

Ecuador
Papel Comercial
Calificación inicial

Zaimella del Ecuador S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	ago-25
Programa de Papel Comercial 2024	AAA

Perspectiva: Estable

Definición de Calificación:

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./23	dic./24	jun./25
Activos	139.8	148.4	165.0
Ventas	111.3	100.4	50.9
Margen EBITDA (%)	21.94%	19.63%	21.37%
ROE (%) *	17.97%	12.76%	13.66%
Deuda / capitalización (%)	16.97%	16.51%	27.40%
CFO / Deuda Fin CP (X)	1.57	0.71	0.05
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	3.60	2.54	0.19
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	0.80	1.01	1.80
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)	0.97	1.23	2.36

Contactos:

Carlos Ordoñez, CFA
(593 2) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

María Belén Aráuz
(593 2) 226 9767 ext. 106
barauz@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar la calificación de "AAA" para el Programa de Papel Comercial del 2024 de Zaimella del Ecuador S.A. analizado 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 la emisión calificada 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.

Industria altamente competitiva, con precios a la baja para atraer la preferencia del consumidor final. La compañía Zaimella del Ecuador mantiene una fuerte participación de mercado a nivel nacional que se adapta de mejor manera ante la presión de la industria. El impulso de los precios de venta a la baja por la competencia también se ha visto valorado como una de las estrategias comerciales básicas sin afectar el volumen general de las ventas y sobre todo la calidad de sus productos para conservar la participación alcanzada hasta la presente fecha del análisis.

Alta dependencia de los insumos importados por la escasa producción local. El mercado interno de materia prima relacionada a la manufactura de productos absorbentes está fuertemente influenciado por los precios de materias primas clave como el polipropileno y la pulpa de celulosa, además de los costos indirectos de las importaciones como el costo del flete.

Inversiones clave para el posicionamiento en más puntos de ventas en el exterior. La compañía mantiene una fuerte inversión en el extranjero por una estrategia comercial de expansión de la marca en el exterior y de desarrollo de conocimiento en nuevos nichos de mercado. Esto ha generado el incremento de endeudamiento de largo plazo, aunque la empresa pudo financiarlas parcialmente con recursos propios gracias a la existencia de importantes reservas de liquidez. Puesto que las empresas adquiridas se encuentran consolidadas dentro de su mercado, se espera que generen flujos positivos para el emisor.

Endeudamiento mayor, pero con expectativa de que disminuya en los siguientes años. Esperamos que la cobertura de la deuda financiera con el EBITDA tienda a mejorar en el segundo semestre del año y hasta 2027, y que el emisor continúe manteniendo una flexibilidad financiera importante.

Riesgo de refinanciamiento bajo. La estructura de la deuda financiera, la capacidad de la empresa de generar flujos de caja positivos, su posicionamiento en el mercado y la diversificación de fuentes de fondeo que mantiene el emisor mitigan, en nuestro criterio, el riesgo de refinanciamiento de su deuda.

La perspectiva de la calificación estable. La misma podría disminuir si es que los indicadores de generación y endeudamiento del emisor se deterioran significativamente.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

A continuación, se presenta un detalle del programa calificado en este informe:

Calificación Inicial: Programa de Papel Comercial 2024	
Emisor:	Zaimella del Ecuador S.A.
No. de Resolución	SCVS-IRCVSQ-DRMV-2024-00006449
Fecha de Aprobación SCVS	10-abr-24
Monto Programa	20,000,000.00
Monto en circulación	20,000,000.00
Plazo del Programa	hasta 720 días
Plazo máximo del Papel	hasta 359 días
Fecha Vencimiento Programa	31-mar-26
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	Los recursos obtenidos de la presente emisión de obligaciones de corto plazo serán destinados para capital de trabajo de la compañía emisora, consistente en pago a proveedores del exterior y pago a proveedores locales.

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. Según las cifras oficiales, en términos reales el PIB de cierre de 2023 podría acercarse al PIB prepandemia, con un crecimiento de 2.00%. Por su parte, la previsión de crecimiento para 2024 se fue ajustando hacia abajo a lo largo del año. Si bien la última cifra oficial del BCE durante el año 2024 era de un aumento de 0.9%, en abril 2025 el BCE ajustó la previsión a una contracción del -2%. Este porcentaje estuvo

influenciado por las afectaciones económicas producidas por los cortes de energía que afectaron al país en el último cuatrimestre del 2024.

Durante el año 2024 el gobierno de Daniel Noboa enfrentó una 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 el último año y por la crisis energética consecuencia del estiaje producido por la falta de lluvias y problemas técnicos en las hidroeléctricas.

Durante la gestión del actual gobierno se han aprobado varias leyes orientadas a una mayor recaudación tributaria y a superar los problemas mencionados. La Ley Orgánica de Eficiencia Económica y Generación de Empleo, aprobada por la Asamblea Nacional en diciembre 2023, otorgó 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. En enero 2024 se aprobó la ley *no más apagones*, que incentiva los proyectos de energía renovable de hasta 10 megavatios. El 27 de octubre del mismo año se aprobó un segundo proyecto para impulsar la iniciativa privada en generación de energía. Por el lado de la seguridad en el mes de julio se aprobó la Ley Orgánica para la Aplicación de la consulta popular y referéndum del 21 de abril del 2024, que incluyó el endurecimiento de penas para varios delitos, así como la extradición de delincuentes. En el año 2025 el gobierno ha enviado a la asamblea varias leyes relacionadas con la seguridad (Ley de Solidaridad Nacional y Ley de Inteligencia) y contra prácticas corruptas en los procesos de contratación pública con el objetivo de ahorrar recursos al estado.

Además, para enfrentar la coyuntura de incremento del crimen y la violencia en el país, se adoptaron varias medidas que incluyen la declaración de guerra a estos grupos, calificados como terroristas. Adicionalmente, se aprobaron cargas impositivas temporales y el incremento del IVA.

En el año 2024 el FMI y el Gobierno ecuatoriano llegaron a un acuerdo para un nuevo programa de crédito en el mes de abril 2024 por USD 4,000MM y en el año 2025 después de la segunda revisión del programa el FMI aumentó este cupo aumento hasta USD 5,000. Este programa tiene un plazo de 48 meses y está orientado a países que tienen deficiencias estructurales en sus cuentas fiscales que tardarán un tiempo en resolverse¹. En junio

¹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fmi-acuerdo-tecnico-daniel-noboa-ecuador/>

2024, Ecuador recibió el primer desembolso por USD 1,000 millones del crédito obtenido con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Este endeudamiento se necesitaba para cubrir los gastos y pago de deuda del Presupuesto en 2025 ya que los ingresos tributarios y petroleros no son suficientes. En diciembre de 2024, el FMI desembolsó otros USD 500MM, después de la visita que realizó este organismo al país en el mes de octubre, donde se constató el cumplimiento de las metas establecidas ². Para el año 2025 se espera que el organismo realice el tercer desembolso durante el segundo semestre del año.

En cuanto a la situación fiscal, entre enero y marzo el SRI alcanzó una recaudación de USD 5,385 millones, lo que representa un incremento del 18.8% con respecto 2023³. El incremento de IVA al 15% permitió que la recaudación de este impuesto alcanzara USD 1,963 millones, un 28% más que el año anterior. Adicionalmente, existieron incrementos en la recaudación de impuesto a la renta e ICE, sumado esto a las contribuciones especiales que se cobraron de manera excepcional.

En el periodo enero-abril, el sector petrolero no tuvo un buen comienzo, sus ventas decrecieron 7.3%. Este sector enfrentará dificultades para recuperar su crecimiento ya que la producción de crudo sigue decreciendo (-6.4%). Por otro lado, el Estado hasta abril ha tenido que importar un total de 23 millones de barriles casi un 12% más que lo importado en el año 2024 para el mismo periodo.

