

Ecuador  
Papel Comercial  
Primer seguimiento

## Zaimella del Ecuador S.A.

### Calificación

Tipo Instrumento	Calificación
Programa de Papel Comercial 2024	AAA
Programa de Papel Comercial 2025	AAA

**Perspectiva:** La perspectiva de las calificaciones es estable. Estas podrían disminuir si es que los indicadores de generación y endeudamiento del emisor se deterioran significativamente.

### Definición de Calificación:

**AAA:** El emisor presenta una excelente capacidad para el pago de capital, intereses o rendimiento. Su posición financiera es sólida y no se vería afectada por condiciones económicas adversas en el corto plazo.

### Resumen Financiero

(USD Millones)	dic./23	dic./24	oct./25
Activos	139.8	148.4	192.5
Ventas	111.3	100.4	83.5
Margen EBITDA (%)	21.94%	19.63%	18.72%
ROE (%) *	17.97%	12.76%	12.25%
Deuda / capitalización (%)	16.97%	16.51%	34.57%
CFO / Deuda Fin CP (x)	1.57	0.71	0.29
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (x)	3.60	2.54	0.95
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	0.80	1.01	3.03
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)	0.97	1.23	4.02

\* Indicador actualizado para oct-25

### Contactos:

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

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

### Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió **mantener las calificaciones “AAA” al Programa de Papel Comercial del 2024 y al Programa de Papel Comercial del 2025 de Zaimella del Ecuador S.A.**, que se analizan en este estudio. La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago de los valores 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 su riesgo de crédito.

**Posición competitiva fuerte y mercado con barreras de entrada.** El emisor es una empresa madura con amplio conocimiento de su mercado y capaz de mitigar en parte los riesgos de su industria. La Compañía mantiene posiciones de liderazgo, 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. El emisor mantiene el enfoque en la adecuada relación precio-calidad de sus productos, y mantiene una adecuada diversificación por líneas de negocio.

**Generación y márgenes de operación variables.** La generación operativa del emisor es positiva, a pesar de la creciente competencia generada por la oferta de productos a precios bajos. Esto ha hecho que la Compañía ajuste sus márgenes de utilidad bruta en el presente año, como parte de su estrategia comercial. Esta generación ha sido históricamente suficiente para cubrir sus requerimientos de capital de trabajo, y la mayor parte de las inversiones en CAPEX, y el pago de dividendos.

**Inversiones en empresas del exterior.** A inicios de 2025, Zaimella adquirió la empresa panameña Pinula Holdings, como parte de su estrategia comercial de expansión de la marca en el exterior y de desarrollo de conocimiento en nuevos nichos de mercado. Esta fuerte inversión se financió con mayor endeudamiento financiero y recursos propios gracias a la existencia de importantes reservas de liquidez.

**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 a finales del año y hasta 2027, y que el emisor continúe manteniendo una flexibilidad financiera importante. A la fecha de corte, el indicador de deuda financiera, neta del efectivo y equivalentes, respecto al EBITDA, se mantiene por debajo de la unidad.

**Riesgo de refinanciamiento bajo.** El tamaño de la deuda financiera, el nivel de liquidez que mantiene el emisor, 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.

## CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS

A continuación, se presenta un detalle de los programas analizados en este informe:

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	17,835,000.00
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.

Programa de Papel Comercial 2025	
Emisor:	Zaimella del Ecuador S.A.
No. de Resolución	SCVS-IRCVSQ-DRMV-2025-00024906
Fecha de Aprobación SCVS	27-jun-25
Monto Programa:	25,000,000.00
Monto en circulación	25,000,000.00
Plazo del Programa:	hasta 720 días
Plazo máximo del Papel:	hasta 359 días
Fecha Vencimiento Programa	17-jun-27
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 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 macroeconómico de Ecuador presenta signos de recuperación tras un periodo de contracción en 2024 cuando el PIB se redujo en 2%, como consecuencia de la crisis energética, cierres de pozos petroleros, la elevada inseguridad y la incertidumbre política previa a las elecciones de inicios del año 2025. Las últimas cifras publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE) prevén un crecimiento del 3.8%, impulsado por la no recurrencia de todos los eventos indicados, el aumento de las exportaciones no petroleras y la recuperación del consumo de los hogares. De cumplirse esa estimación la economía recuperará el nivel de producción que mantenía en el año 2023<sup>1</sup>.

Indicador	2022	2023 (p)	2024 (p)	2025 (proy)
Producto Interno Bruto (PIB)	5.90%	2.00%	-2.00%	3.80%
Exportaciones	7.85%	0.82%	1.79%	1.70%
Importaciones	9.55%	0.62%	1.66%	6.40%
Consumo final Gobierno	1.39%	1.72%	-1.22%	4.40%
Consumo final Hogares	6.00%	4.21%	-1.29%	4.10%
Formación Bruta de Capital Fijo	9.19%	0.22%	-3.80%	10.10%

Fuente: BCE

Elaboración: BWR

Según los datos publicados por el BCE en octubre de 2024, la economía ecuatoriana registró un crecimiento interanual de 4.3% en el segundo trimestre de 2025. Este desempeño estuvo impulsado principalmente por la recuperación del consumo de los hogares (+8.7%), el mayor dinamismo de las exportaciones no petroleras (+7.9%) y el aumento de la inversión fija bruta (+7.5%), que refleja una reactivación de la demanda interna.

A nivel sectorial, 15 de las 20 ramas de actividad económica reportaron variaciones positivas, lo que evidencia una mejora generalizada en la estructura productiva nacional durante el período analizado. No obstante, cabe señalar que estas cifras aún no incorporan los efectos de las paralizaciones registradas en septiembre de 2025, derivadas del incremento en el precio del diésel, las cuales podrían moderar el crecimiento del tercer trimestre.

En lo que respecta a la inflación, según datos del INEC a septiembre 2025, esta cerró en 0.72%, con una caída de 0.7 p.p. respecto al mismo mes del 2024, cuando se ubicó en 1.42%, esto refleja que la eliminación del subsidio al diésel no ha tenido una incidencia significativa en este indicador. Adicionalmente, la canasta básica cerró con un

<sup>1</sup> <https://www.forbes.com.ec/columnistas/mas-alla-dato-n80368>

costo de USD 819.77, presentando un incremento de USD 5.97 frente a agosto del mismo año.

