

Ecuador
Papel Comercial
Segundo seguimiento

Zaimella del Ecuador S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	jun-2025	dic-2025	jun-2026
Programa de Papel Comercial 2025	AAA	AAA	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./24	dic./25	may./26
Activos	148.4	192.8	167.4
Ventas	100.4	100.8	44.5
Margen EBITDA (%)	19.63%	18.22%	20.88%
ROE (%) *	12.76%	11.46%	13.85%
Deuda / capitalización (%)	16.51%	34.38%	26.14%
CFO / Deuda Fin CP (X)	0.71	0.18	0.60
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	2.54	0.77	0.47
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	1.01	3.10	1.68
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)	1.23	4.28	2.15

* Indicador anualizado para may-26

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 **mantener la calificación “AAA” al Programa de Papel Comercial del 2025**, 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 por su alta calidad. Además, se considera positiva su diversificación en ventas, a nivel local y por las exportaciones a distintos países. El emisor mantiene el enfoque en la adecuada relación precio-calidad de sus productos.

Generación y márgenes de operación variables. La generación operativa del emisor es positiva, a pesar de la constante competencia por la oferta de productos a precios bajos. Esto ha hecho que la Compañía ajuste sus márgenes de utilidad bruta hasta el año 2025. Para 2026, las estrategias comerciales de la Compañía estarán enfocadas en fortalecer determinados canales de distribución y potenciar aquellas líneas de negocio que presentan mayores niveles de rentabilidad. A mayo-2026, el flujo de operación es positivo y cubre las inversiones en CAPEX y parte de los dividendos a los accionistas.

Endeudamiento controlado y liquidez adecuada. En 2025, el emisor adquirió la mayoría accionarial de la empresa panameña Pinula Holdings, que fue financiada con mayor endeudamiento y, en menor proporción, con recursos propios. A la fecha de corte, la empresa ha utilizado parte de sus excedentes de efectivo para disminuir nuevamente su deuda financiera. Esperamos que la cobertura del EBITDA con la deuda financiera neta de efectivo y equivalentes, se mantenga por debajo de la unidad, y por tanto, que el emisor continúe manteniendo una flexibilidad financiera importante.

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 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 2.50% para el año 2026, 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.

Indicador	2022	2023 (p)	2024 (p)	2025 (p)	2026 (proy)
Producto Interno Bruto (PIB)	5.87%	1.83%	-1.94%	3.73%	2.50%
Exportaciones	7.85%	0.82%	0.79%	6.45%	3.20%
Importaciones	9.55%	0.07%	1.46%	3.92%	2.10%
Consumo final Gobierno	1.39%	1.84%	0.27%	0.04%	1.00%
Consumo final Hogares	6.00%	3.63%	-1.65%	2.74%	2.10%
Formación Bruta de Capital Fijo	9.19%	0.13%	-2.01%	5.58%	3.30%

Fuente: BCE
Elaboración: BWR

Según los datos publicados por el BCE en marzo 2024, la economía ecuatoriana registró un crecimiento interanual de 3.40% en el cuarto trimestre de 2025. Este desempeño estuvo impulsado principalmente por la recuperación del consumo de los hogares (+2.94%) y al mayor dinamismo de las exportaciones no petroleras (+13.76%).

A nivel sectorial, 16 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 marzo 2026, esta cerró en 2.33%, con un incremento de 2.02 p.p. respecto al mismo mes del 2025, cuando se ubicó en 0.31%, esto como resultado de subsidios temporales que se otorgaron al inicio del año 2025 por la crisis energética. Adicionalmente, la canasta básica cerró con un costo de USD 829.38, presentando un incremento de USD 28.78 frente a marzo 2025.

Por otro lado, en el año 2025 y lo transcurrido del año 2026 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 corte de este informe llegó a situarse por debajo de los 500 puntos, siendo este su menor nivel en los últimos años.

En cuanto a la situación fiscal, en primer trimestre del año 2026 el SRI alcanzó una recaudación de USD 5,881 millones, lo que representa un incremento del 9.2% con respecto a marzo 2025. El incremento del ingreso por IVA en 16.21% con respecto al mismo periodo del 2025 permitió que la recaudación de este impuesto alcanzara USD 3,090 millones. Adicionalmente, la recaudación de impuesto a la renta aumento un 16.75% y la recaudación por ISD presenta un incremento

marginal de 10.4%¹. 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.

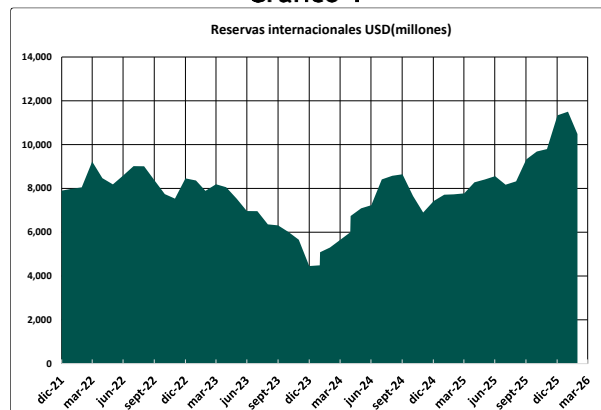
A marzo 2026, el sector petrolero continúa con la tendencia decreciente, la producción petrolera estatal aumento y la privada disminuyó. La caída en la producción del año 2025 fue causada por emergencias operativas en los campos, mantenimientos programados de varias instalaciones y fenómenos naturales.

Por otro lado, la calificación de riesgo crediticio de largo plazo del país otorgada por Fitch Ratings subió a B- en febrero 2026, como resultado de menores necesidades de financiamiento, regreso exitoso a los mercados financieros, una mejora en la estructura de la deuda, incremento de las reservas internacionales y a una economía más estable.

Fitch considera que Ecuador pasó de una situación de estrés financiero inmediato a una de mayor estabilidad y acceso a financiamiento, aunque sigue siendo un crédito de alto riesgo. Adicionalmente, en noviembre 2025 Fitch también 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 pago².

