

Ecuador  
 Emisión de Obligaciones

## Zaimella del Ecuador S.A.

### Calificación Inicial

Emisiones	Calif. Inicial
EMISIÓN OB. USD 5 MM	AAA

### Resumen Financiero

Miles USD	dic-14	nov-15
Activos	48,284	55,209
Ventas	60,254	68,744
Margen EBITDA (%)	12.3%	14.7%
ROA (%)	7.8%	13.0%
Deuda financiera/ Capitalización (%)	18.8%	20.7%
CFO/ Deuda Fin CP (x)	1.01	1.10
Reserva cash + FCL/ Deuda Fin CP	(0.09)	0.98
Deuda financiera Total/ FFO(x)	1.09	0.92

(X) Indicador en veces

### Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA  
 (5932) 226 9767 ext. 105  
[cordonez@bwratings.com](mailto:cordonez@bwratings.com)

Andrés F Crespo  
 (5932) 226 9767 ext. 113  
[acrespo@bwratings.com](mailto:acrespo@bwratings.com)

### Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BWR decidió otorgar la calificación de **AAA** a la emisión de obligaciones que se analiza en el presente informe. De acuerdo a la Ley, dicha categoría corresponde a “los valores cuyos emisores y garantes tienen una excelente capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general”. La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de la emisión y demás compromisos financieros de la empresa.

La calificación emitida pertenece a una escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor.

La calificación se fundamenta en la alta capacidad de pago que tiene la empresa, que proviene de una generación operativa estable y con buenas perspectivas; una posición importante dentro de su sector; y un bajo nivel de endeudamiento. La calificación también toma en cuenta las características de corto plazo remanente de la emisión, característica que mejora su perfil debido a las fortalezas de liquidez de la empresa.

Zaimella de Ecuador S.A. es una empresa industrial ecuatoriana, que se dedica a la fabricación y comercialización de productos de higiene y cuidado personal y que tiene una importante trayectoria y participación dentro del mercado ecuatoriano. Sus líneas de negocio están conformadas principalmente por productos de uso básico y con pocas opciones de sustitución, por lo que esperamos que su demanda sea más estable que empresas de otros sectores, dentro del entorno económico actual. Adicionalmente, se considera positiva la diversificación de mercados que obtiene la empresa a través de sus exportaciones a distintos países de la región. A su vez la estrategia de elaborar productos convenientes (mejor relación entre calidad y precio) puede representar una fortaleza en un entorno complicado económicamente.

El EBITDA en los últimos años ha cubierto ampliamente al gasto financiero lo cual demuestra una importante flexibilidad financiera y es un reflejo también del bajo nivel de deuda financiera, que además ha mostrado una tendencia a reducirse en el mismo período.

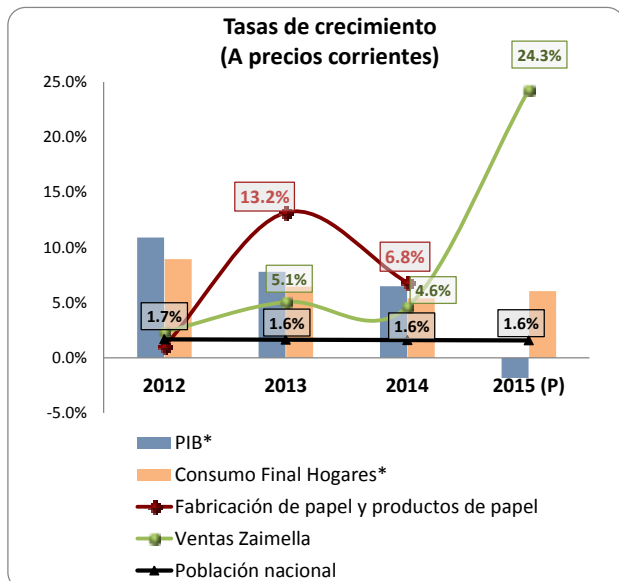
La generación operativa de la empresa ha sido holgada en relación las inversiones de capital de la empresa, así como para el pago de dividendos, por lo que la empresa normalmente consigue un flujo de caja libre positivo, que fortalece su liquidez. El riesgo de refinanciamiento se considera bajo tomando en cuenta el perfil crediticio del emisor, y la flexibilidad existente para diferir inversiones y ajustar su operación en caso de necesitarse.

**CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS**

Emisión de Obligaciones	
<b>Número de seguimiento calificación:</b>	Calificación Inicial
<b>Emisor:</b>	ZAIMELLA DEL ECUADOR S.A.
<b>Monto Total Emisión:</b>	USD 5,000,000
<b>Clase:</b>	H
<b>Monto en Circulación:</b>	USD 1,250,000
<b>Número de Resolución:</b>	Q.IMV.2012.5220
<b>Fecha Aprobación SIC:</b>	05-oct-12
<b>Fecha 1ra Colocación:</b>	31-oct-12
<b>Fecha Vencimiento:</b>	31-oct-16
<b>Plazo</b>	1440 días
<b>Tasa de interés</b>	7.5% Anual Fija
<b>Pago de intereses:</b>	Cada 90 días, a partir de los 90 días emitidos los valores
<b>Pago de Capital:</b>	Cada 180 días días, a partir de los 180 días emitidos los valores
<b>Garantía:</b>	General
<b>Destino de la Emisión:</b>	Capital de trabajo, reestructuración de pasivos y proyectos de inversión
<b>Calificadora de Riesgos:</b>	BankWatch Ratings S.A.
<b>Agente Estructurador y Colocador:</b>	Casa de Valores Produvalores S.A
<b>Agente Pagador :</b>	DECEVALE S.A
<b>Rep. Obligacionistas:</b>	MOLINA & COMPAÑÍA ABOGADOS

**ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

**Gráfico 1**



Fuente: BCE, Zaimella del Ecuador S.A  
Elaboración: BWR  
\*Variación de PIB en valores corrientes

El crecimiento económico del Ecuador en el 2014 llegó a un ritmo de 6.48% anual (en términos

corrientes), que significó la menor tasa de los últimos cinco años. Según el BCE, en 2015 existió un decrecimiento de 1.8% en términos corrientes en especial por la baja cotización del precio de petróleo entre otros factores.

Se prevé que la ralentización económica se mantenga para 2016; según el Gobierno y el FMI se espera en términos constantes un crecimiento de 1% y 0.1% respectivamente.

Existen sectores económicos más afectados que otros, en este sentido, el segmento de fabricación de papel y productos de papel es menos sensible por ser en su mayoría productos de consumo masivo. Este tiene un comportamiento relacionado al consumo de hogares en general, del cual también se espera un menor ritmo de crecimiento en comparación a otros períodos

Zaimella del Ecuador pertenece específicamente al sector de fabricación y comercialización de productos de higiene y cuidado personal. Este se considera que es uno de los que podrían mantener una demanda más estable y menor impacto, al comercializar productos que en su mayoría se consideran como de primera necesidad, además con un bajo nivel de sustitución.

El mercado de pañales para bebé en el Ecuador es maduro, aunque todavía crece a un ritmo mayor que el de la población ya que los hábitos de frecuencia de uso todavía permiten una ampliación de las ventas. Por su lado el mercado de pañales de adulto ha crecido en los últimos años a tasas mayores que los pañales de bebé por el aumento de la población de tercera edad, y la tendencia de uso de estos para manejar los problemas de incontinencia.

Actualmente cinco compañías controlan la totalidad del mercado de pañales para bebé en el Ecuador y tres de ellas poseen el 86% de este mercado incluyendo a Zaimella. En el segmento de pañales para adulto tres empresas tienen el 100% del mercado. Por su lado el mercado de higiene y cuidado personal es algo más diversificado al existir una gama de productos más variada y direccionada a distintos nichos de mercado.

La industria de pañales se encuentra en una etapa de madurez y existe una alta rivalidad entre competidores por lo que las estrategias en cuanto a precio y calidad son de gran importancia.

Al ser un producto de consumo masivo, con uso bastante específico, es importante la inversión en publicidad para posicionar la marca y diferenciar el producto de la competencia.

Cabe mencionar que para el 2015, no se fijaron nuevas cargas arancelarias a la materia prima importada, de forma que tampoco se espera un movimiento de precio general de los pañales y

demás productos de higiene y cuidado personal.

Aproximadamente un 50% de las materia prima está relacionada al precio del petróleo y al de otros *commodities* como por ejemplo la celulosa y el ácido acrílico, por lo que sus precios dependerán de factores externos de oferta y demanda. Por otra parte, este sector es intensivo en uso de capital, considerando los procesos productivos, de renovación tecnológica y mantenimiento de las plantas. Esto genera altas barreras de entrada para nuevos competidores.

## PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Zaimella de Ecuador S.A. es una empresa industrial ecuatoriana, con una importante participación en el mercado, grande por el tamaño de sus activos y volumen de ventas. Zaimella se constituye en agosto de 1995 y se dedica a la fabricación y comercialización de productos de uso higiénico y cuidado personal. En el año 2001 se transforma en sociedad anónima y logra comprar a un importante competidor (Sanitex) donde adquiere activos productivos y las marcas de esta compañía: Pompis, Prudential y Maternity.

La empresa comienza exportando en el año de su creación. Desde entonces ha continuado con un sólido crecimiento a través del tiempo, consiguiendo comercializar sus productos en algunos países de Sudamérica, Centroamérica y el Caribe. No obstante, cabe indicar que la mayoría de ingresos de la empresa continúan proviniendo del mercado ecuatoriano.

Los principales canales de distribución a nivel local que utiliza la empresa son distribuidores mayoristas, autoservicios y farmacias. Adicionalmente cuenta con un operador logístico que distribuye a nivel nacional y tienen contratos con *pañaleras*, que son almacenes franquiciados especializados en la comercialización al por menor de productos de higiene y cuidado personal.

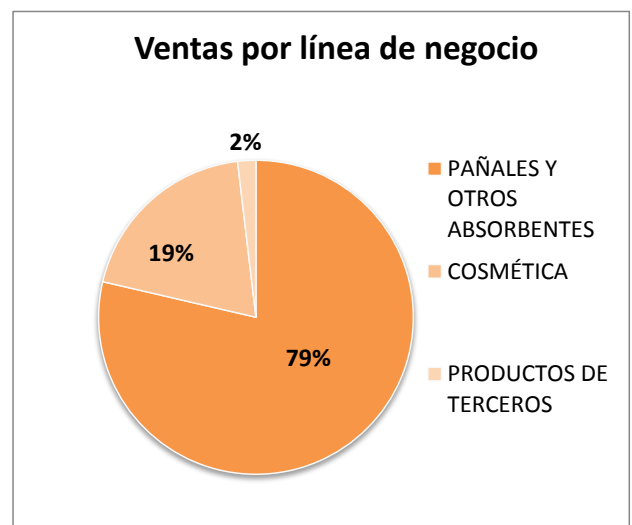
Sus marcas han logrado un importante reconocimiento a nivel local y regional y abarcan las siguientes categorías de productos: pañales desechables para bebés, pañales para la incontinencia, protectores femeninos para post parto, pañitos húmedos, papel higiénico húmedo y productos de cosmética e higiene infantil.

La empresa tiene tres líneas de negocio o divisiones: la línea de absorbentes, que se refiere a pañales (bebés y adultos), toallas sanitarias y pads absorbentes; la línea cosmética, que son principalmente productos de higiene personal y paños húmedos; y por último la línea de distribución de productos de terceros a los almacenes franquiciados (pañaleras).

Por línea de negocio, la división de absorbentes genera el 79% del total de ventas y a su vez la venta de pañales (para adultos y bebés) representa el 96% de las ventas de esta división. Cabe mencionar que los pañales de bebé son el negocio principal y más antiguo de la compañía y que representan el 54% del total de ventas.

La línea de cosmética genera el 20% de las ventas y posee ciertas marcas y diferentes productos bien posicionados. La marca *Para Mi Bebé* representa el 63% de los ingresos de esta división. Por último la división de productos de terceros representa sólo el 2% del total de ingresos de la compañía.

Gráfico 2



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

Zaimella cuenta actualmente con una planta de producción localizada en Amaguaña, donde se encuentran también sus oficinas. Además la compañía posee una oficina comercial en Guayaquil y presencia en todas las provincias del país. Por otro lado Zaimella ha adquirido varias máquinas especializadas para sus diferentes líneas de producción y se realizan inversiones de mejora y mantenimiento cada año, para mantenerse en línea con las innovaciones tecnológicas globales de la industria.

Es importante mencionar que la planta trabaja en alrededor de 58% de su capacidad instalada por lo que la empresa posee un potencial importante de crecimiento.