Por otro lado, en lo transcurrido del año 2025 y después de la reelección del actual Gobierno, la economía ecuatoriana muestra mayor estabilidad respaldada por la ejecución de acciones alineadas al programa del Fondo Monetario Internacional (FMI), con el que se concretó un financiamiento de USD 5,000 millones. Esto, unido a una menor percepción de riesgo de los inversionistas internacionales, ha contribuido a la reducción del riesgo país, que a la fecha de emisión de este informe llegó a situarse por debajo de los 700 puntos, siendo este su menor nivel en los últimos años.

En cuanto a la situación fiscal, entre enero y septiembre el SRI alcanzó una recaudación de USD 16,083 millones, lo que representa un incremento del 3.9% con respecto al 2024<sup>2</sup>. El incremento del ingreso por IVA en 9.4% con respecto al mismo periodo del 2024 permitió que la recaudación de este impuesto alcanzara USD 8,117 millones. Adicionalmente, la recaudación de impuesto a la renta disminuyó ligeramente -0.04% y la recaudación por ISD incremento en 3.7%<sup>3</sup>. No obstante, la brecha estructural entre ingresos y gastos continúa siendo relevante, lo que obliga a mantener el fondeo de organismos multilaterales y a aplicar ajustes tributarios temporales como el nuevo impuesto sobre utilidades acumuladas o la contribución única del año 2024.

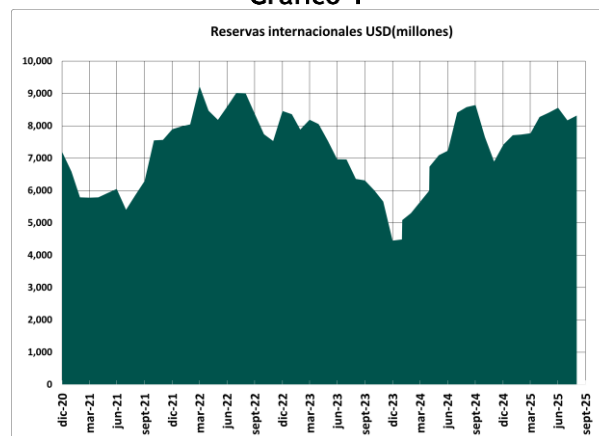
En el periodo enero-agosto, el sector petrolero continúa con la tendencia decreciente, la producción petrolera estatal disminuyó 12.5% y la privada lo hizo en 4.7%. La caída en la producción es causada por emergencias operativas en los campos, mantenimientos programados de varias instalaciones y fenómenos naturales.

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 2025, pese a su ingreso per cápita relativamente alto, superávits en cuenta corriente y financiamiento multilateral, que respaldan su liquidez externa y mitigan los riesgos para la estabilidad macroeconómica a corto plazo. Esto se ve contrarrestado por un historial deficiente de pago de la deuda, la persistente incertidumbre política y de políticas, así como las restricciones de financiamiento del gobierno.

Fitch considera que la capacidad de Ecuador de honrar sus obligaciones se ajustará con la amortización futura de las obligaciones al FMI y las perspectivas para 2026 dependen del restablecimiento exitoso del acceso al mercado internacional y del continuo apoyo multilateral, especialmente considerando la amortización de bonos externos. Sin embargo, como hecho subsecuente, en noviembre 2025 Fitch subió la calificación de la deuda de Ecuador de CCC+ a B- debido a una mayor estabilidad económica en el país que se traduciría en mayores posibilidades de pago, es importante resaltar que esta calificación corresponde a los instrumentos de deuda de largo plazo emitidos y no a la calificación de riesgo del País<sup>4</sup>.

Podemos mencionar que las reservas internacionales 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

Por último, como hecho subsecuente, al final de octubre 2025 el Gobierno presentó la Proforma del Presupuesto General del Estado para el año 2026, este presenta un cuadro de consolidación fiscal gradual, que ocasiona un déficit global estimado en USD 5,414MM (3.9% del PIB), que es inferior al déficit del 4.4% del año 2025<sup>5</sup>. El presupuesto total asciende a USD 46,255MM, con más del 60%

<sup>2</sup> <https://www.primicias.ec/economia/recaudacion-tributaria-septiembre-ecuador-iva-impuesto-renta-107223/>

<sup>3</sup> <https://www.sri.gob.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri>

<sup>4</sup> <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-upgrades-ecuador-its-instruments-at-b-assigns-recovery-rating-of-rr3-removes-uco-21-11-2025>

<sup>5</sup> <https://www.primicias.ec/economia/daniel-noboa-proforma-presupuesto-asamblea-nacional-108332/>

orientado a educación, salud, protección social y seguridad. Por otro lado, se espera que la deuda pública consolidada represente el 59% del PIB, y la intención a futuro es que se establezca en esos niveles y posteriormente baje. El Gobierno espera colocar USD 3,000 MM en bonos soberanos en mercados internacionales y recibir fondos de multilaterales por USD 7,397 millones<sup>6</sup>. Este nuevo financiamiento permitiría controlar el costo de la deuda, mejorar el perfil de vencimientos y cubrirse ante shocks económicos externos e internos.

### Economía mundial

La economía mundial atraviesa un proceso de adaptación en medio de cambios en las políticas comerciales, una moderación de posturas extremas sobre aranceles y una volatilidad persistente. Aunque las proyecciones recientes muestran una ligera mejora frente a estimaciones anteriores, el crecimiento global continúa por debajo de los niveles previos al cambio de políticas. Se prevé que la expansión económica mundial se desacelere del 3.3% en 2024 al 3.2% en 2025 y al 3.1% en 2026, con un crecimiento aproximado del 1.5% en las economías avanzadas y poco más del 4% en los mercados emergentes y en desarrollo<sup>7</sup>. La inflación sigue disminuyendo a nivel global, aunque con diferencias entre países, mientras persisten riesgos derivados de la incertidumbre prolongada, el proteccionismo, posibles shocks en el mercado laboral, vulnerabilidades fiscales y fragilidades financieras.

En este contexto, los desafíos requieren políticas creíbles, transparentes y sostenibles que fortalezcan la confianza y preserven la independencia institucional. La resiliencia mostrada por los mercados emergentes en los últimos años refleja tanto condiciones externas favorables como mejoras en sus marcos monetarios y fiscales, lo que ha reducido la necesidad de intervenciones cambiarias. Paralelamente, muchos países están recurriendo a políticas industriales para impulsar sectores estratégicos y mejorar su resiliencia, pero estas medidas conllevan costos fiscales elevados y riesgos de distorsiones económicas si no se implementan con precisión. En conjunto, el escenario global exige reformas estructurales, instituciones sólidas y marcos macroeconómicos

robustos para sostener el crecimiento y la estabilidad en los próximos años.