El primer pozo del campo ITT, ubicado dentro del Parque Nacional de Yasuní, se cerró el 28 de agosto de 2024 y según el informe presentado por el Gobierno a la Corte Constitucional el plan de cierre total del Bloque ITT tomará al menos cinco años. En el año 2024 se cerraron 10 de los 246 pozos, lo que significó una pérdida de 10 mil barriles diarios. Para el año 2025 se estima el abandono definitivo de otros 48 pozos, lo que generará una disminución de 15,830 barriles por día⁴.

A mayo 2025 el indicador de riesgo país cerró en torno a los 1098 puntos, con tendencia a disminuir, debido a la tendencia tomada después de los resultados de las elecciones de abril 2025 y a las

declaraciones favorables de los multilaterales sobre los futuros desembolsos de créditos. Como hecho subsecuente en el mes de junio 2024 el riesgo país mejoró hasta mantenerse en niveles inferiores a 900 puntos con una tendencia decreciente desde la victoria de Daniel Noboa en la segunda vuelta electoral.

La inestabilidad implícita en el comportamiento social y político en la mayor parte del año 2024 tuvo un impacto significativo en la confianza de los mercados, que se refleja en un mayor rendimiento exigido por inversionistas extranjeros. Sin embargo, las acciones tomadas por el Gobierno en lo referente a seguridad y economía ayudaron a un aumento en la confianza tanto local como de los organismos internacionales durante algunos meses del año 2024 y primeros meses del año 2025. En el mes de febrero 2025, como consecuencia de los resultados de la primera vuelta electoral, el riesgo país incrementó nuevamente ya que no se cumplió la expectativa de la victoria del actual gobierno sin necesidad de una segunda vuelta electoral ⁵, Hasta el 13 de abril, antes de conocerse los resultados electorales, alcanzó 1844 puntos.

Por otro lado, la calificación de riesgo crediticio de largo plazo del país otorgada por Fitch Ratings sigue en CCC+ y fue reafirmada en agosto 2024, por la complejidad e incertidumbre del entorno operativo, 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, lo cual limitaría el financiamiento por ese lado.

FITCH considera que la capacidad de Ecuador de honrar sus obligaciones se ajustará en 2025 con las obligaciones al FMI y en el 2026 con los intereses de los bonos de deuda externa.

Cifras económicas y perspectivas

El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó un crecimiento del PIB de 2023 de 2.00%⁶ frente al año precedente, porcentaje que incorpora el impacto negativo del paro nacional, sobre la

² <https://www.primicias.ec/noticias/economia/credito-fmi-programa-ecuador/>

³ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/sri-crecimiento-ventas-marzo-2025-recaudacion-impuestos-ecuador-nota/>

⁴ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/yasuni-itt-bloque-43-petroecuador-cierre-pozos-produccion-consulta-popular-ecuador-nota/>

⁵ <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/incertidumbre-politica-riesgo-pais-marzo.html>

⁶https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/ix_cuentasnacionalestrimestrales.html

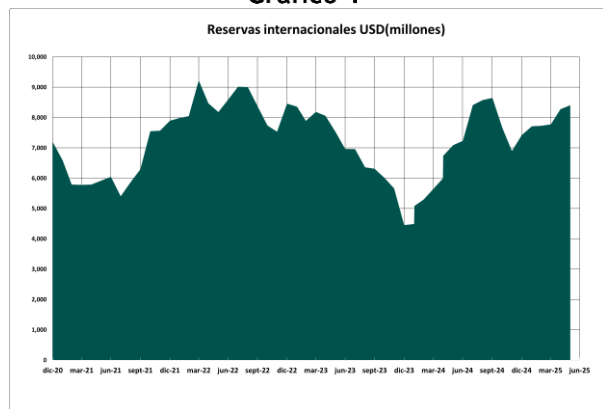
economía del país. Adicionalmente, en abril 2025 el BCE emitió cifras preliminares para el año 2024 con una contracción del PIB del -2.00%. Como se indicó anteriormente, esta caída es resultado de varios sucesos negativos que se materializaron durante el año 2024 como son: la inseguridad, el cierre progresivo de los pozos petroleros del Bloque ITT, los cortes de luz del último trimestre del año y la incertidumbre política antes de las elecciones presidenciales. En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento real y esperado de las principales variables macroeconómicas, tomados de las cuentas trimestrales y previsiones del BCE.

Indicador	2022	2023 (p)	2024 (p)	2025 (proy)
Producto Interno Bruto (PIB)	5.90%	2.00%	-2.00%	2.80%
Exportaciones	7.85%	0.82%	1.79%	2.00%
Importaciones	9.55%	0.62%	1.66%	1.30%
Consumo final Gobierno	1.39%	1.72%	-1.22%	1.70%
Consumo final Hogares	6.00%	4.21%	-1.29%	2.70%
Formación Bruta de Capital Fijo	9.19%	0.22%	-3.80%	2.50%

Fuente: BCE
Elaboración: BWR

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 se han recuperado y presentan niveles superiores a los observados antes de la pandemia, debido a varios factores como son la recuperación del financiamiento del exterior, un flujo neto positivo de capitales del sector privado y un saldo neto positivo en las bóvedas del Banco Central (por el mayor uso de medios de pago electrónico por parte de la población).

Gráfico 1



Fuente: BCE
Elaboración: BWR

Análisis de la industria

El sector de manufactura de productos absorbentes, que comprende pañales para bebés

y adultos, así como pañitos húmedos, representa una industria global dinámica y en constante crecimiento. Esta industria ha experimentado una transformación significativa en las últimas décadas, impulsada por cambios demográficos, cambios en el consumo de los hogares, avances tecnológicos y una creciente conciencia sobre la sostenibilidad ambiental.

El mercado global de productos absorbentes muestra un crecimiento robusto y sostenido. El segmento de pañales para bebés, que constituye el núcleo de la industria, alcanzó ventas alrededor de USD 78.54 mil millones en 2024, con proyecciones que indican un crecimiento hasta USD 114.59 mil millones para 2030, representando una tasa de crecimiento anual compuesta del 6.6%⁷. Esta expansión refleja no solo el crecimiento poblacional global en infantes, sino también la penetración creciente de estos productos como sustitutos en el uso tradicional de alternativas caseras.

El mercado de pañitos húmedos presenta también cifras impresionantes, se estiman ventas alcanzadas alrededor de USD 27.07 mil millones en 2022 con una proyección de USD 36.56 mil millones para 2030⁸. Paralelamente, el segmento de productos de incontinencia para adultos experimenta un crecimiento acelerado, impulsado principalmente por el envejecimiento de la población mundial, especialmente en países desarrollados. Este segmento, tiene una estimación de ventas en USD 14.86 mil millones en 2025, y se proyecta alcanzar USD 23.26 mil millones para 2032⁹.

La industria está dominada por un pequeño grupo de corporaciones multinacionales que han establecido marcas globales reconocidas. En Estados Unidos, Procter & Gamble lidera el mercado con su marca Pampers, seguida de cerca por Kimberly-Clark Corporation con Huggies. En Japón, Kao Corporation ofrece una gran variedad de productos de cuidado personal, incluido la línea de los pañales, mientras que, Unicharm Corporation altamente especializado en pañales con material biodegradable. Estas empresas han consolidado su posición mediante inversiones significativas en investigación y desarrollo, marketing global y optimización de cadenas de suministro¹⁰.

La distribución geográfica de la producción muestra a Norte América como la región

⁷ <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/baby-diapers-market>

⁸ <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/wet-wipes-market-report>

⁹ <https://www.coherentmarketinsights.com/market-insight/adult-incontinence-products-market-2290>

¹⁰ <https://winsun.io/diaper-manufacturers-worldwide/>

dominante, controlando el 45% del mercado global de pañales para bebés, seguida por Asia-Pacífico con 40% y Europa con 22% en el año 2024¹¹. China, India e Indonesia han emergido como el mayor mercado individual de demanda en términos de volumen, reflejando tanto su gran población como el crecimiento de su clase media urbana a nivel de ingresos.