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, en noviembre 2025 la asamblea aprobó 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 5,413MM (3.9% del PIB), que es inferior al déficit del 4.4% del año 2025³. El presupuesto total asciende a USD 46,255MM, con más del 60% 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 millones⁴. 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 continúa ajustándose en un entorno caracterizado por la moderación de la inflación, condiciones financieras aún restrictivas y persistente incertidumbre geopolítica y comercial. De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, el crecimiento global se ubicó en 3,3% en 2024 y 3,2% en 2025, y se proyecta una leve recuperación hacia 3,3% en 2026 y 3,2% en 2027, reflejando una mayor resiliencia de la actividad económica respecto a lo anticipado previamente. Este desempeño continúa por debajo del promedio histórico de largo plazo, con

¹ <https://www.sri.gob.ec/o/sri-portlet-biblioteca-alfresco-internet/descargar/53732ec1-c721-4bd3-ad25-b08cc5d43d16/Infograf%C3%ADa%20-%20Principales%20Resultados.pdf>

² <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-upgrades-ecuador-lt-instruments-at-b-assigns-recovery-rating-of-rr3-removes-uco-21-11-2025>

³ <https://www.primicias.ec/economia/daniel-noboa-proforma-presupuesto-asamblea-nacional-108332/>

⁴ <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/ecuador-recurrira-deuda-sostener-presupuesto-2026/>

una expansión moderada en las economías avanzadas, cercana al 1,5%-1,7%, afectadas por condiciones monetarias restrictivas y baja productividad, mientras que las economías emergentes y en desarrollo mantienen un crecimiento superior al 4%, impulsadas principalmente por Asia. La inflación global ha seguido una trayectoria descendente como resultado de la normalización de las cadenas de suministro y de políticas monetarias contractivas, aunque persisten presiones en el componente de servicios y divergencias entre países. No obstante, el Banco Mundial advierte que los riesgos a la baja continúan siendo relevantes, incluyendo tensiones geopolíticas, fragmentación del comercio internacional, elevados niveles de endeudamiento público y vulnerabilidades en el sistema financiero.

En este contexto, los organismos internacionales subrayan la importancia de fortalecer la credibilidad de las políticas macroeconómicas mediante marcos fiscales sostenibles, políticas monetarias prudentes e instituciones sólidas. La resiliencia observada en varias economías emergentes responde, en parte, a mejoras en sus fundamentos macroeconómicos, incluyendo una mayor acumulación de reservas internacionales y regímenes monetarios más creíbles, lo que ha contribuido a mitigar presiones cambiarias. Sin embargo, el creciente uso de políticas industriales orientadas a fortalecer sectores estratégicos plantea desafíos en términos de eficiencia, sostenibilidad fiscal y potenciales distorsiones en el comercio internacional. En conjunto, el entorno global continúa demandando la implementación de reformas estructurales que impulsen el crecimiento potencial, refuercen la estabilidad macroeconómica y fortalezcan la capacidad de respuesta ante shocks externos.

Economía Latinoamericana

La economía de América Latina y el Caribe mantiene un crecimiento bajo y heterogéneo en un contexto global desafiante. De acuerdo con la CEPAL⁵ la región creció aproximadamente 2,2% en 2024 y se proyecta una desaceleración a 1,8% en 2025, reflejando limitaciones estructurales y un entorno externo menos favorable. Esta dinámica es consistente con estimaciones del Fondo Monetario Internacional, que también apuntan a un crecimiento moderado y por debajo de otras regiones emergentes. En materia de precios, la inflación regional ha continuado descendiendo desde los niveles elevados observados en 2022-

2023, como resultado de políticas monetarias restrictivas, la normalización de los precios internacionales y menores presiones de demanda, aunque con trayectorias diferenciadas entre países. No obstante, en varias economías la inflación subyacente, especialmente en servicios, muestra mayor persistencia, en línea con lo señalado por el Fondo Monetario Internacional.

Sin embargo, la región continúa enfrentando desafíos estructurales significativos. El bajo crecimiento potencial, la limitada inversión y la débil productividad siguen condicionando el desempeño económico. A esto se suman riesgos externos asociados a la desaceleración del comercio global, la fragmentación geoeconómica y la volatilidad de los mercados financieros internacionales. Asimismo, persisten vulnerabilidades fiscales, caracterizadas por elevados niveles de deuda y reducidos espacios de política, lo que podría amplificar el impacto de mayores costos de financiamiento, particularmente en economías con marcos institucionales más frágiles. En este contexto, los organismos internacionales coinciden en la necesidad de fortalecer la credibilidad de las políticas macroeconómicas, consolidar las finanzas públicas y avanzar en reformas estructurales orientadas a dinamizar la inversión, mejorar la productividad y aumentar la resiliencia frente 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, preferencias de consumo de los hogares, avances tecnológicos y una creciente conciencia sobre la sostenibilidad ambiental.

El mercado en el segmento de pañales para bebés constituye el núcleo de la industria de productos absorbentes. El mercado global de pañales para bebés se sitúa en un rango aproximado de USD 50-90 mil millones en 2025, con proyecciones que lo ubican entre USD 130 y 165 mil millones hacia 2032-2035, lo que implica una tasa de crecimiento anual compuesta cercana al 5-6% en la próxima década⁶. A nivel de dominancia regional, el mayor mercado es Asia Pacífico y las regiones de más

⁵ https://www.cepal.org/es/publicaciones/84460-balance-preliminar-economias-america-latina-caribe-2025?utm_source=chatgpt.com

⁶ <https://www.gminsights.com/es/industry-analysis/baby-diapers-market>

<https://straitresearch.com/es/report/baby-diapers-market>

rápido crecimiento son América del Norte y Europa.

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 registró ventas por USD 14.81 mil millones en 2025⁷ y se proyecta que alcance USD 15.87 mil millones al cierre de 2026. Asimismo, se estima que mantendrá una trayectoria de crecimiento sostenido hasta situarse en USD 25.15 mil millones para 2033⁸.

El mercado de pañitos húmedos presenta también cifras positivas, se estiman ventas alcanzadas alrededor de USD 24.1 mil millones en 2025 con una proyección de USD 35.4 mil millones para 2034⁹, que representaría una tasa de crecimiento anual compuesta entre un 4% a 5%.

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 Asia, compañías como Unicharm Corporation (MamyPoko) y Kao Corporation desempeñan un papel central, ofreciendo amplios portafolios de productos de cuidado personal y líneas de pañales que incorporan innovaciones en confort, delgadez y soluciones más sostenibles. En conjunto, estos actores líderes concentran una proporción significativa del mercado mundial, apoyados en inversiones intensivas en investigación y desarrollo, marketing global y la optimización de complejas cadenas de suministro internacionales¹⁰.