### Economía Latinoamericana

La economía de América del sur mantiene un crecimiento moderado en un contexto global complejo, con avances desiguales entre países. Para el conjunto de la región, el crecimiento fue 2.7% para 2024 y podría mantener un crecimiento similar del 2.4% en 2025, reflejando una recuperación gradual pero aún limitada. La inflación continúa descendiendo desde niveles elevados, pasó de 3.7% en 2023 a 2.9% en 2024 y una trayectoria proyectada a seguir disminuyendo en los próximos años<sup>8</sup>. Factores como políticas monetarias restrictivas, mercados laborales más ajustados y la moderación en los precios internacionales han contribuido a esta desinflación, aunque el ritmo varía entre economías.

Sin embargo, la región sigue enfrentando retos importantes que podrían afectar estos avances. La incertidumbre global, el aumento del proteccionismo y shocks en la oferta laboral representan riesgos relevantes para el crecimiento proyectado. A esto se suman vulnerabilidades fiscales y fragilidades financieras que podrían interactuar con mayores costos de endeudamiento, especialmente en países con marcos institucionales más débiles. En este entorno, América Latina requiere mantener políticas macroeconómicas creíbles, fortalecer sus instituciones y avanzar en reformas estructurales que permitan consolidar la desinflación, sostener el crecimiento y reducir la exposición a choques externos.

### 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

<sup>6</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/ecuador-ocurrira-deuda-sostener-presupuesto-2026/>

<sup>7</sup> <https://www.imf.org/es/publications/weo/issues/2025/10/14/world-economic-outlook-october-2025>

<sup>8</sup> <https://www.cepal.org/es/publicaciones/82263-estudio-economico-america-latina-caribe-2025-movilizacion-recursos>

el núcleo de la industria, conserva una proyección de ventas alrededor de USD 83.31 mil millones a finales del 2025 y, para los próximos cinco años, se proyecta un crecimiento de USD 114.59 mil millones hasta 2030, representando una tasa de crecimiento anual compuesta del 6.6%<sup>9</sup>. 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. 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.

El mercado de pañitos húmedos presenta también cifras impresionantes, se estiman ventas alcanzadas alrededor de USD 29.52 mil millones en 2025 con una proyección de USD 36.56 mil millones para 2030<sup>10</sup>. 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 2032<sup>11</sup>.

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 suministro<sup>12</sup>.

Según la estimación de ventas por distribución geográfica, se prevé que Asia-Pacífico mantenga el mayor nivel de concentración, posicionándose como la región dominante con el 41% del mercado global de pañales para bebés, seguida de

Norteamérica con el 26% y Europa con el 20% hacia finales de 2025<sup>13</sup>.

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 región<sup>14</sup> 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 0.83 hasta USD 1.45 por kilogramo<sup>15</sup> en el mercado chino como referencia de un listado de precios actuales a noviembre 2025.

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 5.53% a finales del año 2025 según la proyección actualizada del Banco Central del Ecuador, menor participación al año anterior, bajo el análisis de precios constantes.

En término de variación interanual, la industria de manufactura tiene una proyección de crecer al 3.76% correlacionado a la tendencia del PIB (2.81%) y el consumo de los hogares (6.38%) para el año 2025. Esto contrasta con la contracción de la economía general en 2.0% en el año precedente, así como de la industria manufacturera de productos no alimenticios (-5.73%) y del consumo de los hogares (-1.29%).

<sup>9</sup> <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/baby-diapers-market>

<sup>10</sup> <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/wet-wipes-market-report>

<sup>11</sup> <https://www.coherentmarketinsights.com/market-insight/adult-incontinence-products-market-2290>

<sup>12</sup> <https://winsun.io/diaper-manufacturers-worldwide/>

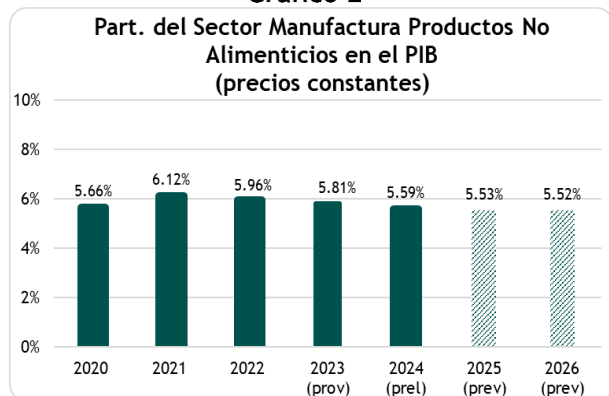
<https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/baby-diapers-market>

<sup>13</sup> <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/baby-diapers-market>

<sup>14</sup> <https://www.procurementresource.com/resource-center/polypropylene-pp-price-trends>

<sup>15</sup> [https://www.made-in-china.com/products-search/hot-china-products/Cellulose\\_Pulp\\_Price.html](https://www.made-in-china.com/products-search/hot-china-products/Cellulose_Pulp_Price.html)

Gráfico 2



Fuente: BCE  
Elaboración: BWR

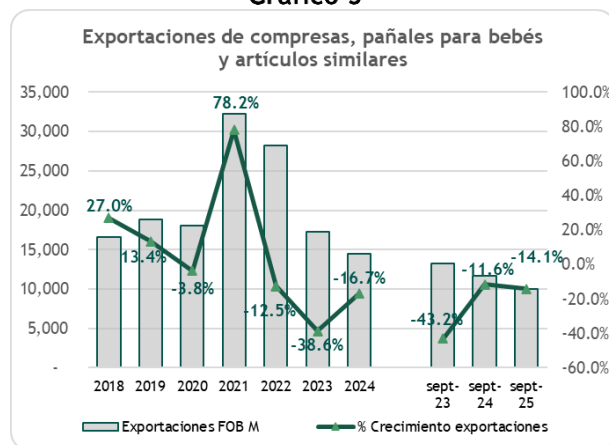
El mercado interno está dominado por un número limitado de empresas, que se dedican a la fabricación, comercialización e importación de productos de higiene y cuidado personal. Entre las más grandes se encuentra Zaimella del Ecuador S.A., Kimberly Clark Ecuador, Jhonson, Familia, Productos Tissue del 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 18.0 millones en términos FOB según las cifras de COMEX del Banco Central del Ecuador. En cifras acumuladas, de enero a septiembre 2025, de la misma materia prima se importó 3,433 toneladas métricas, cifra menor en comparación al mismo período del 2024 (3,902 TM), efecto similar en término de dólares FOB, que representó una disminución del 11.10% 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, pero en el año 2024 se observó una recuperación moderada, especialmente en la primera mitad del año. En cifras acumuladas, hasta septiembre 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 7.9%, de enero a septiembre 2025 frente al mismo período del año anterior, de acuerdo con la

información 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.