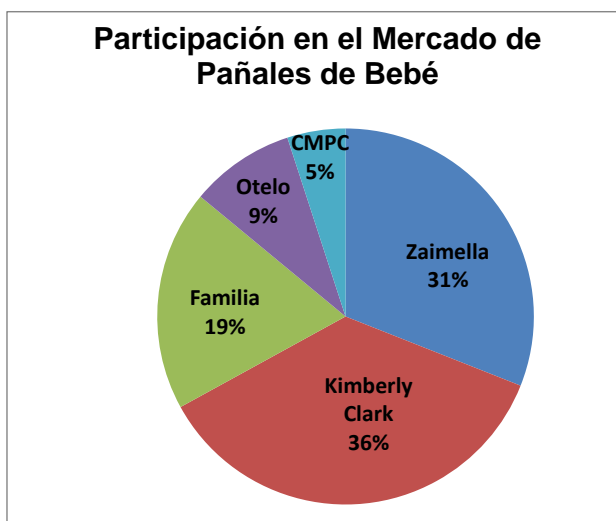
A la fecha de corte de información (noviembre-2015), 471 personas trabajan en la compañía. Zaimella no ha tenido problemas laborales y tampoco posee sindicato.

Nómina a noviembre-2015	
Total Funcionarios	1
Total Empleados	301
Total Obreros	169
Total General	471

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

Zaimella es uno de los principales competidores de esta industria en el país, con una participación del 31% del mercado en su principal producto, y ventas totales de USD 68.7 MM a noviembre-2015. Cabe mencionar que en el segmento de pañales de adulto la compañía es la líder del mercado con un 69% de participación.

**Gráfico 3**



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

## ESTRUCTURA DEL GRUPO

Zaimella del Ecuador S.A. no es parte de ningún grupo empresarial, aunque realiza operaciones comerciales con empresas relacionadas por accionistas.

Los accionistas de la empresa tienen participación en Zaimella Venezuela, que compra y distribuye en Venezuela la producción ecuatoriana. También son dueños de GEMAZ INTERNATIONAL INC., empresa panameña dueña de las marcas que comercializa Zaimella. Adicionalmente los accionistas poseen el 100% de IMPEX OF DORAL INC., empresa domiciliada en Estados Unidos, que fabrica y compra pañales desechables, y los comercializa tanto en ese país como en otros del continente americano.

## ACCIONISTAS Y SOPORTE

Zaimella del Ecuador S.A. es una sociedad anónima con un patrimonio de USD 30.4 MM, del cual el 70.3% corresponde a capital social. La estructura accionarial de la empresa posee un accionista

mayoritario y se clasifica de la siguiente manera:

Nombre Socios	% Partic. Accionaria	Capital en USD	Tipo
Giovanni Di Mella Vespa	71.36%	15,251,105	Persona Natural
Gabriel Farraye Henech	8.03%	1,716,692	Persona Natural
Luigi Scifo Amodio	8.03%	1,716,692	Persona Natural
Carlos Ortiz Gonzalez	1.52%	324,239	Persona Natural
Zaimella del Ecuador S.A.	11.06%	2,364,222	Persona Jurídica
<b>Total</b>	<b>100.00%</b>	<b>21,372,950</b>	

Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR

Los accionistas soportan la operación a través de la capitalización de un 84% de los dividendos si se toma en cuenta un promedio de los años analizados. Además cabe mencionar que a la fecha de corte la compañía realizó una recompra de acciones por USD 3.3 MM, hecho extraordinario que se esperaba que no suceda en los próximos años.

A noviembre-2015 la (deuda financiera total ajustada / capitalización <sup>1</sup>) es del 20.7% por lo que el restante 79.3% es financiado vía patrimonio.

## ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

Consideramos que los órganos administrativos del emisor, la calificación de su personal, y los sistemas de administración y planificación de la empresa son adecuados y no representan riesgos significativos en relación a la capacidad de pago del emisor al momento.

La administración de Zaimella del Ecuador, está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante. Además el presidente ejecutivo que es el accionista mayoritario de la compañía, tiene una amplia experiencia y conocimiento del negocio y del sector.

El Directorio se reúne mensualmente, y está presidido por el accionista mayoritario. Los demás miembros son directores independientes externos a la compañía. Las decisiones estratégicas de Zaimella son tomadas por el accionista principal y el plan estratégico se discute en la Junta General de Accionistas realizada una vez al año. 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.