Según la última información internacional de las ventas por distribución geográfica, Asia-Pacífico se consolida como la región de mayor peso en el mercado global de pañales para bebé gracias a su elevada natalidad, rápida urbanización y aumento del ingreso disponible. En el año 2025, esta región cerraría con el 41% del mercado global de pañales para bebés, seguida de Norteamérica con el 26% y Europa con el 20% hacia finales de 2025¹¹.

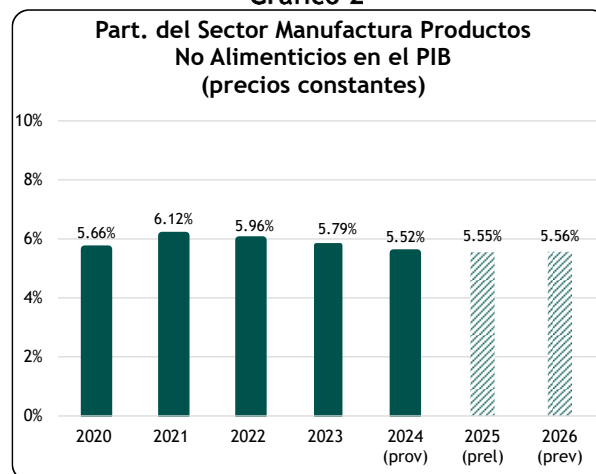
A nivel internacional, la estructura de costos en la manufactura de productos absorbentes está

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 1,432 y USD 1,558 por tonelada métrica según la región¹² hasta el mes de abril del 2026.

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 5.56% a finales del año 2026 según la proyección actualizada del Banco Central del Ecuador, muy cerca a la participación al año anterior, bajo el análisis de precios constantes.

Gráfico 2



Fuente: BCE
Elaboración: BWR

En término de variación interanual, se proyecta que la industria manufacturera de productos no alimenticios crezca un 2.12% en 2026, en línea con la evolución esperada del PIB (1.93%) y del consumo de los hogares (2.13%). Este desempeño refleja una desaceleración respecto al año

⁷ <https://www.marketsandmarkets.com/Market-Reports/incontinence-care-products-ipc-market-71950351.html>

⁸ <https://www.coherentmarketinsights.com/market-insight/adult-incontinence-products-market-2290>

⁹ <https://www.gminsights.com/es/industry-analysis/wipes-market>

¹⁰ <https://www.skyquestt.com/report/baby-diapers-market/companies>

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

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

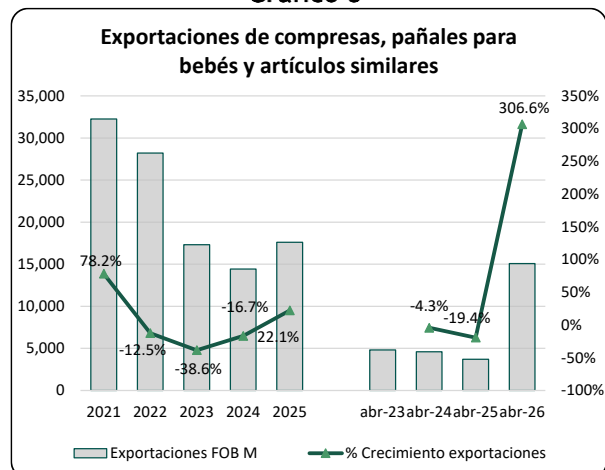
anterior, cuando la economía registró un crecimiento de 3.73%, mientras que la industria manufacturera y el consumo de los hogares alcanzaron expansiones de 4.23% y 2.74%, respectivamente.

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 11,959 toneladas métricas durante el año 2025, que representó USD 50.5 millones en términos FOB según las cifras de COMEX del Banco Central del Ecuador. En cifras acumuladas, de enero a abril 2026, de la misma materia prima se importó 2,934 toneladas métricas, cifra menor en comparación al mismo período del 2024 (3,283 TM), efecto similar en término de dólares FOB, que representó una disminución del 6.03% anual según las cifras de COMEX del Banco Central del Ecuador.

Por el lado de las exportaciones de este grupo, tras el fuerte crecimiento registrado en 2021, se observaron variaciones interanuales negativas durante los años posteriores. No obstante, a partir de 2024 se evidenció una recuperación gradual, la cual se consolidó en 2025 con el retorno a tasas de crecimiento positivas. En cifras acumuladas hasta abril de 2026, la tendencia favorable se mantiene, lo que sugiere la posibilidad de que esta dinámica continúe durante el resto del año. Asimismo, en términos de volumen, medido en toneladas métricas, las exportaciones registraron un crecimiento significativo, alcanzando un nivel equivalente a 3.07 veces el observado en el 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 31 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.

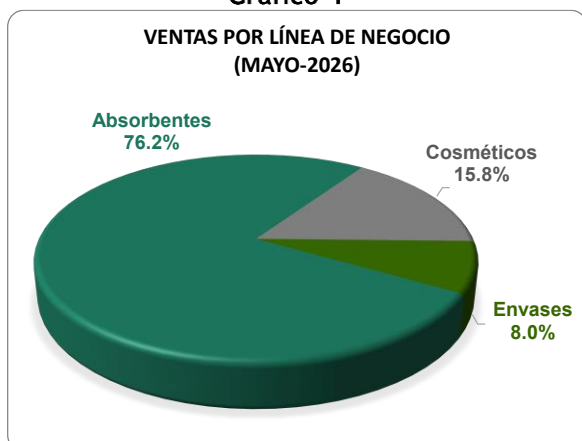
La compañía se ha enfocado en la constante renovación y mejora de sus procesos productivos. Es líder en el mercado en la mayoría de los segmentos en los que participa y se ha mantenido de esta manera por su orientación innovadora soportada en tecnología de punta y la captación de segmentos paralelos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

Dentro de la estructura departamental del emisor, colaboran 536 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 1,418 millones de unidades de productos (17.4% absorbentes, 67.1% cosmética y 15.6% envases). La utilización a mayo 2026 es de 85.0% 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

VENTAS POR LÍNEA DE NEGOCIO
(MAYO-2026)

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

La línea de absorbentes, que comprende pañales para bebés y adultos, toallas sanitarias femeninas y absorbentes para mascotas, constituye el principal negocio del emisor, representando en promedio el 82.2% de las ventas durante los últimos cinco años. Dentro de esta línea, los pañales para bebés corresponden al producto con mayor trayectoria dentro de la Compañía y, juntamente con los pañales para adultos, concentraron el 94% de los ingresos generados por la línea de absorbentes al corte de mayo de 2026.