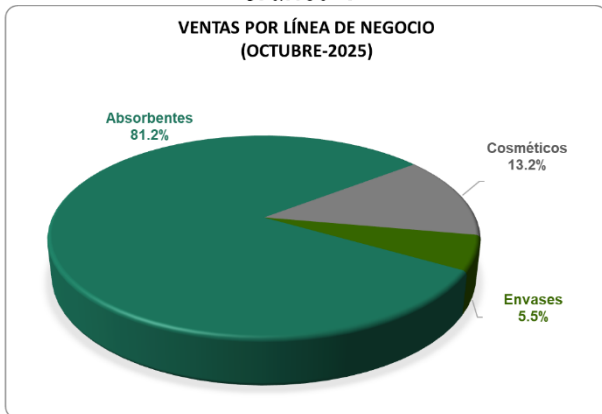
La compañía se ha enfocado en la constante renovación y mejora de sus procesos productivos. Es líder en el mercado en la mayoría de los segmentos en los que participa y se ha mantenido de esta manera por su orientación innovadora soportada en tecnología de punta y la captación de segmentos paralelos 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 532 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios. El emisor no ha tenido problemas laborales ni posee sindicato.

La empresa tiene una planta de producción con tres divisiones productivas: absorbentes, cosmética y envases. Su planta de producción cuenta con una capacidad instalada para producir 1,615 millones de unidades de productos (29.1% absorbentes, 59.5% cosmética y 11.4% envases). La utilización a octubre 2025 es de 84.0% de la capacidad instalada. La planta de producción y oficinas administrativas se encuentran ubicadas en Amaguaña, y mantiene 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 del Ecuador 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, ya 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 81.23% 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. Esta tiene una participación promedio de 16.1% sobre las ventas totales en los últimos 5 años y 13.24% a octubre 2025. Dentro de esta, los paños húmedos son el principal generador de ingresos de la división.

Actualmente cuatro compañías controlan la totalidad del mercado de pañales para bebé en el Ecuador y las dos principales poseen el 71% del mismo. Zaimella se destaca como líder de mercado en este segmento con el 54% 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 un incremento en cosmética infantil a una participación del 49.0% a octubre 2025.

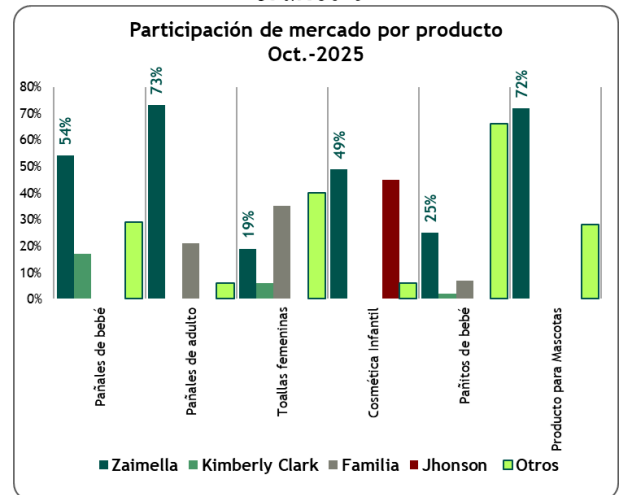
Este posicionamiento ha presentado variaciones leves a la fecha de corte, con un incremento en la línea de absorbentes, en especial de pañales de bebé, y en su línea de negocio de cosmética de bebé. Además, la empresa ha trazado varias estrategias de comercialización que incluyen ajuste de precios y 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.

Cabe mencionar que, los productos dentro de la línea de negocio de mascotas presentan una importante acogida en este mercado. En general, la inversión comercial está orientada fuertemente 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 en marcas como: Panolini, Pompis y Prudential; y capacitación especializada para la fuerza de ventas, orientada a resaltar los beneficios y atributos de los productos.

Por otra parte, la línea de envases continúa ganando participación dentro del total de ventas y mantiene un contrato vigente con un cliente de alta relevancia en el sector de manufactura de bebidas. Hacia finales de año, se prevé un crecimiento significativo en esta línea.

Gráfico 5



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A.  
Elaboración: BWR

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.

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 octubre 2025, las ventas locales han representado cerca del 88.1% y las exportaciones el 11.9% de sus ventas. Sus principales destinos de exportación fueron: Perú (62%), Panamá (15%), Bolivia (8%), República Dominicana (7%), Colombia (6%) y otros menores (2%).

Los canales de distribución que utiliza localmente son distribuidores mayoristas, farmacias,

autoservicios e industrial. A octubre 2025 la red de distribuidores constituye el 44.4% de las ventas, las farmacias el 24.5%, autoservicios 13.8%, el segmento industrial 5.5% 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.

#### 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, con una inversión de USD 2.4 millones. En el año 2023 realizó inversiones en acciones en una empresa peruana por USD 1.47 millones.

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 octubre 2025, registra activos por USD 120.04MM, pasivos por USD 59.49MM, patrimonio por USD 60.55MM, ventas por USD 52.07MM y utilidad neta por USD 7.15MM. 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. representa el 30.26% del activo total.

#### ACCIONISTAS Y SOPORTE

A octubre 2025, el patrimonio de Zaimella del Ecuador S.A. es de USD 107.4 millones, de este monto el 28.43% corresponde a capital social.

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

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%
<b>Capital Social</b>		<b>30,535</b>	<b>100.00%</b>

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 es similar respecto al reparto en 2026 del resultado del año 2025.