A nivel internacional, la estructura de costos en la manufactura de productos absorbentes está fuertemente influenciada por los precios de materias primas clave como el polipropileno y la pulpa de celulosa. Para el caso del polipropileno, utilizado en las capas externas y componentes estructurales, muestra variaciones regionales significativas en sus precios, oscilando entre USD 1,060 y USD 1,371 por tonelada métrica según la región¹² durante el primer trimestre del año 2025.

La pulpa de celulosa, componente esencial para la absorción, presenta precios que varían según el grado y tratamiento, con rangos de USD 0.85 hasta USD 1.46 por kilogramo¹³ en el mercado chino como referencia de un listado de precios actuales al primer trimestre del 2025. Los materiales no tejidos, que forman las capas internas y externas de los productos, con Asia-Pacífico dominando con el 46.4% del mercado global durante el año 2024¹⁴.

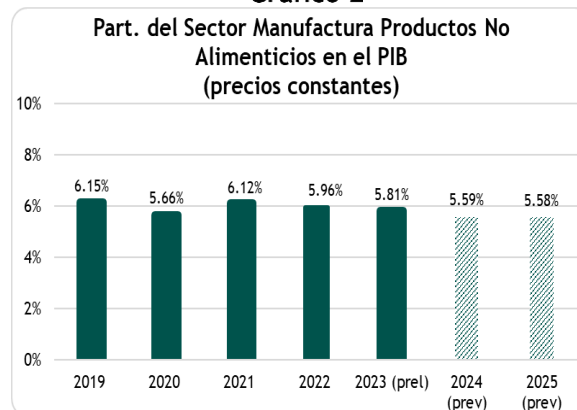
En el marco regulatorio según la región, las regulaciones ambientales están intensificándose globalmente, la industria está impulsando la innovación en el uso de los materiales biodegradables y procesos de manufactura más sostenibles.

A nivel nacional, las actividades de fabricación y comercialización de productos de higiene y cuidado personal integran la industria de manufactura de productos no alimenticios. La participación estimada de esta industria sobre el PIB alcanzará el 5.58% a finales del año 2025 según la proyección del Banco Central del Ecuador, similar participación al año anterior, bajo el análisis de precios constantes.

En término de variaciones interanual, la industria de manufactura tiene una proyección de crecer al 2.65% correlacionado a la tendencia del PIB (2.81%) y el consumo de los hogares (2.70%) para el año 2025. Perspectiva contraria al decrecimiento generado en el año 2024 para la economía en general donde se contrajo en 2.0%,

reflejado en la caída en la industria manufacturera de productos no alimenticios (-5.73%) y por el lado de los consumos de los hogares (-1.29%) según las cifras del Banco Central del Ecuador.

Gráfico 2



Fuente: BCE

Elaboración: BWR

Dentro del mercado interno la composición de las empresas está dominado por un número limitado dedicadas a la fabricación, comercialización e importación de productos de higiene y cuidado personal. Entre las más grandes se encuentra Zaimella del Ecuador S.A., Kimberly Clark Ecuador, Jhonson, Familia, Productos Tissue Del Ecuador S.A., Tecnoquímica, entre otras.

La materia prima proviene del material relacionado a la industria de fabricación de papel y productos de plástico, debido al componente principal que proviene de la celulosa de madera y polipropileno de dichas industrias. Dentro del grupo de partidas de fabricación de compresas, pañales y artículos similares, se registra la materia prima de pasta de papel, papel, guata de celulosa o napa de fibras de celulosa principalmente para la fabricación de pañales para bebés. En esta subpartida se importó 4,904 toneladas métricas durante el año 2024 mayor volumen de importación con respecto a otras materias primas, lo que representó USD 18,035 miles en términos FOB según las cifras de COMEX del Banco Central del Ecuador. En el primer semestre del año 2025, la misma materia prima se importó 2,504 toneladas métricas, cifra menor en comparación al mismo periodo del 2024 (2,839 TM), efecto similar en término de dólares FOB, que representó una disminución del 12.82% en el primer semestre

<https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/baby-diapers-market>

¹¹ <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/baby-diapers-market>

¹² <https://www.procurementresource.com/resource-center/polypropylene-pp-price-trends>

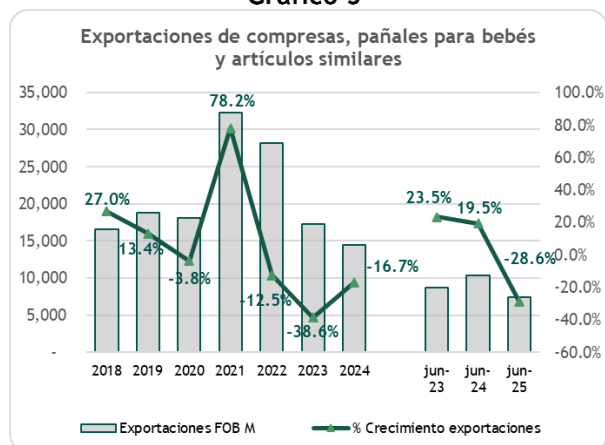
¹³ https://www.made-in-china.com/products-search/hot-china-products/Cellulose_Pulp_Price.html

¹⁴ <https://www.grandviewresearch.com/horizon/outlook/nonwoven-fabrics-market/asia-pacific>

del 2025 según las cifras de COMEX del Banco Central del Ecuador.

Por el lado de las exportaciones del mismo grupo después del fuerte crecimiento en el año 2021 registraron cifras negativas constantes, en el año 2024 se observa una recuperación moderada, especialmente en la primera mitad del año. Durante el primer semestre del 2025 se observa nuevamente una tendencia decreciente que podría continuar así hasta finales del año. En términos de volúmenes, en toneladas métricas, la tendencia también refleja una contracción del 20.14% en el primer semestre 2025 frente al mismo periodo del año anterior acorde a la fuente de COMEX del Banco Central del Ecuador.

Gráfico 3



Fuente: BCE
Elaboración: BWR

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Zaimella del Ecuador S.A. tiene 30 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 mantenía una certificación de sus procesos con la norma de calidad ISO 9001 hasta el año 2023.

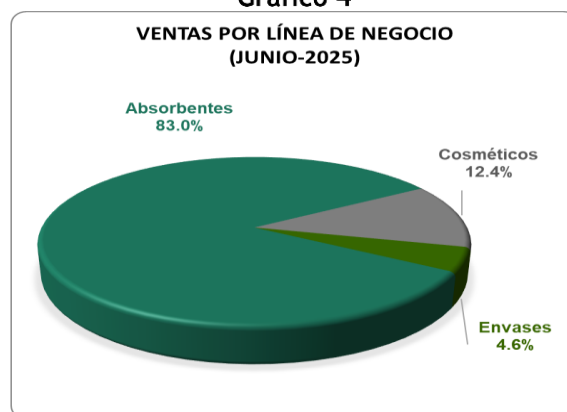
Dentro de la estructura departamental del emisor, colaboran 545 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios. El emisor no ha tenido problemas laborales ni posee sindicato.

La empresa cuenta con una planta de producción con tres divisiones productivas: absorbentes, cosmética y envases. Su planta de producción

cuenta con una capacidad instalada para producir 935.45 millones de unidades de productos (33.7% absorbentes, 59.5% cosmética y 6.8% envases). La utilización a junio-2025 es de 87.0% 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 4



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 que durante los últimos 5 años su participación promedio fue de 82.4% de sus ventas. Dentro de esta línea de negocio, los pañales son el producto estrella, abarcando a la fecha de corte el 83.01% de las ventas. Los pañales de bebé son el negocio principal y más antiguo de la Compañía y han representado más del 60% del total de ingresos de la línea absorbentes en los últimos 5 años.