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 15.4% sobre las ventas totales en los últimos 5 años y 15.8% a mayo 2026. Dentro de esta, los paños húmedos son el principal generador de ingresos de la división.

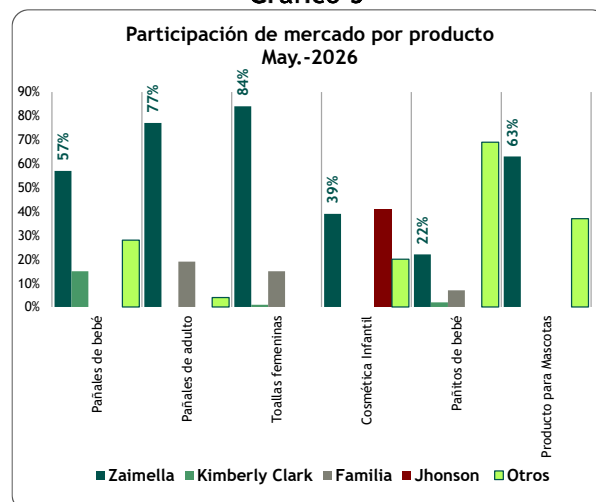
Actualmente cuatro compañías controlan la totalidad del mercado de pañales para bebé en el Ecuador y las dos principales poseen el 72% del mismo. Zaimella se destaca como líder de mercado en este segmento con el 57% de las ventas. De igual manera, en el segmento de pañales para adultos, Zaimella es el participante principal con la venta de sus productos Prudential, con una participación de 77%, y en cosmética infantil a una participación del 39.0% a mayo 2026.

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 adulto. Varias de las estrategias que la empresa ha impulsado desde el año anterior sobre la parte de comercialización ha sido ajustes 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 se ha ido incorporando productos dentro de la línea de negocio de mascotas, que presentan una importante demanda y han presentado una gran 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 directamente de los clientes, reforzamiento de la comunicación con el enfoque de diferenciación y el alto desempeño de los productos introducidos 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 manteniendo contratos relevantes, e incluso con un cliente de alta relevancia en el sector de manufactura de bebidas. A mayo 2026, esta línea alcanzó el 8% de participación en el total de ventas del emisor.

Gráfico 5



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

Para el cierre de 2026, la Compañía prevé mantener diversas estrategias comerciales orientadas a sostener el desempeño de las líneas de absorbentes y cosmética, apoyándose en el fortalecimiento de los canales de distribución existentes y en la incorporación de nuevos canales actualmente en evaluación. Si bien la línea de absorbentes presenta una desaceleración en su ritmo de crecimiento, se espera que dichas iniciativas contribuyan a preservar su posicionamiento y participación de mercado. Por su parte, la línea de envases continuaría mostrando un crecimiento acelerado, en línea con la tendencia observada durante los últimos dos años, respaldada por una creciente demanda del mercado local y por el fortalecimiento de sus capacidades operativas.

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 mayo 2026, las ventas locales han representado cerca del 89.75% y las exportaciones el 10.25% de sus ventas. Sus principales destinos de exportación fueron: Perú (56%), Panamá (19%), Bolivia (10%), Colombia (8%), Guatemala (2.9%), República Dominicana (2.6%), y otros menores (2%).

Los canales de distribución que utiliza localmente son distribuidores mayoristas, farmacias, autoservicios e industrial. A mayo 2026, la red de distribuidores constituye el 38.9% de las ventas, las farmacias el 28.1%, autoservicios 14.9%, el segmento industrial 7.9% 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. (USD 53.67MM) adquirida desde inicios del 2025 según el balance auditado. Adicionalmente en 2025, se considera un incremento en la inversión por USD 2.08MM que proviene de la capitalización de las cuentas por cobrar que mantenía con una empresa relacionada por la transferencia de una maquinaria. 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.

La compra respondió a la estrategia de Zaimella del Ecuador para lograr mayor posicionamiento comercial en Centro América. Con esta transacción Zaimella Ecuador obtuvo 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 35.58% del activo total.

Los estados financieros auditados de Pinula Holding, Inc. y subsidiarias al corte 2025 registran activos por USD 90.47MM, pasivos por USD 51.88MM, patrimonio por USD 38.59MM, y ventas por USD 61.78MM. Dada la incorporación de Grupo Pinula Holdings al Grupo Corporativo Zaimella durante el año 2025, la administración evaluó el tratamiento contable de la plusvalía previamente reconocida en los estados financieros del Grupo como otros gastos que alcanzaron los USD 14.21MM, por lo cual, registró una pérdida neta por USD 3.99MM.

Una vez pasado el efecto contable mencionado, a mayo 2026, Pinula Holding, Inc. y Subsidiarias registra una utilidad neta por USD 4.7MM.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A mayo 2026, el patrimonio de Zaimella del Ecuador S.A. es de USD 105.84 millones, de este monto el 28.85% 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%
DI MELLA SCIFO GIAN CARLO	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%

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

En 2026, la Junta General Extraordinaria de Accionistas autorizó el pago de dividendos sobre las utilidades acumuladas de los años 2021 y 2022 por un total de USD 9.00 millones a la fecha de corte del análisis.

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 2027, 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 2022 al 2025 por la empresa auditora BDO Ecuador, a excepción del año 2024 auditados que fue por la firma PricewaterhouseCoopers 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 mayo 2025 y mayo 2026.

Hemos recibido por parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para los periodos comprendidos entre 2026 y 2028. 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.