#### 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 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 con vigencia hasta el año 2026, que cubren transporte interno, vehículos y multirisgo 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 octubre 2024 y octubre 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

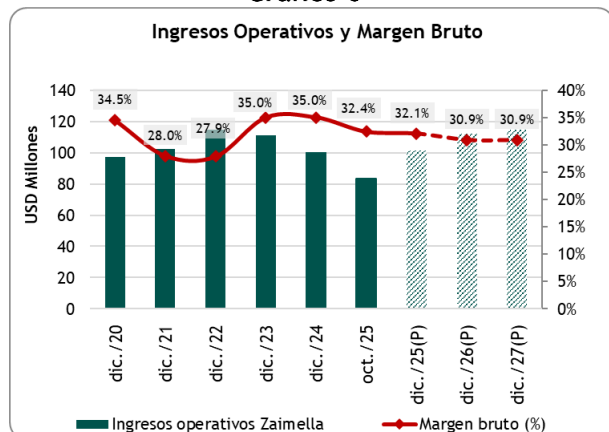
Zaimella es una empresa que históricamente ha mostrado una generación operativa positiva y un margen operativo relativamente estable. Para conseguirlo, la empresa mantiene estrategias comerciales y una constante mejora y diversificación de sus productos, gracias a lo cual sostiene un fuerte posicionamiento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

Las ventas anuales de Zaimella 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. En los años 2023 hasta 2024 se generó una contracción en las ventas que obedeció principalmente a los siguientes 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 la fecha del análisis, las ventas en dólares se reducen ligeramente respecto a octubre 2024 (-0.51%), por la persistente guerra de precios en el mercado altamente competitivo entre marcas locales y extranjeras. 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 del Ecuador 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 en firme con el propósito de generar productos de alta demanda actualmente, tanto en el país como en el exterior, los cuales sustentan el crecimiento esperado.

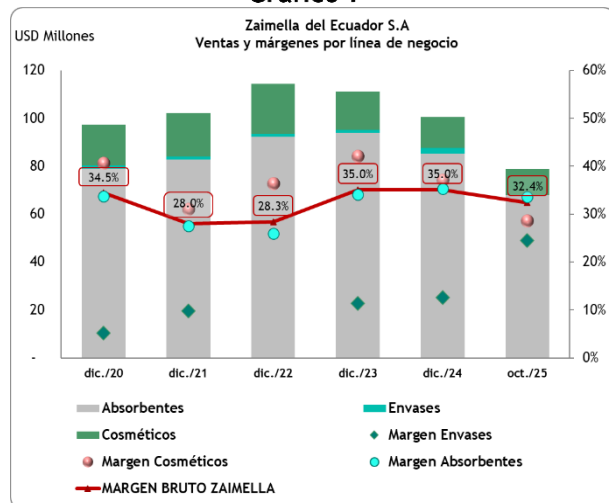
Los supuestos de las proyecciones de la empresa han sido sensibilizados por BWR y, se considera un crecimiento ligero de las ventas para el año 2025 (0.76%), con una perspectiva importante a partir del año 2026 (10.61%) y más estable para el año 2027 (2.5%).

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 gran parte del portafolio de productos de la empresa es de primera necesidad y con productos sustitutos limitados.

Gráfico 7



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A.  
Elaboración: BWR

A la fecha de análisis, la división de absorbentes aporta el mayor volumen de facturación; no obstante, el margen bruto presenta un crecimiento desacelerado y se espera que mantenga esta tendencia hacia finales de año. El mayor aporte a los márgenes porcentuales proviene de la línea de envases, siendo la única que registra un crecimiento sostenido y que se proyecta conservar en el largo plazo.

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.

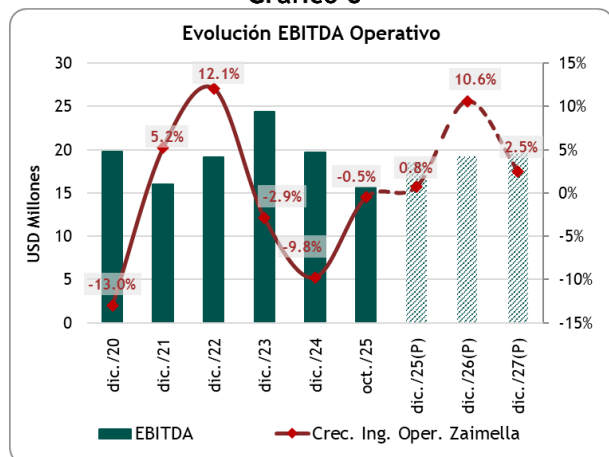
En el año 2024 el crecimiento del gasto operativo fue de 7.12%. A octubre 2025 este presenta un menor crecimiento interanual (2.7%) y según nuestras proyecciones apuntan un decrecimiento mayor del gasto operativo de aproximadamente 6.11% en 2025, y posteriormente, un repunte en el crecimiento en 5.14% promedio en los dos siguientes años. La variación obedece a la planificación de campañas de publicidad, patrocinios y gasto de personal comercial.

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, entre otros factores mencionados anteriormente.

Gráfico 8



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

A octubre 2025, se observa un EBITDA positivo, aunque menor al año anterior, nuestras proyecciones ajustadas consideran la misma tendencia de crecimiento hasta cierre de año, y en los años posteriores una tendencia alineada al comportamiento de sus ventas proyectadas, que permitirían mantener la estabilidad en la generación operativa.

Por otra parte, el ROA y ROE a la fecha de corte son de 7.49% y 12.25% respectivamente. En ambos casos, los indicadores se 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	oct./25
Total Activo Corriente	60.3%	60.6%	68.2%	69.6%	50.5%
Fondos Disponibles	15.0%	11.5%	11.8%	6.9%	4.2%
ersiones corto plazo	0.0%	2.5%	23.4%	28.9%	17.4%
CxC Comerciales	20.6%	22.3%	17.4%	17.7%	14.0%
Inventarios Neto	17.7%	19.0%	14.2%	11.9%	9.2%
Gastos anticipados	6.9%	5.4%	1.5%	4.0%	4.6%
Total Activo No Corriente	39.7%	39.4%	31.8%	30.4%	49.5%
Propiedad, planta y equipo	37.0%	34.5%	27.5%	27.3%	18.9%
Inversiones Emp. Relac.	2.4%	4.5%	3.9%	2.7%	30.3%
Otros activos	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

PASIVO Y PATRIMONIO	dic./21	dic./22	dic./23	dic./24	oct./25
Total Pasivo Corriente	29.4%	29.1%	29.5%	29.6%	36.5%
Deuda Financiera CP	11.3%	11.7%	14.0%	13.5%	23.8%
Deuda Comercial	13.0%	12.4%	10.6%	10.6%	7.5%
Otros Pasivos CP	5.0%	5.0%	4.9%	5.5%	5.3%
Total Pasivo LP	3.2%	2.4%	2.1%	2.3%	7.7%
Deuda Financiera LP	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%
Otros pasivos LP	3.2%	2.4%	2.1%	2.3%	2.0%
PATRIMONIO	67.5%	68.5%	68.3%	68.1%	55.8%
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A.  
Elaboración: BWR

A octubre 2025, los activos de la empresa (USD 192.50MM) en su mayor parte son de naturaleza operativa. En función de su clasificación contable el 50.5% tendría una recuperación esperada de un año o menos, por lo que podrían ser liquidados en el corto plazo. El 21.6% corresponde a fondos disponibles e inversiones de corto plazo. A lo largo de los dos últimos años, las inversiones han tenido una importante participación, y al periodo de análisis, las inversiones se encuentran en entidades financieras privadas con calificación de alta calidad crediticia dentro de la escala nacional.