Le sigue en representatividad de ventas la línea de cosmética, que incluye productos de higiene personal y toallas húmedas. La línea de cosmética tiene una participación promedio de 16.89% sobre las ventas totales en los últimos 5 años y 12.36% en junio-2025. Además, se espera para finales del año 2025, dada la baja representación en las ventas de la línea de cosméticos adultos se dejará de producir. Y los paños húmedos son el principal generador de ingresos de la división.

Actualmente cinco compañías controlan la totalidad del mercado de pañales para bebé en el Ecuador y las dos principales poseen el 72% del mismo. Zaimella se destaca como líder de mercado en este segmento con el 53% 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 73%, y con una reducción en cosmética infantil su participación es del 45.4% a junio 2025.

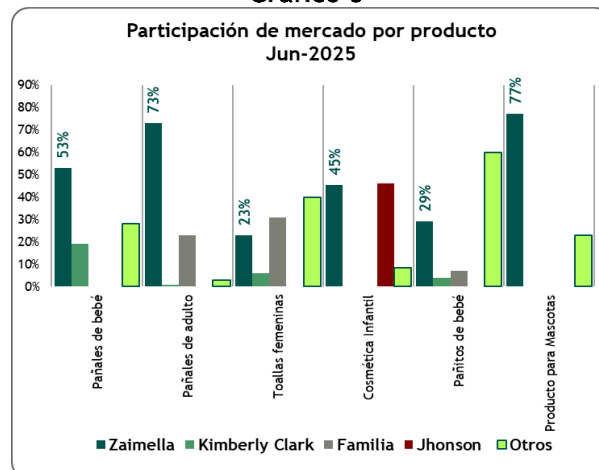
Este posicionamiento ha presentado variaciones leves a la fecha de corte, con un incremento en la línea de pañales de bebé y adulto, y una disminución en su línea de negocio de cosmética de bebé. Sin embargo, la empresa ha trazado varias estrategias de comercialización que incluye ajuste de precios y promociones en algunos productos para mejorar su competitividad y redistribución de venta hacia canales económicos, especialmente en las categorías de absorbentes y cosmética, con el objetivo de optimizar la competitividad en el mercado y en términos de costos.

Además, se prevé la introducción de un nuevo producto dentro de la línea de negocio de mascotas, diseñada para satisfacer las necesidades del segmento, y, la inversión comercial en las líneas de absorbentes y cosmética, con varios instrumentos clave como campañas promocionales de los clientes, reforzamiento de la comunicación con el enfoque de diferenciación y el alto desempeño de los productos introducidos en el último año: Panolini Premium Sec, Prudential Confort Total y Prudential Invisible Overnight; y capacitación especializada para la fuerza de ventas, orientada a resaltar los beneficios y atributos de los productos.

En este año se prevé un crecimiento importante en la línea de envases, dentro de la cual se ha iniciado las ventas a un nuevo cliente muy importante dentro del sector de manufactura de bebidas.

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 5



Fuente: Zaimella S.A.

Elaboración: BWR

Además de ser líder en el mercado local en la mayoría de las líneas de negocio, Zaimella cuenta con una fortaleza por sus ventas a otros destinos. A junio 2025, las ventas locales han representado cerca del 88.70% y las exportaciones el 11.30% de sus ventas. Sus principales destinos de exportación fueron: Perú (59%), Panamá (17%), Bolivia (6%), República Dominicana (8%), Colombia (8%) y otros menores (2%).

Los canales de distribución que utiliza localmente son distribuidores mayoristas, farmacias, autoservicios y industrial. A junio 2025 la red de distribuidores constituye el 44.2% de las ventas, las farmacias el 27.7%, autoservicios 12.3%, al segmento industrial 4.6% y el resto corresponden a las exportaciones.

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. Los 10 principales clientes representan el 87.2% de los ingresos, el cliente con mayor participación sobre ventas concentra el 22.7%. 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. Tienen plantas de producción en Ecuador, Perú y Guatemala con la nueva inversión realizada en enero 2025; 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 Ecuador 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 alrededor de USD 2.4 millones. En el año 2023 en otra empresa extranjera realizó inversiones en acciones por USD 1.47 millones en Perú.

Con fecha 17 de enero de 2025, la compañía Zaimella del Ecuador S.A., realiza la adquisición de las acciones de la compañía panameña Pinula Holdings INC., por USD 54.2 millones. El Holding a su vez es dueño de una empresa guatemalteca que mantiene una planta de producción con líneas comerciales similares a las que maneja Zaimella en Ecuador. El Grupo tiene presencia comercial en 10 países en Centro América y El Caribe, la empresa adquirida fue constituida en octubre de 2020 en Guatemala como una Sociedad Anónima. De acuerdo con cifras de balances internos a junio 2025, registra activos por USD 104.33MM, pasivos por USD 52.22MM, patrimonio por USD 52.10MM, ventas por USD 30.64MM y utilidad neta por USD 4.04MM. La compra responde a la estrategia de Zaimella del Ecuador para lograr mayor posicionamiento comercial en Centro América.

Con esta transacción Zaimella Ecuador obtiene el 84% de la propiedad del Holding, y el restante 16% es de propiedad de Zaimella ZMLTP que es otra de las filiales del mismo grupo.

A la fecha de corte, el total de las inversiones en acciones de Zaimella del Ecuador S.A. representan el 35.3% del activo total.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A junio 2025, el patrimonio de Zaimella del Ecuador S.A. es de USD 103.7 millones, de este monto el 29.43% corresponde a capital social.

Las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionista	Nacionalidad	Capital (USD miles)	% Participación
MORCONELLO S.A.	ECUADOR	24,498	80.23%
HEMAJA INVESTMENTS S.A.S.	ECUADOR	2,758	9.03%
STRATELLA S.A.S.	ECUADOR	919	3.01%
DI MELLA SCIFO SILVANA MARIA	ECUADOR	919	3.01%
DI MELLA SCIFO ANGELO	ECUADOR	919	3.01%
ORTIZ GONZALES CARLOS	VENEZUELA	521	1.71%
Capital Social		30,535	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.

El pago de dividendos sobre las utilidades del año 2024 se ha realizado por USD 4.35 millones hasta la fecha de corte de este informe y la expectativa para el año 2025 es similar.

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.

El emisor 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 del 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.

Zaimella ha realizado la contratación de varias pólizas de seguro que cubren transporte interno, vehículos y multiriesgo industrial. Este último cubre Edificios, instalaciones, muebles y enseres y equipos, maquinarias y equipo en general, mercaderías y otros. Las coberturas son de todo riesgo de daño o pérdida, incluyendo las pérdidas y/o daños por rayo, explosión, implosión, terremoto, temblor y/o erupción volcánica, maremoto, lluvia e inundación, granizada y otros eventos de la naturaleza, daños por agua, colapso, cobertura extendida amplia, hundimientos, desplazamientos, desprendimientos, alza del nivel de aguas, enfangamientos, agrietamientos, o asentamiento de edificios, construcciones y sus partes, siempre y cuando sean derivados de un evento amparado en la póliza.

Como parte del manejo de su riesgo operacional la empresa cuenta con un *Plan de Contingencias para el Control de Emergencias* que aplica al riesgo de incendios y minimiza 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.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas

Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros de Zaimella del Ecuador S.A. de los años 2020 y 2024 auditados por la firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador, de los años 2022 y 2023 por la empresa auditora BDO 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 junio 2024 y junio 2025.