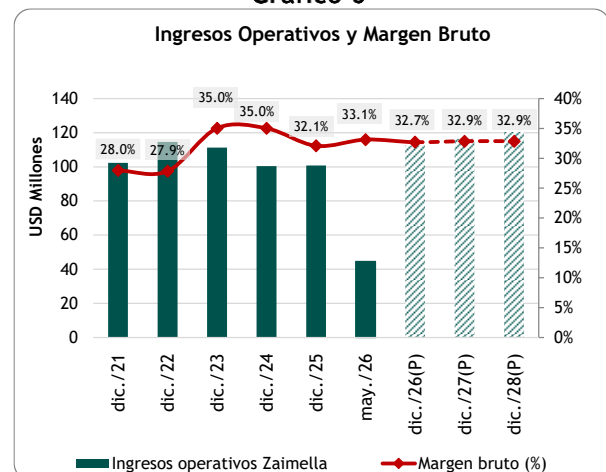
Las ventas anuales de Zaimella han mostrado cierta volatilidad en los años analizados. Posterior a la importante reducción en el año 2020, en los años 2021 y 2022 las ventas se incrementaron en 5.2% y 12.06% respectivamente. En los años 2023 y 2024 se generó una contracción en las ventas que obedeció 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 diciembre 2025, las ventas registraron un crecimiento moderado de 0.37% interanual. El limitado crecimiento respondió principalmente a la reducción del 5.0% en la línea de absorbentes, que constituye la principal fuente de ingresos de la Compañía. Sin embargo, este efecto fue mitigado por el dinamismo de las líneas de cosmética y envases, siendo esta última la de

mejor desempeño al registrar un incremento de USD 3.4MM (+140%) en comparación con 2024.

A la fecha del análisis, las ventas en dólares registran un mayor crecimiento (+11.56%) respecto a mayo 2025, dinamismo que se observa en todas las líneas de negocio. Cabe mencionar que el mercado es altamente competitivo, entre marcas locales y extranjeras. Si bien Zaimella ha logrado mantener el liderazgo en el mercado, se realizan esfuerzos constantes para mantener su participación en las ventas. Parte de sus estrategias han incluido precios más competitivos y la recuperación de un canal importante del negocio. 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

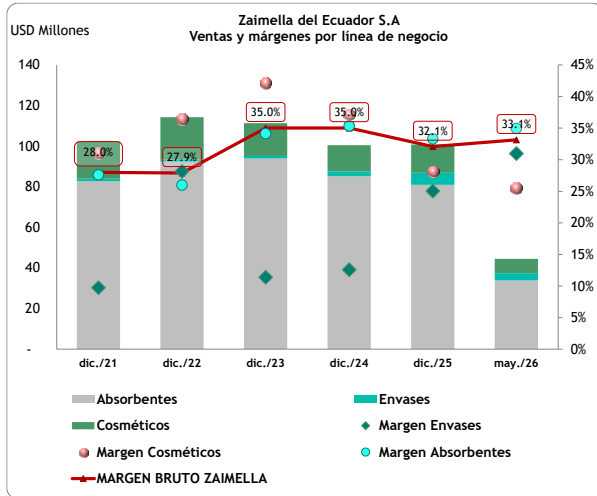
Para los siguientes años, el emisor ha planificado varias estrategias de comercialización con las que buscará impulsar los niveles de ventas en las diferentes líneas de productos. Para el año 2026, cuenta con contratos en firme con el propósito de generar productos de alta demanda actualmente, tanto en el país como en el exterior, los cuales sustentan el crecimiento esperado.

Las proyecciones sensibilizaciones por BWR consideran un crecimiento de las ventas similar al corte para el cierre del año 2026 (11.56%), y un crecimiento conservador para los años 2027 (3.5%) y 2028 (3.1%).

Con respecto al margen bruto, este se contrajo en 2025 debido a las estrategias comerciales del emisor y mayores costos de las materias primas. Si bien para 2026 se prevé estabilidad del precio en la mayor parte de sus materias primas, el margen bruto proyectado es conservador considerando la competencia existente y las estrategias comerciales 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

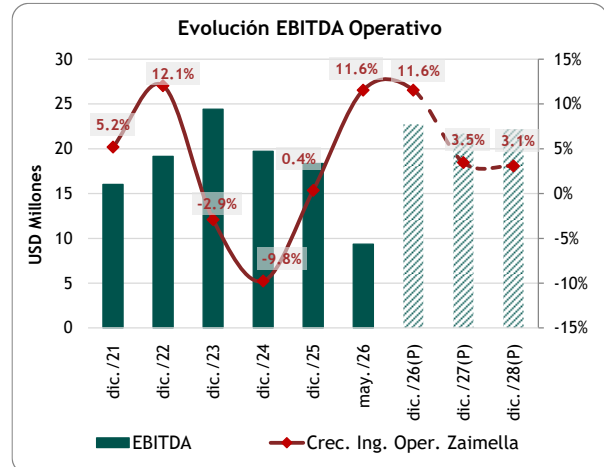
A la fecha de análisis, la división de absorbentes aporta el mayor volumen de facturación. Su margen bruto se recupera ligeramente frente al cierre del año anterior. Si bien esta línea tiene el mejor margen, la línea de envases registra un crecimiento sostenido, tanto en ventas como en rentabilidad, que se proyecta conservar en los siguientes años.

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 2025, el gasto operativo decreció en 6.1% y a mayo 2026 presenta una ligera disminución (-0.1%) frente al registrado en el mismo periodo del año anterior. Hasta fin de año esperamos un crecimiento interanual del gasto operativo de aproximadamente 2.00%, y posteriormente, un repunte de mayor crecimiento (+7.95%) en promedio en los dos siguientes años, en función de las estimaciones del emisor. La variación obedece a la planificación del refuerzo de los canales, gastos en patrocinios y en el gasto de estructura comercial en las líneas con mayor crecimiento.

El EBITDA operativo muestra variaciones que se explican principalmente por los cambios en ventas y 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.

Gráfico 8



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

Luego de registrar contracción en 2024 y 2025, a mayo 2026 se observa un EBITDA superior en 19.21% frente al del mismo periodo del año anterior y esperamos que hasta el cierre de año este porcentaje alcance el 23.1% frente al año precedente, que se reflejará en una mayor generación operativa.

