,681
Impuestos a la renta	-2,866	-2,719	-1,926	-1,986	-2,597	-2,694	-2,705
RESULTADO NETO DE LA GESTION	12,312	13,531	9,284	11,250	15,421	15,267	15,330
Otros resultados integrales	158	-139	0	232	153	0	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	12,470	13,392	9,284	11,482	15,574	15,267	15,330
Resumen Flujo de Caja							
EBITDA OPERATIVO	18,376	19,785	16,031	18,387	24,439	24,527	24,338
(-) Gasto Financiero del período	-149	-362	-463	-683	-1,529	-2,043	-1,681
(-) Impuesto a la renta del período	-2,911	-2,768	-1,299	-2,045	-2,655	-3,358	-3,205
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	15,316	16,656	14,269	15,659	20,255	19,126	19,451
(-) Variación Capital de Trabajo	618	-4,192	-12,310	-5,981	10,863	-5,979	424
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	15,934	12,464	1,960	9,678	31,118	13,146	19,875
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	611	906	0	686	0	526	533
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-314	0	189	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	296	0	0	2,458	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-53	-4,003	-10,929	-4,000	-4,081	-7,000	-4,000
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-8,659	-6,547	-9,120	-5,011	-1,927	-11,213	-4,000
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	7,834	3,116	-18,403	1,353	27,757	-4,542	12,408
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	0	4,507	8,273	1,507	4,949	4,542	-12,155
OTRAS INVERSIONES NETO	1,235	7	-2,339	-2,759	-1,481	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	9,069	7,630	-12,469	102	31,225	0	253
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	12,689	21,757	29,387	16,918	17,020	48,244	48,244
Indicadores							
Patrimonio Tangible	62,950	75,993	72,868	75,126	84,112	91,272	102,102
% crecimiento en ventas	6.29%	-13.03%	5.20%	12.06%	-3.55%	3.41%	2.26%
MARGEN EBIT (%)	13.16%	16.15%	11.72%	11.55%	17.51%	17.04%	16.41%
MARGEN EBITDA (%)	16.44%	20.35%	15.67%	16.04%	22.11%	21.45%	20.82%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	104.06	47.05	31.84	23.91	14.25	10.36	12.57
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	123.65	54.70	34.65	26.90	15.98	12.00	14.47
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	123.65	54.70	34.65	26.90	15.98	12.00	14.47
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.11	0.33	0.83	0.81	0.79	0.97	0.48
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	(1.07)	(1.15)	(0.23)	(0.11)	(1.19)	(1.00)	(1.52)
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	3.09%	7.79%	14.88%	15.20%	16.85%	18.72%	9.21%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	N/A	9.64	2.05	1.94	3.30	2.62	5.42
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	N/A	2.93	0.15	0.68	1.62	0.55	1.71
Reserva en CASH-líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	N/A	6.46	(0.51)	0.94	3.69	1.63	4.81
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	N/A	6.46	(0.69)	0.74	3.61	1.63	4.81

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 2024.