Hemos recibido por parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para los periodos comprendidos entre 2025 y 2027. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

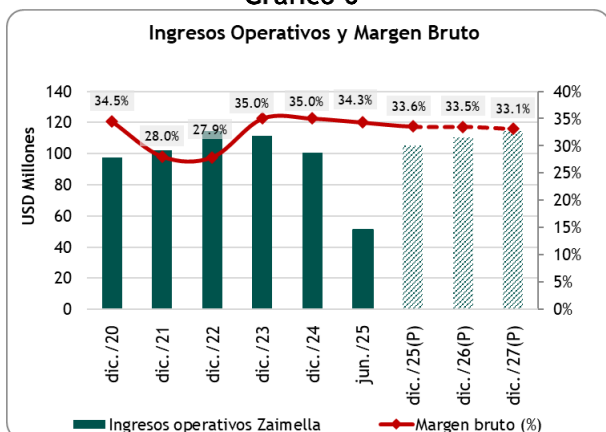
Gestión Operativa y Tendencias

Zaimella es una empresa que históricamente ha mostrado una generación operativa positiva y un margen operativo relativamente estable. Para conseguirlo, la empresa mantiene estrategias comerciales y una constante mejora y diversificación de sus productos, gracias a lo cual sostiene un fuerte posicionamiento de mercado, diversificación de su mercado por las exportaciones y la variedad de productos de calidad a precios convenientes.

Las ventas anuales de Zaimella en dólares han mostrado cierta volatilidad en los años analizados. Posterior a la importante reducción en el año 2020, en los años 2021 y 2022 las ventas se incrementaron en 5.2% y 12.06% respectivamente. Desde el año 2023 hasta 2024 se generó una contracción en las ventas que obedeció principalmente a factores: una baja de consumo 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; racionamiento de energía de luz a nivel nacional; y mayor competencia en la línea de pañitos húmedos.

A junio 2025, las ventas presentaron un crecimiento positivo (2.83%) con respecto al mismo periodo del año 2024, pese a que algunos de sus principales productos se vieron afectados por la presión de precios a la baja por la mayor competencia. Si bien Zaimella ha logrado mantener el liderazgo en el mercado, las complicaciones son constantes para mantener los volúmenes de ventas. En los últimos meses el emisor ha decidido tomar acciones que continuarán en el segundo semestre del 2025 para defender su posicionamiento, mediante precios más competitivos y el ajuste de las estrategias en todos los canales. Las estrategias son analizadas e implementadas dependiendo de cada producto y la competencia específica, dado su amplio conocimiento del mercado.

Gráfico 6



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

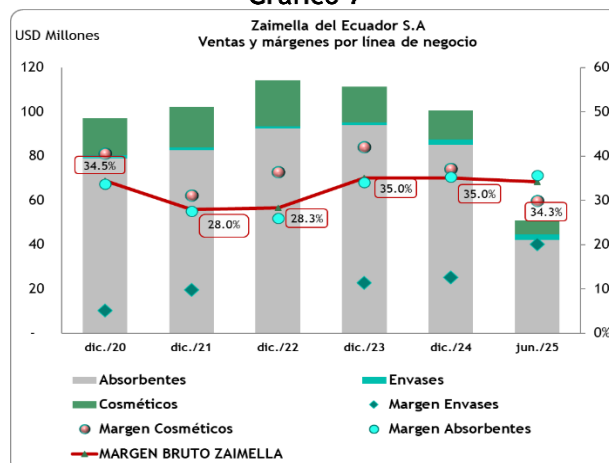
Para los siguientes años, el emisor ha planificado varias estrategias de comercialización con las que buscará impulsar los niveles de ventas en las diferentes líneas de productos. Para el 2025, cuenta con contratos ya establecidos en los nuevos productos que está impulsando, tanto en el país como en el exterior, los cuales sustentan el crecimiento esperado.

Los supuestos de las proyecciones de la empresa han sido sensibilizados por BWR y se considera un crecimiento moderado de las ventas de 4.5%, 5% y 4% para los años 2025, 2026 y 2027 respectivamente. El ajuste de la proyección de crecimiento de este año se ha realizado considerando la incertidumbre del entorno económico y el comportamiento del primer semestre del año.

A pesar de la disminución de las ventas en los dos últimos años, se consiguió mejorar ligeramente el margen bruto. En el año 2023 y 2024 se registró una disminución en los costos de materias primas, lo que permitió que el margen bruto se mantuviera por encima del promedio observado entre 2020 y 2022.

Si bien se prevé estabilidad del precio en la mayor parte de sus materias primas, el margen bruto proyectado es conservador considerando la competencia existente y la estrategia defensiva que aplicará la empresa. Es importante notar que el gran parte del portafolio de productos de la empresa es de primera necesidad y con productos sustitutos limitados.

Gráfico 7



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. A la fecha de análisis la línea de absorbentes tiene también el mayor margen bruto que mantendrá misma tendencia a finales del año.

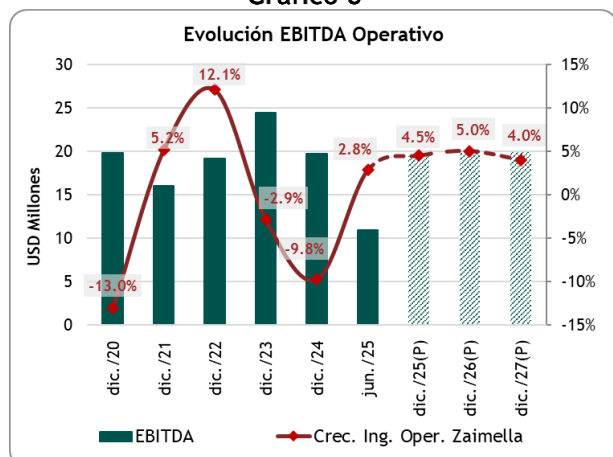
La Administración considera que el gasto operativo es controlado y se encuentra acorde con sus estrategias de ventas, pues existen periodos con mayor gasto de comercialización, debido a campañas de publicidad e incentivos a sus canales de distribución.

En el año 2024 el crecimiento del gasto operativo fue de 7.12%, menor al proyectado inicialmente, y a la fecha de corte junio 2025 tiene un crecimiento interanual en 1.32%. Según nuestras proyecciones apuntan a un incremento mínimo del gasto operativo de aproximadamente 0.71% en 2025 y 5.19% promedio en los dos siguientes años. El incremento obedece a la planificación de campañas de publicidad, patrocinios 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 la celeridad de su traslado al precio final de los productos.

En el año 2024 el EBITDA se contrajo de forma importante por la reducción de ventas afectadas por la competencia en precios que enfrentó el mercado en general en varios canales de forma individual, la crisis energética que sufrió el país, y entre otros factores mencionados anteriormente.

Gráfico 8



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

En el primer semestre de 2025, se observa una recuperación y por ende el emisor espera hasta fin de año conseguir un EBITDA positivo al año anterior gracias al crecimiento proyectado en sus ventas, nuestras proyecciones ajustadas consideran misma tendencia de crecimiento hasta cierre de año, y en los años posteriores, que permitirían mantener la estabilidad en la generación operativa.

Por otra parte, el ROA y ROE a la fecha de corte son de 8.93% y 13.66% respectivamente. En ambos casos, los indicadores han reducido respecto a los niveles históricos, sin embargo, se mantienen en niveles que reflejan una rentabilidad adecuada. Los indicadores proyectados para el año 2025 a 2027 se presionan ligeramente, pero se mantienen en niveles sólidos.