Por otra parte, el ROA y ROE a la fecha de corte son de 8.24% y 13.85% respectivamente. En ambos casos, los indicadores muestran una tendencia de mejora respecto a los niveles históricos y se mantienen en niveles que reflejan una rentabilidad adecuada. Los indicadores proyectados para el año 2026 a 2028 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	dic./25	may./26
Total Activo Corriente	60.3%	60.6%	68.2%	69.6%	50.0%	43.4%
Fondos Disponibles	15.0%	11.5%	11.8%	6.9%	3.8%	5.1%
Inversiones corto plazo	0.0%	2.5%	23.4%	28.9%	17.9%	7.5%
CxC Comerciales	20.6%	22.3%	17.4%	17.7%	13.3%	15.3%
Inventarios Neto	17.7%	19.0%	14.2%	11.9%	10.2%	11.0%
Gastos anticipados	6.9%	5.4%	1.5%	4.0%	4.8%	4.5%
Total Activo No Corriente	39.7%	39.4%	31.8%	30.4%	50.0%	56.6%
Propiedad, planta y equipo	37.0%	34.5%	27.5%	27.3%	18.7%	20.6%
Inversiones Emp. Relac.	2.4%	4.5%	3.9%	2.7%	30.9%	35.6%
Otros activos	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%	100%
PASIVO Y PATRIMONIO	dic./21	dic./22	dic./23	dic./24	dic./25	may./26
Total Pasivo Corriente	29.4%	29.1%	29.5%	29.6%	36.0%	28.8%
Deuda Financiera CP	11.3%	11.7%	14.0%	13.5%	23.8%	16.8%
Deuda Comercial	13.0%	12.4%	10.6%	10.6%	8.8%	7.8%
Otros Pasivos CP	5.0%	5.0%	4.9%	5.5%	3.4%	4.2%
Total Pasivo LP	3.2%	2.4%	2.1%	2.3%	7.6%	8.0%
Deuda Financiera LP	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%	5.6%
Otros pasivos LP	3.2%	2.4%	2.1%	2.3%	1.9%	2.4%
PATRIMONIO	67.5%	68.5%	68.3%	68.1%	56.3%	63.2%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%	100%

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

A mayo 2026, los activos de la empresa (USD 167.38MM) en su mayor parte son de naturaleza operativa. En función de su clasificación contable el 43.4% tendría una recuperación esperada de un

año o menos, por lo que podrían ser liquidados en el corto plazo. El 12.6% corresponde a fondos disponibles e inversiones de corto plazo. A lo largo de los tres últimos años, las inversiones financieras han tenido una importante participación, y al periodo de análisis, estas se encuentran en entidades financieras privadas con calificación de alta calidad crediticia dentro de la escala nacional.

El stock de inventarios a diciembre 2025 se incrementó a 103 días con respecto al 2024 (97 días); sin embargo, a la fecha de corte se estabilizó a 93 días por debajo de los niveles históricos. En los siguientes años continuaría con la tendencia creciente, por lo que se prevé llegar a los 109.7 días en promedio de inventarios, tomando en consideración un mayor abastecimiento de materia prima para gestión del riesgo de interrupciones en la cadena de abastecimiento global, por los conflictos internacionales existentes a la fecha.

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 se encuentra directamente relacionada con el giro del negocio y la evolución de las ventas. A diciembre de 2025, como consecuencia del limitado crecimiento de los ingresos, su participación dentro de la estructura de activos se ubicó en 13.3%. No obstante, a la fecha de corte, el mayor dinamismo comercial se refleja en un incremento de dicha participación hasta 15.3%, acompañado de una mejora en la gestión de cobranza, evidenciada por la reducción de los días de cuentas por cobrar a 86 días.

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 0.013% 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 53.67MM) adquirida desde inicios del 2025 según el balance auditado. Adicionalmente en 2025, se considera un incremento en la inversión por USD 2.08MM que proviene de la capitalización de las cuentas por cobrar que mantenía con una empresa relacionada por la transferencia de una maquinaria.

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.

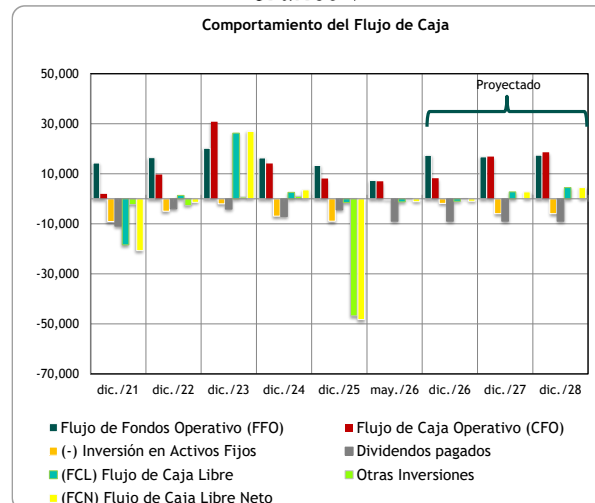
Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

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 las acciones durante el año 2025, se recurrió a mayor deuda financiera ya que el otro fue cubierto con el nivel de efectivo relevante que mantiene la compañía.

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

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.

Gráfico 9



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

Nota: Proyecciones ajustadas por BWR

En los últimos cinco años, los días de cobro a clientes se han ubicado cerca de 86 días en promedio. En diciembre 2025 cerró en 92 días y a mayo 2026 descendió a 86 días. Se espera que al cierre año del 2026 la rotación de las cuentas por cobrar cierre en niveles similares.

Con relación al nivel de inventario, se supone un incremento hacia los 120 días a fin de año, aunque en los últimos cinco años se ha ubicado en promedio en 99 días. Para 2027 y 2028, esperamos que se regularice a 105 días promedio.

Con respecto a las cuentas por pagar, a diciembre 2025 llegó a 89 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 niveles similares en los siguientes años. Al corte de mayo 2026 se ubicó en 66 días.

En el año 2025, dado el resultado operativo, la generación operativa fue menor y no alcanzó para cubrir el pago de dividendos y todas las inversiones de capital con dichos recursos. A la fecha de corte, el CFO se recupera a USD 6.98 millones, y consigue cubrir casi en su totalidad el pago de dividendos declarados y una inversión modesta en CAPEX.

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 transacción elevó las inversiones en acciones a USD 53.67 millones. Como consecuencia, el flujo de caja libre neto registró un saldo negativo, el cual fue financiado parcialmente mediante deuda financiera y el uso de recursos propios disponibles.

Por otro lado, al cierre de año el emisor mantenía un importante excedente de efectivo y equivalentes (USD 41.8 millones), que ha utilizado parcialmente a la fecha de corte, para disminuir nuevamente el nivel de deuda financiera.

Las inversiones en CAPEX para el año 2025 fueron de USD 8.99MM, que incluyeron maquinaria para ampliar la planta de producción de envases. Para 2026 se espera una inversión menor (USD 1.85MM) y en el 2027 al 2028 se supone un promedio de USD 6.0MM anual en función de las inversiones históricas.