El stock de inventarios se regularizó paulatinamente luego del crecimiento extraordinario del año 2022, y a la fecha de corte, los inventarios alcanzan una participación de 9.2%. 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 llegar a los 91 días de inventarios, tomando en consideración que los periodos de abastecimiento de materia prima importada 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.

La cartera está relacionada directamente al giro del negocio. Dada la disminución de ventas al corte, la participación también se contrae (14%). En cuanto a los días de cuentas por cobrar se encuentra en 97 días a la fecha de corte.

La empresa califica el riesgo de sus clientes y las ratios de pérdidas crediticias esperadas, y con base en 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 0.042% de las cuentas cobrar comerciales y relacionadas.

En el Activo No Corriente, la cuenta de Inversiones se compone mayormente de las acciones de la compañía panameña Pinula Holdings INC. (USD 54.24MM) adquirida desde inicios del 2025.

La empresa mantiene una sólida posición patrimonial dado los resultados positivos acumulados y niveles de endeudamiento adecuados con terceros, lo que refleja solvencia y una posición conservadora respecto al manejo financiero de la organización.

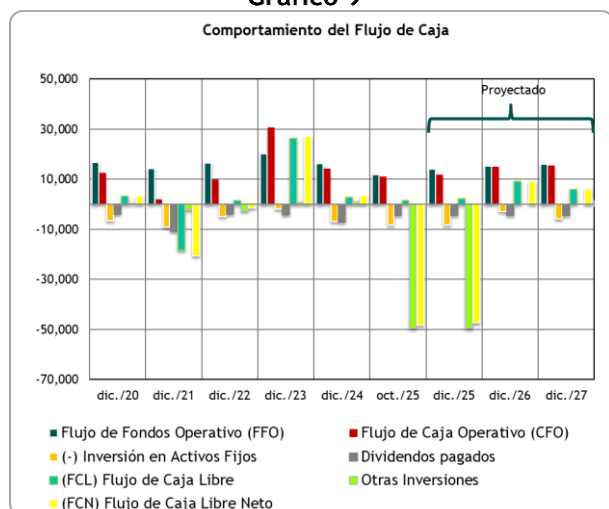
#### Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

En los años analizados, la empresa ha logrado una generación operativa sólida que le ha permitido cubrir sus requerimientos de capital de trabajo. Por otro lado, dada la importante inversión en acciones en el presente año, se requirió nuevo financiamiento.

El emisor ha presentado una amplia flexibilidad financiera a lo largo del tiempo y sus inversiones han sido adecuadamente planificadas y ejecutadas 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



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

Históricamente los días de cobro a clientes se han ubicado cerca de 85 días en promedio. En dic 2024

cerró en 94 días y a octubre 2025 subió a 97 días, debido a las ventas nacionales en algunos canales con los que se tienen condiciones más holgadas. Se espera que al cierre año del 2025 la rotación de las cuentas por cobrar alcance 104 días.

Con relación al nivel de inventario, se espera que este cubra 91 días de ventas a fin de año, aunque en los últimos cuatro años se ha ubicado en promedio en 99 días. A diciembre 2024, la empresa cerró con un indicador de 97 días y a octubre 2025 se ubicó en 94 días debido a la compra de materia prima en el exterior para garantizar la producción establecida.

Con respecto a las cuentas por pagar, a diciembre 2024 llegó a 87 días y se espera que a fin de año alcance 77 días debido al pago de algunas cuentas por abastecimiento de inventarios a fin de año. Se espera que los días se mantengan en los siguientes años por debajo al cierre del 2024. Hasta octubre 2025 se ubicó en 76 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.

A la fecha de corte el CFO alcanzó un resultado positivo de USD 11.1 millones, que en conjunto con USD 3 millones de ingresos no operativo, cubrió tanto las necesidades de capital de trabajo, como el pago de dividendos y las inversiones en CAPEX. Sin embargo, las inversiones en otros negocios realizadas en el presente año son superiores al flujo de caja libre (FCL), por lo que se requirió acudir a recursos de terceros y al uso de parte de su excedente de liquidez para cubrir dichas necesidades.

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 -48.26MM. Este requerimiento ha sido cubierto parcialmente (USD 11.49MM) con sus propios recursos líquidos y el valor restante por el saldo de la deuda por USD 36.77MM.

Las inversiones en CAPEX previstas para el año 2025 alcanzan USD 8.4MM, que corresponden principalmente a la adquisición en ciertos activos fijos, que incluyen nuevas inversiones en maquinaria para ampliar la planta de producción de envases. Para los años 2026 y 2027 se ha considerado un promedio de USD 5.8MM 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 tangible<sup>16</sup> adecuado. 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 4.45MM en promedio.

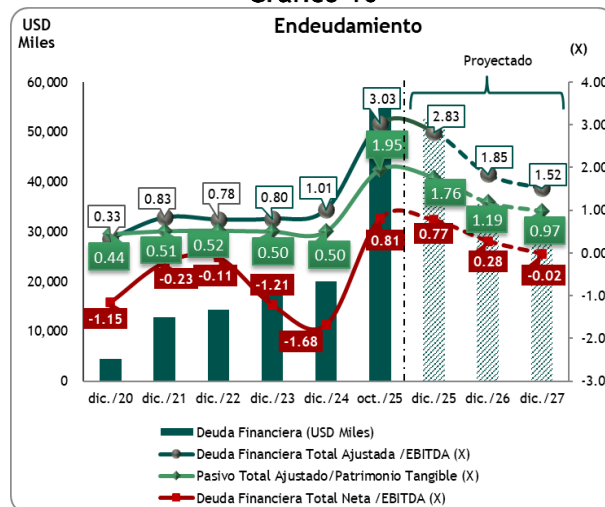
Hasta el cierre del año en curso, esperamos que la generación operativa del emisor mejore y permita disminuir la deuda de corto plazo vigente a octubre-2025; de igual forma para los siguientes años esperamos que el flujo operativo cubra los requerimientos de capital de trabajo acordes al crecimiento 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 a alrededor de USD 58MM, considerando el programa de papel comercial en circulación de USD 25MM (aprobado en junio 2025), el saldo del octavo programa (USD 17.8MM) aprobado en abril 2024 y la deuda vigente de largo plazo en el sistema financiero. Para el 2026 y 2027 esperamos que la deuda siga disminuyendo paulatinamente.