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

ACTIVOS	dic./21	dic./22	dic./23	dic./24	jun./25
Total Activo Corriente	60.3%	60.6%	68.2%	69.6%	44.1%
Fondos Disponibles	15.0%	11.5%	11.8%	6.9%	6.0%
Inversiones corto plazo	0.0%	2.5%	23.4%	28.9%	5.2%
CxC Comerciales	20.6%	22.3%	17.4%	17.7%	18.2%
Inventarios Neto	17.7%	19.0%	14.2%	11.9%	8.8%
Gastos anticipados	6.9%	5.4%	1.5%	4.0%	5.9%
Total Activo No Corriente	39.7%	39.4%	31.8%	30.4%	55.9%
Propiedad, planta y equipo	37.0%	34.5%	27.5%	27.3%	20.2%
Inversiones Emp. Relac.	2.4%	4.5%	3.9%	2.7%	35.3%
Otros activos	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO	dic./21	dic./22	dic./23	dic./24	jun./25
Total Pasivo Corriente	29.4%	29.1%	29.5%	29.6%	25.4%
Deuda Financiera CP	11.3%	11.7%	14.0%	13.5%	14.3%
Deuda Comercial	13.0%	12.4%	10.6%	10.6%	4.5%
Otros Pasivos CP	5.0%	5.0%	4.9%	5.5%	6.7%
Total Pasivo LP	3.2%	2.4%	2.1%	2.3%	11.7%
Deuda Financiera LP	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.5%
Otros pasivos LP	3.2%	2.4%	2.1%	2.3%	2.2%
PATRIMONIO	67.5%	68.5%	68.3%	68.1%	62.9%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Zaimella S.A.
Elaboración: BWR

A junio 2025, los activos de la empresa (USD 165.0MM) en su mayor parte son de naturaleza operativa. En función de su clasificación contable el 44.1% tendría una recuperación esperada de un año o menos, por lo que podrían ser liquidados en el corto plazo. El 11.2% corresponde a fondos disponibles e inversiones de corto plazo.

Los inventarios redujeron la participación a 8.8% a la fecha de corte con respecto a los niveles históricos. El stock de inventarios se regularizó paulatinamente luego del crecimiento extraordinario del año 2022. En los siguientes años se ha ejecutado un manejo adecuado para optimizar su rotación, tendencia que continuaría en el año 2025 y 2026, por lo que se prevé estabilidad alrededor de 100 días de inventarios, tomando en consideración que las ventas internacionales y los contratos de venta internos podrían requerir un ligero incremento hasta estabilizar el proceso.

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. En 2024 dicho ajuste representó un porcentaje menor al 2.2% del total de inventarios brutos.

La cartera es de buena calidad ya que la vigente y no deteriorada constituye más del 91% de la cartera bruta. Solamente el 0.49% de las cuentas por cobrar tienen un plazo de vencidas mayor a 120 días.

La empresa califica el riesgo de sus clientes y las ratios de pérdidas crediticias esperadas, y en base de estas estimaciones establece una provisión por el deterioro de las cuentas por cobrar comerciales, que considera que cubre adecuadamente el riesgo de crédito. A la fecha de corte las provisiones cubren el 0.04% de las cuentas cobrar comerciales y relacionadas.

En el Activo No Corriente, la adquisición de las acciones de la compañía panameña Pinula Holdings INC. incrementó la cuenta Inversiones en acciones a USD 58.26MM, que representa el 35.3% a junio 2025.

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

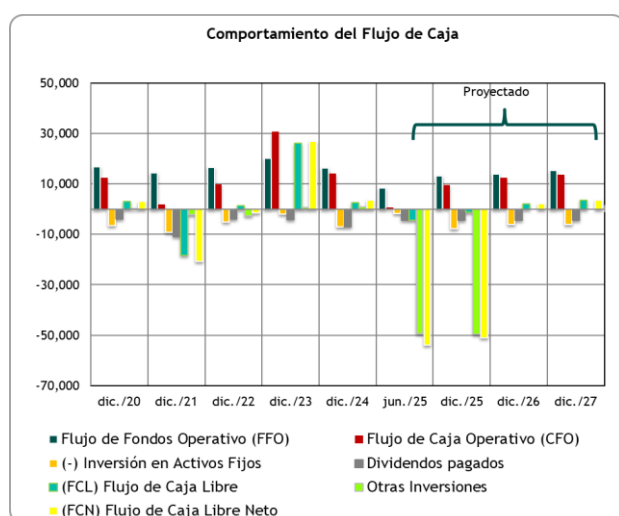
En los años analizados, la empresa ha logrado una generación operativa sólida que le ha permitido cubrir sus requerimientos de capital de trabajo e

inversión sin necesidad de recurrir a endeudamiento financiero significativo.

El emisor ha presentado una amplia 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 9



Históricamente los días de cobro a clientes se han ubicado cerca de los 83 a 85 días en promedio. En dic 2024 cerró en 94 días y en junio 2025 subió a 106 días, debido al incremento de las ventas nacionales en algunos canales con los que se tienen condiciones más holgadas, en especial en un importante distribuir mayorista en el sector de farmacia por alrededor de USD 2.7 millones a finales de junio 2025. Y por las ventas del exterior relacionadas como en Perú que se normalizarían en el corto plazo luego de la terminación del proceso de transición con la liquidación de algunas de ellas. Por esta razón se espera que se mantenga alrededor de 95 días a finales del 2025.

Con relación al nivel de inventario, se espera que este cubra 100 días de ventas a fin de año, aunque en los últimos cuatro años se ha ubicado en promedio en 97 días. A dic. 2024, la empresa cerró con un indicador de 97 días y a junio 2025 se ubicó en 79 días debido a la compra de materia prima para garantizar la producción establecida.

Con respecto a las cuentas por pagar, a dic. 2024 llegó a 87 días 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 a los del cierre del 2024. Hasta junio 2025 se ubicó en 40 días.

En el año 2024 el menor resultado operativo se reflejó en menor generación operativa, a pesar de lo cual el FFO y el CFO se mantuvieron positivos y este último pudo cubrir en su totalidad las inversiones de CAPEX y el pago definido de dividendos y los recursos líquidos se fortalecieron.

Si bien a la fecha de corte el CFO alcanzó un resultado positivo en USD 612 mil que cubrió únicamente las necesidades de capital de trabajo, más aún no alcanzó a cubrir el pago de dividendos, las inversiones en CAPEX e inversiones en otros negocios. El efecto corresponde a variaciones estacionales en el capital de trabajo que se revertirán hasta fin de año del 2025. Adicionalmente, las inversiones en CAPEX previstas y el pago de dividendos correspondientes a los resultados del año precedente (USD 4.35MM), hacen que el FCL refleja necesidades de financiamiento por USD 4.5 millones.

En aplicación de su estrategia de fortalecimiento del mercado internacional, Zaimella adquirió en enero de 2025 las acciones de la compañía panameña Pinula Holdings INC., que tiene su misma línea de productos (absorbentes y cuidado de la familia) en Guatemala y con presencia en 10 países de la región centroamericana. Esta inversión ha requerido un mayor endeudamiento para cubrir parte del flujo necesario por su estrategia de crecimiento.

La adquisición de acciones del Holding mencionado, por USD 54.24MM, incrementa la necesidad de financiamiento. El flujo de caja libre neto (FCLN) llega a USD -53.89MM. Este requerimiento ha sido cubierto parcialmente (USD 34.7MM) con sus propios recursos líquidos y el valor restante por el saldo de la deuda por USD 19.1MM.

Las inversiones en CAPEX previstas para el año 2025 alcanzan USD 7.7MM que corresponden principalmente a la adquisición de una máquina (costo alrededor de USD 4.0MM) para ampliar la producción de pañales para adulto que se destinan principalmente a la exportación, además, de otras inversiones para ampliar la planta de producción de envases. Para los años 2026 y 2027 se ha considerado un promedio de USD 6MM anuales, en función del comportamiento histórico.