El pago de dividendos a los accionistas ha sido conservador en los años analizados, que se refleja en un sólido patrimonio tangible¹³. Si bien la empresa no cuenta con una política formal de distribución de dividendos, la Junta General de Accionistas aprobó el pago de USD 9.00MM por la repartición de utilidades acumuladas de los años 2021 y 2022, valor mayor al que históricamente se ha distribuido (USD 6.12MM en los últimos cinco años). Para los años subsecuentes se espera el pago anual de dividendos similar a los USD 9.0MM.

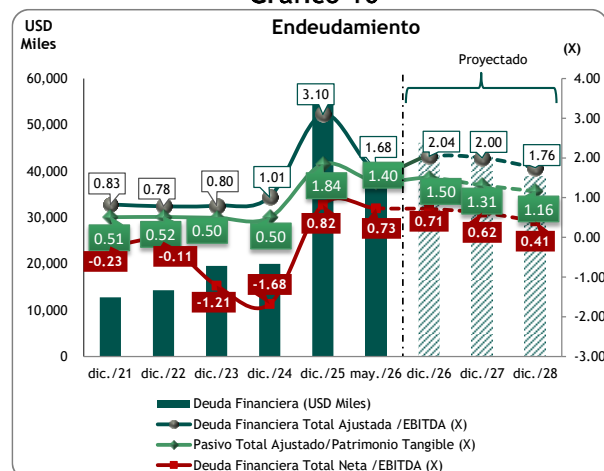
Hasta el cierre del año en curso, esperamos que la generación operativa del emisor mejore y permita

disminuir la deuda de corto plazo vigente a may.-2026; 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 2026 llegaría a alrededor de USD 46.15MM, considerando la amortización del programa de papel comercial en circulación de USD 25MM (aprobado en junio 2025), la nueva emisión del programa de papel (USD 25MM) y la deuda vigente de largo plazo en el sistema financiero. Para el 2027 y 2028 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. Al cierre de 2025 este indicador se incrementa relevantemente a 3.1 veces debido al saldo de la deuda financiera en el corto plazo y a un EBITDA coyunturalmente presionado, por las razones analizadas anteriormente. A mayo 2026, esta relación se recupera a 1.68 veces, sin embargo, para los siguientes años, en función las necesidades de inversión y la cancelación de los programas en circulación tomados en el corto plazo esperamos variando en niveles cercanos a 2 veces. A pesar del incremento respecto a sus históricos estos niveles reflejan un endeudamiento controlado.

Gráfico 10



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

¹³ 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

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 mayo 2026 se reduce a 0.73 veces y al final del 2026 este podría disminuir a 0.71 veces, considerando el nivel actual de deuda.

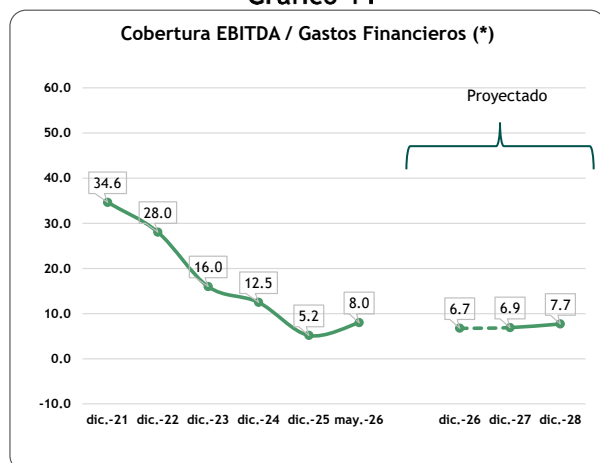
La fuerte generación de ingresos y alta flexibilidad financiera del emisor le permite mitigar los riesgos del sector y de la economía en general, y, financiar su estrategia de incremento de inversiones en acciones, manteniendo niveles de endeudamiento manejables.

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 (16.0 veces en dic-2023, 12.5 veces en dic-2024). A diciembre 2025, dada la inversión relevante en acciones bajó a 5.2, no obstante, a la fecha de corte se recupera a 8.0 veces, dado la amortización de la deuda financiera hasta el momento. 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 11



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

Con corte mayo 2026, Zaimella mantiene fondos disponibles por USD 8.5MM e inversiones líquidas por USD 12.6MM. La Compañía requiere una caja mensual de aproximadamente USD 5MM para su

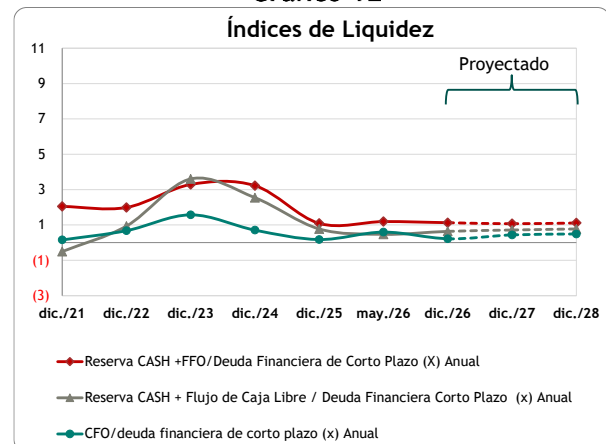
operatividad normal, pero proyecta mantener excedentes en los próximos años como estrategia defensiva ante los riesgos del entorno y previsa para el pago de sus obligaciones de corto plazo con el mercado de valores y oportunidades estratégicas que se presenten.

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 deuda bancaria de largo plazo que se viene amortizando con normalidad con plazos de vencimiento hasta finales del 2029.

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 68.1MM, de las cuales el 81.7% 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	may./26
Activo Ajustado (USD M)	105,396
Activo Total (USD M)	167,378

mayo/26				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acumulado (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	7,418	7,418	14.21
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	7,418	14.21
3era	Deuda sin garantía específica de balance	54,117	61,536	1.71
TOTAL		61,536	61,536	1.71

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 1.71 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 43.4% 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 (35.6% a may.-2026) y el corresponde a activo fijo (20.6% a may.-2026), 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 el programa de papel comercial 2025 analizado 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 1.71.

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 1.64 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, para el programa 2025, la compañía estableció el límite de endeudamiento financiero, que deberá ser calculado anualmente en cada período fiscal:

- Programa 2025 de USD 25.0MM: será hasta 75% del activo.

En el último año fiscal cerrado (2025), el indicador alcanzó 29.5%.