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 relevantemente a 3.03 veces debido al saldo de la deuda financiera en el corto plazo y a un EBITDA coyunturalmente presionado, por las razones analizadas anteriormente. Esta relación continuará a finales del 2025 y posteriormente irá bajando para los siguientes años en función a la cancelación de los programas en circulación tomados en el corto plazo.

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

Gráfico 10



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

Para finales del año 2025 se estima que el indicador de deuda llegue a 3.12 veces, y en los siguientes años siga reduciéndose paulatinamente hasta 1.61 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 octubre 2025 se reduce a 0.81 veces y al final del 2025 este podría subir hasta 1.06 veces, considerando el nivel actual 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

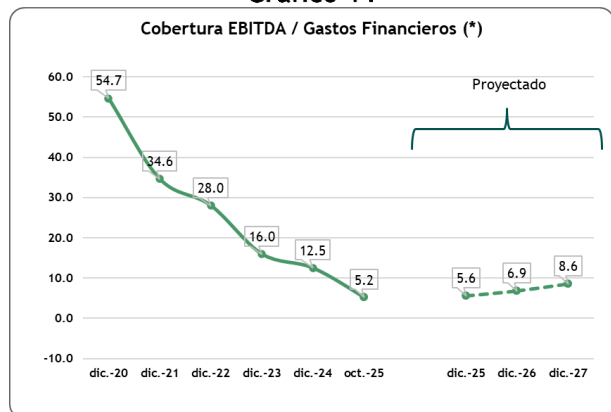
Históricamente el gasto financiero de la empresa con relación al EBITDA no ha sido significativo, lo cual refleja la alta flexibilidad financiera por parte de la empresa.

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 a 5.16 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

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

asumido, sigue siendo sólida, a lo que se suma el nivel adecuado de fondos disponibles que mantiene el emisor.

Gráfico 11



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

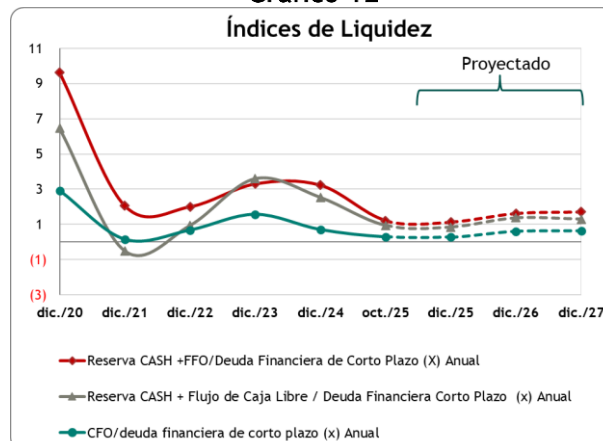
Con corte octubre 2025, Zaimella mantiene fondos disponibles por USD 8.18MM e inversiones líquidas por USD 33.5MM. La Compañía requiere una caja mensual de aproximadamente USD 5MM para su operatividad normal, pero proyecta mantener excedentes en los próximos años como estrategia defensiva ante los riesgos del entorno y previsiva para el pago de sus obligaciones de corto plazo con el mercado de valores y oportunidades estratégicas que se presenten.

Con respecto a la estructura de la deuda financiera, parte de la tomada en este año tiene una estructura de corto plazo por los programas en circulación y el largo plazo que se viene amortizando con normalidad 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 nivel de endeudamiento controlado, la estructura de su deuda financiera 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 un banco internacional 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 74.05MM, de las cuales el 71.40% están disponibles.

Gráfico 12



Fuente: Zaimella del Ecuador 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	oct./25			
Activo Ajustado (USD M)	128,716			
Activo Total (USD M)	192,501			
octubre/25				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acumulado (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	8,141	8,141	15.81
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	8,141	15.81
3era	Deuda sin garantía específica de balance	76,947	85,088	1.51
<b>TOTAL</b>		<b>85,088</b>	<b>85,088</b>	<b>1.51</b>

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 1.51 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, 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 49.5% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El restante corresponde a inversiones en acciones en empresas relacionadas que fortalecen la posición de empresa en el mercado internacional (30.3% a octubre 2025) y el corresponde a activo fijo (18.9% a octubre 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 las dos emisiones corporativas 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 1.51.
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 2.01 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 los reemplace en virtud de las disposiciones estatutarias.

Por otro lado, en los programas de papel comercial calificados se definieron los siguientes límites de endeudamiento financiero, que deben ser calculados anualmente en cada período fiscal:

- Programa de USD 20.0MM: será hasta 2 veces el patrimonio.
- Programa de USD 25.0MM: será hasta 75% del activo de esta.

En el último año fiscal cerrado (2024), estos indicadores fueron de 0.20 veces y 13.5%, respectivamente.

El monto total de los programas calificados que se encuentran vigentes representa el 42.0% del patrimonio de Zaimella a octubre 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:

- Programa de USD 20.0MM: maquinaria y equipo (USD 10MM) y cuentas por cobrar a clientes nacionales (USD 10MM) de la presente emisión de obligaciones de corto plazo.
- En el caso del programa por USD 25MM: cobrar a clientes nacionales (USD 13MM), inventario materia prima (USD 4MM) y terminado (USD 3MM), terreno (USD 2MM) y edificios (USD 3MM).

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.

Según la confirmación de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil dentro de los últimos meses se han efectuado negociaciones de títulos en el mercado secundario perteneciente a la novena emisión, programa de papel comercial 2025:

Fecha	# Días Negociados	# Transacciones	Monto Negociado (USD)	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
sep-25	1	1	500,000	22	4.5%

A la fecha de análisis, no se registra negociaciones del programa de papel comercial 2024.

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. Actualmente la empresa mantiene dos emisiones vigentes que se analizan en el presente informe.