El pago de dividendos a los accionistas ha sido conservador en los años analizados, por lo que la

Compañía mantiene un patrimonio tangible¹⁵ 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 2023, y de USD 7MM en el año 2024. Para los años subsecuentes se espera el pago anual de dividendos por aproximadamente USD 4.35MM.

Hasta el cierre del año en curso, esperamos que la generación operativa del emisor mejore y permita disminuir la deuda de corto plazo; de igual forma para los siguientes años esperamos que el flujo operativo cubra los requerimientos de capital de trabajo acordes al crecimiento de la operación y las inversiones en otros negocios, el pago de dividendos proyectado y las inversiones de CAPEX planificadas, por lo cual el flujo de caja libre neto sería positivo y permitiría reducir la deuda financiera y mantener una elevada flexibilidad financiera.

Según nuestras proyecciones ajustadas, la deuda financiera a finales de 2025 llegaría alrededor de USD 56MM, considerando el actual programa de USD 25MM (aprobado en abril 2025) en el corto plazo, la deuda futura del presente programa y más la deuda vigente de largo plazo en el sistema financiero. Para el 2026 y 2027 esperamos que la deuda siga disminuyendo paulatinamente.

presionado, por las razones analizadas anteriormente.

Para finales del año 2025 se estima que el indicador de deuda llegue a 2.91 veces, y en los siguientes años siga reduciéndose paulatinamente hasta 1.53 veces en el año 2027. A pesar del incremento respecto a sus históricos estos niveles reflejan un bajo endeudamiento.

Por otro lado, se resalta que a la fecha de corte la empresa mantiene aún importantes excedentes en fondos disponibles y equivalentes de efectivo. Al considerar la deuda neta de estos recursos, el indicador de endeudamiento total neto ajustado a junio 2025 se reduce a 0.95 veces y al final del 2025 este podría bajar hasta 0.93 veces, nivel que refleja un bajo nivel de deuda.

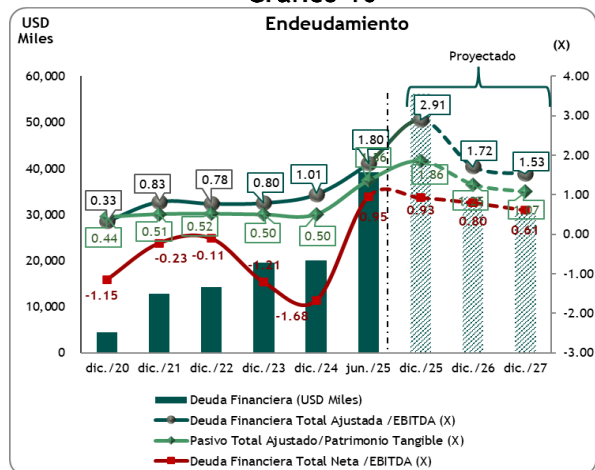
La fuerte generación de ingresos y alta flexibilidad financiera del emisor le permite mitigar los riesgos del sector y de la economía en general, y, financiar su estrategia de incremento de inversiones en acciones, manteniendo niveles de endeudamiento manejables.

Capacidad de Pago y Liquidez

Históricamente el gasto financiero de la empresa con relación al EBITDA no ha sido 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 (16 veces en dic-2023, 12.5 veces en dic-2024). A la fecha de corte esta cobertura ha incrementado y se mantiene fuerte, en 5.66 veces, a pesar del importante crecimiento de la deuda financiera. Para los próximos años esperamos que esta cobertura se mantenga holgada y se recupere paulatinamente. Si bien sería menor a sus históricos por financiamiento que la empresa ha asumido, sigue siendo sólida, a lo que se suma el nivel adecuado de fondos disponibles que mantiene el emisor.

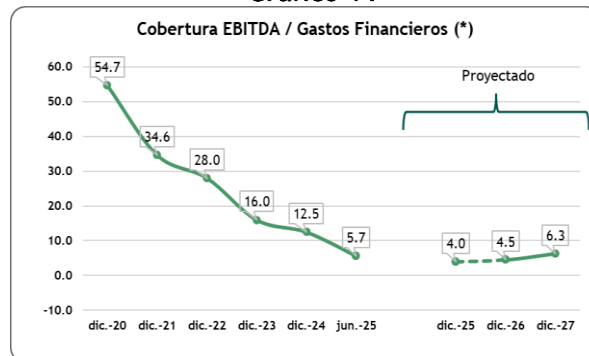
Gráfico 10



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-2024 llegó a 1.01 veces, debido a la contracción del EBITDA. A la fecha de corte este indicador se incrementa a 1.80 veces debido al saldo de la deuda financiera y a un EBITDA coyunturalmente

Gráfico 11



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR

¹⁵ El patrimonio tangible se calcula restando del patrimonio los activos intangibles, diferidos, y aquellos que no se relacionan a la gestión comercial del negocio y cuya

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

Nota: Proyecciones ajustadas por BWR

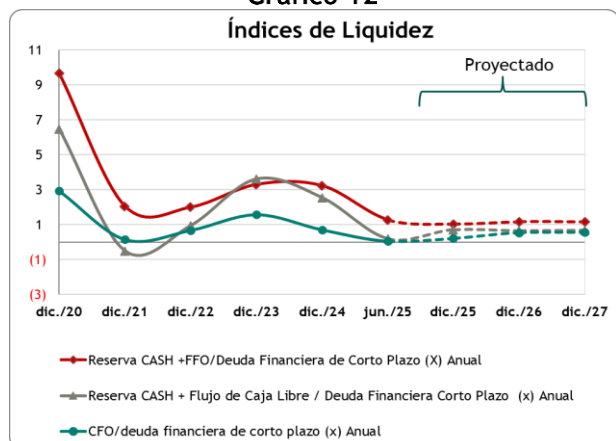
Con corte junio 2025, Zaimella mantiene fondos disponibles por USD 9.9MM e inversiones líquidas por USD 8.5MM. La Compañía requiere una caja mensual de aproximadamente USD 5MM para su operatividad normal, pero proyecta mantener excedentes en los próximos años como estrategia defensiva ante los riesgos del entorno y previsiva para el pago de sus obligaciones de corto plazo con el mercado de valores.

Con respecto a la estructura de la deuda financiera, parte de la deuda financiera tomada en este año tiene una estructura de largo plazo, con plazos de vencimiento hasta inicios del 2030.

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, la estructura de su deuda financiera y los excedentes de recursos líquidos que mantiene.

Gráfico 12

Índices de Liquidez



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR

Nota: Proyecciones ajustadas por BWR

Por último, la Compañía mantiene líneas de crédito no utilizadas con las principales entidades bancarias del país y dos bancos internacionales que, en condiciones normales de mercado, serían una fuente adicional de liquidez en caso de requerirse. La compañía cuenta con líneas de crédito totales por USD 67.05MM, de las cuales el 71.43% no han sido utilizadas.

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	jun./25
Activo Ajustado (USD M)	106,197
Activo Total (USD M)	165,010

junio/25				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acumulado (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	7,790	7,790	13.63
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	7,790	13.63
3era	Deuda sin garantía específica de balance	53,451	61,241	1.73
TOTAL		61,241	61,241	1.73

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 1.73 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 en su mayor parte son 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 44.1% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 55.19% restante corresponde a inversiones en acciones en empresas relacionadas que fortalecen la posición de empresa en el mercado internacional (35.3% a junio 2025) y el corresponde a activo fijo (20.2% a junio 2025), cuya capacidad de ser liquidado, así como sus valores de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

RESGUARDOS

Para la emisión corporativa analizada en este estudio, Zaimella del Ecuador S.A. se obliga a establecer al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y

- convertidos en efectivo. A la fecha de corte el emisor confirma que este indicador es de 1.73.
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. El indicador a la fecha de corte es 4.30 veces considerando el valor total del programa.

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.