El monto total del programa calificado que se encuentra vigente, sumado al nuevo programa que tienen planificado iniciar, representan el 47.2% del patrimonio de Zaimella a may.-2026, 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 2025 (USD 25.0MM): cuentas por cobrar a clientes nacionales (USD 13MM), inventario de materia prima (USD 4MM) y terminado (USD 3MM), terrenos (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
abr-26	2	2	2,000,000	20	10.0%

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.

ZAIMELLA DEL ECUADOR S.A.							PROYECCIONES BWR		
(Miles de USD)	dic./21	dic./22	dic./23	dic./24	dic./25	may./26	dic./26	dic./27	dic./28
Resumen Balance									
Caja y Equivalentes de Caja	16,918	17,020	49,152	53,145	41,799	21,106	30,000	29,845	29,845
Cuentas por Cobrar Comerciales	23,224	27,149	24,399	26,286	25,730	25,639	26,865	30,708	31,658
Inventarios	19,969	23,091	19,798	17,662	19,626	18,368	25,231	23,876	22,175
Activos fijos	41,647	42,039	38,425	40,535	36,154	34,471	33,330	34,694	36,058
Otros Activos	10,858	12,536	8,065	10,766	69,526	67,794	71,149	68,964	68,964
Total Activos	112,616	121,834	139,840	148,395	192,835	167,378	186,575	188,086	188,700
Cuentas por Pagar Proveedores	14,665	15,097	14,881	15,766	16,889	13,018	16,215	16,739	17,256
Deuda Financiera Total	12,780	14,287	19,531	19,992	56,939	37,463	46,148	43,270	38,834
Deuda Financiera Corto Plazo	12,780	14,287	19,531	19,992	45,989	28,080	37,572	38,775	37,906
Deuda Financiera Largo Plazo	0	0	0	0	10,950	9,383	8,576	4,495	928
Otros Pasivos	9,198	8,996	9,872	11,511	10,352	11,054	10,852	11,353	11,854
Total Pasivos	36,644	38,380	44,284	47,268	84,179	61,536	73,215	71,362	67,944
Patrimonio	75,973	83,454	95,556	101,127	108,656	105,842	113,360	116,725	120,756
Contingentes	500	670	0	0	0	0	0	0	0
Resumen de Resultados									
Ventas	102,289	114,628	111,308	100,447	100,815	44,482	112,471	116,380	119,980
Costo de ventas	-73,675	-82,697	-72,319	-65,272	-68,467	-29,742	-75,693	-78,138	-80,556
Otros ingresos operativos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Egresos operativos	-16,627	-18,697	-18,909	-20,256	-19,022	-7,576	-19,402	-21,887	-22,564
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	11,987	13,234	20,080	14,919	13,326	7,163	17,376	16,354	16,860
Gasto Financiero del periodo	-463	-683	-1,529	-1,578	-3,563	-1,160	-3,350	-3,130	-2,874
Impuestos a la renta	-1,926	-1,986	-2,665	-1,778	-1,424	-878	-1,945	-1,755	-1,850
RESULTADO NETO DE LA GESTION	9,284	11,250	16,088	12,549	12,024	6,187	13,705	12,366	13,033
Otros resultados integrales	0	232	153	107	-58	0	0	0	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	9,284	11,482	16,241	12,656	11,966	6,187	13,705	12,366	13,033
Resumen Flujo de Caja									
EBITDA OPERATIVO	16,031	19,162	24,420	19,719	18,371	9,289	22,615	21,593	22,099
(-) Gasto Financiero del periodo	-463	-683	-1,529	-1,578	-3,563	-1,160	-3,350	-3,130	-2,874
(-) Impuesto a la renta del periodo	-1,299	-2,045	-2,723	-1,862	-1,506	-878	-1,945	-1,755	-1,850
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el periodo	0	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	13,302	7,250	17,319	16,708	17,375
(-) Variación Capital de Trabajo	-12,310	-6,756	10,582	-2,167	-5,242	-270	-9,113	119	1,166
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,960	9,678	30,750	14,111	8,060	6,981	8,206	16,827	18,541
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	1,526	2,584	3,674	3,689	1,062	1,625	896	896
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-314	-841	-2,382	-2,689	-4	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	0	0	1,463	1,500	219	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el periodo	-10,929	-4,000	-4,139	-7,085	-4,437	-9,001	-9,001	-9,001	-9,001
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-9,120	-5,011	-2,047	-6,950	-8,996	-291	-1,854	-6,000	-6,000
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-18,403	1,353	26,230	2,561	-1,470	-1,249	-1,024	2,723	4,437
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	8,273	1,507	5,244	461	36,947	-19,476	-10,791	-2,878	-4,437
OTRAS INVERSIONES NETO	-2,339	-2,759	660	971	-46,824	32	16	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-12,469	102	32,133	3,993	-11,347	-20,694	-11,799	-155	0
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	29,387	16,918	17,020	49,152	53,145	41,799	41,799	30,000	29,845
Indicadores									
Patrimonio Tangible	72,868	75,648	89,389	94,402	45,703	43,860	48,784	54,334	58,365
% crecimiento en ventas	5.20%	12.06%	-2.90%	-9.76%	0.37%	11.56%	11.56%	3.47%	3.09%
MARGEN EBIT (%)	11.72%	11.55%	18.04%	14.85%	13.22%	16.10%	15.45%	14.05%	14.05%
MARGEN EBITDA (%)	15.67%	16.72%	21.94%	19.63%	18.22%	20.88%	20.11%	18.55%	18.42%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	31.84	25.04	14.19	11.32	4.73	7.25	6.17	6.34	7.05
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	34.65	28.04	15.97	12.50	5.16	8.01	6.75	6.90	7.69
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	34.65	28.04	15.97	12.50	5.16	8.01	6.75	6.90	7.69
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.83	0.78	0.80	1.01	3.10	1.68	2.04	2.00	1.76
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	(0.23)	(0.11)	(1.21)	(1.68)	0.82	0.73	0.71	0.62	0.41
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	14.88%	15.20%	16.97%	16.51%	34.38%	26.14%	28.93%	27.04%	24.33%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	2.05	1.99	3.29	3.22	1.09	1.19	1.13	1.07	1.11
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.15	0.68	1.57	0.71	0.18	0.60	0.22	0.43	0.49
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	0.77	0.47	0.64	0.71	0.77
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	(0.25)	0.47	0.64	0.71	0.77

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 2026.