Zaimella dispone de un comité financiero donde se discuten periódicamente las cifras e indicadores

<sup>1</sup> Capitalización = Ob. Financieras Total (ajustadas por contingentes) + Patrimonio.

financieros; además cada área maneja directrices específicas alineadas a la estrategia principal de la compañía.

La Administración maneja políticas conservadoras, el nivel de endeudamiento ha sido bajo y consistente con el crecimiento del negocio y de las inversiones.

Es importante mencionar que Los estados financieros de Zaimella del Ecuador han sido auditados por empresas reconocidas lo cual refleja transparencia y consideramos que la información recibida ha sido clara y consistente.

La estrategia principal de la compañía se enfoca en ofrecer, posicionarse y desarrollar productos de conveniencia en el mercado Latinoamericano. Cabe resaltar que para que la estrategia esté alineada a la elaboración de productos convenientes (mejor relación entre calidad y precio), la compañía ha mantenido una constante actualización tecnológica de los procesos y de las máquinas utilizadas.

Como estrategia de mediano y largo plazo se espera que la empresa y las marcas mantengan un posicionamiento importante en el mercado local. Además los accionistas tienen como estrategia ampliar el negocio a través de otras empresas relacionadas en Latinoamérica y Estados Unidos.

**PERFIL FINANCIERO**

**Presentación de Cuentas:**

Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros de Zaimella del Ecuador S.A., auditados del período 2012-2014 por la firma Ernst & Young, los cuales son presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Los mismos no presentan observaciones ni salvedades. Además se han analizado estados financieros no auditados con corte al 30 de noviembre de 2014, noviembre-2015 y diciembre-2015.

Las proyecciones utilizadas para este seguimiento fueron preparadas por Zaimella para el presente proceso y han sido ajustadas para nuestro análisis de acuerdo a las conversaciones con el emisor y el criterio de la calificadora.

**Gestión Operativa y Tendencias**

En los últimos años los ingresos generados por Zaimella han tenido un comportamiento estable sin presentar decrecimientos. Estos han crecido en promedio al 4%, sin embargo a noviembre-2015, las ventas aumentaron significativamente en 27.1% con respecto a noviembre del año anterior, impulsadas por la inversión publicitaria realizada por la empresa. Además las ventas a Venezuela se incrementaron debido a que un pedido de finales

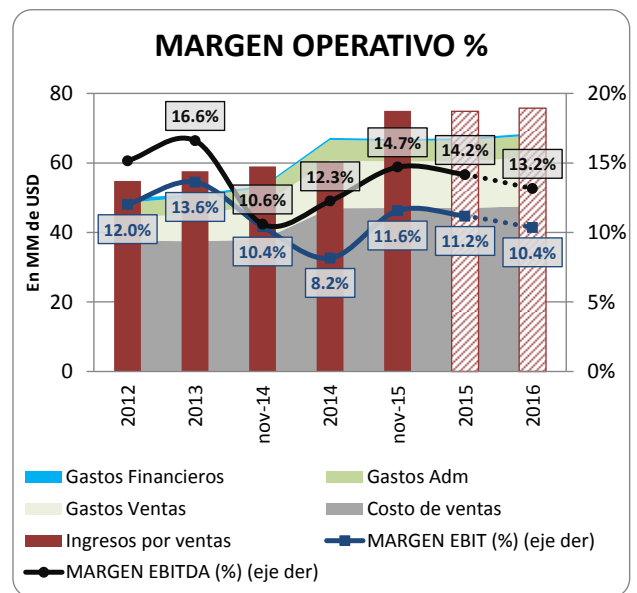
del 2014 se ejecutó en 2015. Adicionalmente de acuerdo a la empresa otro factor que contribuyó al incremento en ventas fue por una migración del consumidor desde marcas de precio más elevado hacia los productos del segmento de la empresa, dentro del entorno económico esperado.

Se espera que Zaimella cierre el año 2015 con ventas de aproximadamente USD 74.90MM, valor superior en 24.3% a las ventas de diciembre 2014.

Cabe mencionar que a la fecha de corte (nov-2015) las ingresos por exportaciones representan el 22.35% del total y solo las ventas a Venezuela representan el 40% de las ventas al exterior.

Para 2016 se prevé que el crecimiento de los ingresos será menos expansivo (1.14%) debido a que en las proyecciones no se están tomando en cuenta los ingresos por exportación a Venezuela. No obstante se espera que los ingresos del mercado local crezcan aproximadamente en 11% en este año.