Se hace constar que el incumplimiento de los resguardos dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión aprobada. Estos resguardos podrán ser fortalecidos al solo criterio del representante legal del emisor o de quien lo reemplace en virtud de las disposiciones estatutarias.

Por otro lado, la Junta General Extraordinaria y Universal expresamente delegó y autorizó al Vicepresidente Corporativo del emisor o a quien lo reemplace la fijación de compromisos adicionales.

Límite de endeudamiento: el límite de endeudamiento financiero de la compañía calculado anualmente en cada período fiscal será de hasta 75% del activo de esta.

El monto total del programa calificado, sumado al monto autorizado del programa que se encuentra vigente representa el 43.4% del patrimonio de Zaimella a junio 2025, por lo cual cumple con el requerimiento legal de que este indicador sea inferior al 200%.

Zaimella declara bajo juramento que afirma 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 maquinaria, equipo y cuentas por cobrar clientes nacionales. En el anexo de la declaración juramentada se presenta el detalle inicial de activos que mantendrán libres de gravamen y con el compromiso de reposición y mantenimiento por USD 20MM: maquinaria y equipo (USD 10MM) y cuentas por cobrar a clientes nacionales (USD 10MM) hasta por el monto en circulación de los valores de la presente emisión de obligaciones de corto plazo.

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.

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

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil; en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez de papel en el mercado y no al contrario.

La empresa ha participado en el mercado de valores desde el año 2008 y mantiene un historial de pago limpio en cuanto al pago en tiempo y forma de sus obligaciones. Adicionalmente a la nueva emisión planificada que se analiza en el presente informe Zaimella mantiene una emisión de Papel Comercial por un monto total calificado de USD 25MM, cuya calificación se muestra a continuación.

Instrumento	Resolución SCVS	Calificación	Calificadora	Fecha Calif.
Papel Comercial	SCVS-IRCVSQ-DRMV-2025-00024906	AAA	BWR	06/jun/2025

ZAIMELLA DEL ECUADOR S.A.	PROYECCIONES BWR								
(Miles de USD)	dic./21	dic./22	dic./23	dic./24	jun./25	dic./25	dic./26	dic./27	
Resumen Balance									
Caja y Equivalentes de Caja	16,918	17,020	49,152	53,145	18,416	38,358	18,156	18,156	
Cuentas por Cobrar Comerciales	23,224	27,149	24,399	26,286	30,052	29,054	30,381	31,544	
Inventarios	19,969	23,091	19,798	17,662	14,598	19,326	20,309	21,253	
Activos fijos	41,647	42,039	38,425	40,535	33,342	39,911	42,041	44,171	
Otros Activos	10,858	12,536	8,065	10,766	68,602	64,743	64,743	64,743	
Total Activos	112,616	121,834	139,840	148,395	165,010	191,393	175,631	179,868	
Cuentas por Pagar Proveedores	14,665	15,097	14,881	15,766	7,407	16,663	17,510	18,324	
Deuda Financiera Total	12,780	14,287	19,531	19,992	39,157	56,280	33,918	30,358	
Deuda Financiera Corto Plazo	12,780	14,287	19,531	19,992	23,553	45,298	23,107	24,521	
Deuda Financiera Largo Plazo	0	0	0	0	15,604	10,982	10,811	5,837	
Otros Pasivos	9,198	8,996	9,872	11,511	14,677	12,010	12,509	13,008	
Total Pasivos	36,644	38,380	44,284	47,268	61,241	84,952	63,937	61,689	
Patrimonio	75,973	83,454	95,556	101,127	103,769	106,441	111,694	118,179	
Contingentes	500	670	0	0	0	0	0	0	
Resumen de Resultados									
Ventas	102,289	114,628	111,308	100,447	50,882	104,968	110,216	114,625	
Costo de ventas	-73,675	-82,697	-72,319	-65,272	-33,450	-69,750	-73,297	-76,705	
Otros ingresos operativos	0	0	0	0	0	0	0	0	
Egresos operativos	-16,627	-18,697	-18,909	-20,256	-9,301	-20,400	-21,702	-22,570	
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	11,987	13,234	20,080	14,919	8,131	14,817	15,217	15,350	
Gasto Financiero del período	-463	-683	-1,529	-1,578	-1,909	-4,902	-4,422	-3,151	
Impuestos a la renta	-1,926	-1,986	-2,665	-1,778	-650	-1,344	-1,355	-1,526	
RESULTADO NETO DE LA GESTION	9,284	11,250	16,088	12,549	6,998	9,670	9,753	10,985	
Otros resultados integrales	0	232	153	107	0	0	0	0	
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	9,284	11,482	16,241	12,656	6,998	9,670	9,753	10,985	
Resumen Flujo de Caja									
EBITDA OPERATIVO	16,031	19,162	24,420	19,719	10,873	19,372	19,773	19,906	
(-) Gasto Financiero del período	-463	-683	-1,529	-1,578	-1,909	-4,902	-4,422	-3,151	
(-) Impuesto a la renta del período	-1,299	-2,045	-2,723	-1,862	-650	-1,344	-1,355	-1,526	
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0	
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	14,269	16,434	20,168	16,279	8,313	13,127	13,996	15,229	
(-) Variación Capital de Trabajo	-12,310	-6,756	10,582	-2,167	-7,701	-3,456	-1,649	-1,480	
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,960	9,678	30,750	14,111	612	9,671	12,348	13,749	
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	1,526	2,584	3,674	1,426	1,098	312	312	
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-314	-841	-2,382	-2,689	0	0	0	0	
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	1,463	1,500	-295	0	0	0	
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-10,929	-4,000	-4,139	-7,085	-4,355	-4,355	-4,500	-4,500	
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-9,120	-5,011	-2,047	-6,950	-1,859	-7,770	-6,000	-6,000	
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0	0	0	0	
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-18,403	1,353	26,230	2,561	-4,471	-1,356	2,160	3,561	
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	8,273	1,507	5,244	461	19,165	36,288	-22,361	-3,561	
OTRAS INVERSIONES NETO	-2,339	-2,759	660	971	-49,424	-49,718	0	0	
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0	
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-12,469	102	32,133	3,993	-34,729	-14,787	-20,202	0	
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	29,387	16,918	17,020	49,152	53,145	53,145	38,358	18,156	
Indicadores									
Patrimonio Tangible	72,868	75,126	88,707	94,402	44,956	45,739	50,992	57,477	
% crecimiento en ventas	5.20%	12.06%	-2.90%	-9.76%	2.83%	4.50%	5.00%	4.00%	
MARGEN EBIT (%)	11.72%	11.55%	18.04%	14.85%	15.98%	14.12%	13.81%	13.39%	
MARGEN EBITDA (%)	15.67%	16.72%	21.94%	19.63%	21.37%	18.46%	17.94%	17.37%	
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	31.84	25.04	14.19	11.32	5.35	3.68	4.17	5.83	
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	34.65	28.04	15.97	12.50	5.69	3.95	4.47	6.32	
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	34.65	28.04	15.97	12.50	5.69	3.95	4.47	6.32	
Deuda Financiera Total AJUSTADA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.83	0.78	0.80	1.01	1.80	2.91	1.72	1.53	
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	(0.23)	(0.11)	(1.21)	(1.68)	0.95	0.93	0.80	0.61	
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	14.88%	15.20%	16.97%	16.51%	27.40%	34.59%	23.29%	20.44%	
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	2.05	1.99	3.29	3.22	1.28	1.03	1.18	1.16	
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.15	0.68	1.57	0.71	0.05	0.21	0.53	0.56	
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.51)	0.94	3.60	2.54	0.19	0.71	0.66	0.68	
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	(0.69)	0.74	3.64	2.58	(4.01)	(0.39)	0.66	0.68	

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

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados con relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2025.