ZAIMELLA DEL ECUADOR S.A.						PROYECCIONES BWR		
(Miles de USD)	dic./21	dic./22	dic./23	dic./24	oct./25	dic./25	dic./26	dic./27
<b>Resumen Balance</b>								
Caja y Equivalentes de Caja	16,918	17,020	49,152	53,145	41,657	38,358	30,151	30,151
Cuentas por Cobrar Comerciales	23,224	27,149	24,399	26,286	26,910	29,186	31,086	31,226
Inventarios	19,969	23,091	19,798	17,662	17,703	17,377	19,550	20,038
Activos fijos	41,647	42,039	38,425	40,535	36,386	35,640	34,161	35,682
Otros Activos	10,858	12,536	8,065	10,766	69,845	67,837	65,652	65,652
<b>Total Activos</b>	<b>112,616</b>	<b>121,834</b>	<b>139,840</b>	<b>148,395</b>	<b>192,501</b>	<b>188,398</b>	<b>180,600</b>	<b>182,749</b>
Cuentas por Pagar Proveedores	14,665	15,097	14,881	15,766	14,353	14,731	16,572	16,987
Deuda Financiera Total	12,780	14,287	19,531	19,992	56,762	52,681	35,533	29,779
Deuda Financiera Corto Plazo	12,780	14,287	19,531	19,992	45,812	41,700	24,722	23,942
Deuda Financiera Largo Plazo	0	0	0	0	10,951	10,981	10,811	5,837
Otros Pasivos	9,198	8,996	9,872	11,511	13,973	12,010	12,509	13,008
<b>Total Pasivos</b>	<b>36,644</b>	<b>38,380</b>	<b>44,284</b>	<b>47,268</b>	<b>85,088</b>	<b>79,422</b>	<b>64,614</b>	<b>59,774</b>
Patrimonio	75,973	83,454	95,556	101,127	107,412	108,976	115,985	122,976
Contingentes	500	670	0	0	0	0	0	0
<b>Resumen de Resultados</b>								
Ventas	102,289	114,628	111,308	100,447	83,490	101,215	111,952	114,751
Costo de ventas	-73,675	-82,697	-72,319	-65,272	-56,432	-68,766	-77,362	-79,296
Otros ingresos operativos	0	0	0	0	0	0	0	0
Egresos operativos	-16,627	-18,697	-18,909	-20,256	-15,632	-19,018	-20,496	-21,009
<b>EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>11,987</b>	<b>13,234</b>	<b>20,080</b>	<b>14,919</b>	<b>11,426</b>	<b>13,431</b>	<b>14,093</b>	<b>14,446</b>
Gasto Financiero del período	-463	-683	-1,529	-1,578	-3,030	-3,325	-2,802	-2,286
Impuestos a la renta	-1,926	-1,986	-2,665	-1,778	-833	-1,192	-1,283	-1,420
<b>RESULTADO NETO DE LA GESTION</b>	<b>9,284</b>	<b>11,250</b>	<b>16,088</b>	<b>12,549</b>	<b>10,641</b>	<b>12,205</b>	<b>11,509</b>	<b>11,491</b>
Otros resultados integrales	0	232	153	107	0	0	0	0
<b>RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO</b>	<b>9,284</b>	<b>11,482</b>	<b>16,241</b>	<b>12,656</b>	<b>10,641</b>	<b>12,205</b>	<b>11,509</b>	<b>11,491</b>
<b>Resumen Flujo de Caja</b>								
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>16,031</b>	<b>19,162</b>	<b>24,420</b>	<b>19,719</b>	<b>15,625</b>	<b>18,595</b>	<b>19,258</b>	<b>19,610</b>
(-) Gasto Financiero del período	-463	-683	-1,529	-1,578	-3,030	-3,325	-2,802	-2,286
(-) Impuesto a la renta del período	-1,299	-2,045	-2,723	-1,862	-833	-1,192	-1,283	-1,420
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>14,269</b>	<b>16,434</b>	<b>20,168</b>	<b>16,279</b>	<b>11,762</b>	<b>14,079</b>	<b>15,173</b>	<b>15,904</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	-12,310	-6,756	10,582	-2,167	-659	-2,406	-232	-401
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>1,960</b>	<b>9,678</b>	<b>30,750</b>	<b>14,111</b>	<b>11,103</b>	<b>11,673</b>	<b>14,941</b>	<b>15,503</b>
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	1,526	2,584	3,674	3,078	3,291	1,500	751
(-) 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	0	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	-8,407	-8,407	-3,000	-6,000
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>-18,403</b>	<b>1,353</b>	<b>26,230</b>	<b>2,561</b>	<b>1,419</b>	<b>2,201</b>	<b>8,941</b>	<b>5,754</b>
<b>VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA</b>	<b>8,273</b>	<b>1,507</b>	<b>5,244</b>	<b>461</b>	<b>36,770</b>	<b>32,689</b>	<b>-17,148</b>	<b>-5,754</b>
<b>OTRAS INVERSIONES NETO</b>	<b>-2,339</b>	<b>-2,759</b>	<b>660</b>	<b>971</b>	<b>-49,678</b>	<b>-49,678</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>	<b>-12,469</b>	<b>102</b>	<b>32,133</b>	<b>3,993</b>	<b>-11,489</b>	<b>-14,787</b>	<b>-8,207</b>	<b>0</b>
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)</b>	<b>29,387</b>	<b>16,918</b>	<b>17,020</b>	<b>49,152</b>	<b>53,145</b>	<b>53,145</b>	<b>38,358</b>	<b>30,151</b>
<b>Indicadores</b>								
Patrimonio Tangible	72,868	75,126	88,707	94,402	43,628	45,181	54,375	61,365
% crecimiento en ventas	5.20%	12.06%	-2.90%	-9.76%	-0.51%	0.76%	10.61%	2.50%
MARGEN EBIT (%)	11.72%	11.55%	18.04%	14.85%	13.69%	13.27%	12.59%	12.59%
MARGEN EBITDA (%)	15.67%	16.72%	21.94%	19.63%	18.72%	18.37%	17.20%	17.09%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	31.84	25.04	14.19	11.32	4.88	5.23	6.42	7.96
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	34.65	28.04	15.97	12.50	5.16	5.59	6.87	8.58
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	34.65	28.04	15.97	12.50	5.16	5.59	6.87	8.58
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.83	0.78	0.80	1.01	3.03	2.83	1.85	1.52
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	(0.23)	(0.11)	(1.21)	(1.68)	0.81	0.77	0.28	(0.02)
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	14.88%	15.20%	16.97%	16.51%	34.57%	32.59%	23.45%	19.49%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	2.05	1.99	3.29	3.22	1.22	1.14	1.63	1.71
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.15	0.68	1.57	0.71	0.29	0.28	0.60	0.65
Reserva en CASH+líneas 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	0.95	0.85	1.38	1.29
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	(0.69)	0.74	3.64	2.58	(0.35)	(0.34)	1.38	1.29

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.