**Gráfico 5**



Fuente: Zaimella del Ecuador  
Elaboración: BWR. Datos a noviembre anualizados  
Proyecciones ajustadas BWR

En cuanto al margen bruto podemos afirmar que este ha mejorado notablemente en los últimos años pasando de 27.2% en 2011 a 35% en 2014. A la fecha de corte (nov-2015) este indicador es del 37.3%. Esta mejora se ha dado principalmente por los siguientes motivos: en primer lugar ha existido un cambio en la mezcla de ventas. La división de cosmética, que es la más rentable, ha crecido con relación a la división de absorbentes. En segundo lugar el costo general de la materia prima ha disminuido de forma importante, alineado a la tendencia global de otras materias primas. Por último en la empresa han estandarizado al equipo técnico y el crecimiento en volumen ha provocado eficiencias que ayudan a disminuir el costo unitario.

En las proyecciones a 2016, el emisor prevé que la tendencia del margen bruto a mejorar continúe, sin embargo, tomando en cuenta la complicada situación actual del país y la incertidumbre de los precios de la materia prima, hemos supuesto para el análisis que este indicador se mantendrá para los siguientes periodos en 37.2%.

Gráfico 6



Fuente: Zaimella del Ecuador  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas BWR

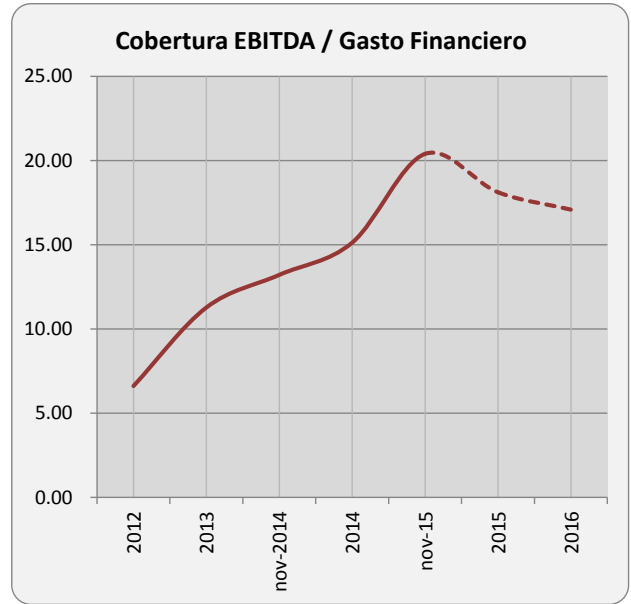
\*EBITDA anualizado en noviembre-2014 y noviembre-2015

Por su lado el EBITDA de Zaimella ha tenido un comportamiento relativamente estable en los últimos años. Sin embargo en 2014, a pesar de mayores ingresos, el EBITDA disminuye en 22.8% (USD 7.38 MM dic-2014) con relación al año 2013. Lo anterior se dio por un aumento de los egresos operativos explicados por la implementación de importantes campañas publicitarias en algunas marcas, así como mayores incentivos a sus canales de distribución.

En el 2015 el EBITDA se recupera (USD 10.6 MM) por un incremento de ventas a un mejor margen bruto, y al hecho de que los gastos operativos crecen en menor proporción que el crecimiento de la operación.

El EBITDA en los últimos años ha cubierto ampliamente al gasto financiero (11 veces en 2013, 15 veces en 2014), lo cual demuestra una importante flexibilidad financiera. A noviembre 2015, la empresa cubre en 20.4 veces el gasto financiero con su EBITDA y esperamos un valor igualmente holgado para finalizar el año (18.1 veces). Para finales de 2016 y por las razones explicadas en párrafos anteriores prevemos que se ubique en 17 veces. En 2016 no se prevé un aumento significativo de los gastos financieros.

Gráfico 7



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

La rentabilidad de Zaimella sobre activos y patrimonio continúa siendo importante. Si bien en 2014 la utilidad neta se redujo en 36% por los hechos antes explicados para finales del 2015 se esperan mejores indicadores (12.1% y 20.8% respectivamente).

La utilidad neta del 2014 se vio afectada principalmente por mayores egresos operativos, sin embargo según información del emisor y tomando en cuenta la mayor generación, esta se incrementó aproximadamente en USD 3 MM a noviembre-2015 alcanzando los USD 6.3 MM.

### Estructura del Balance

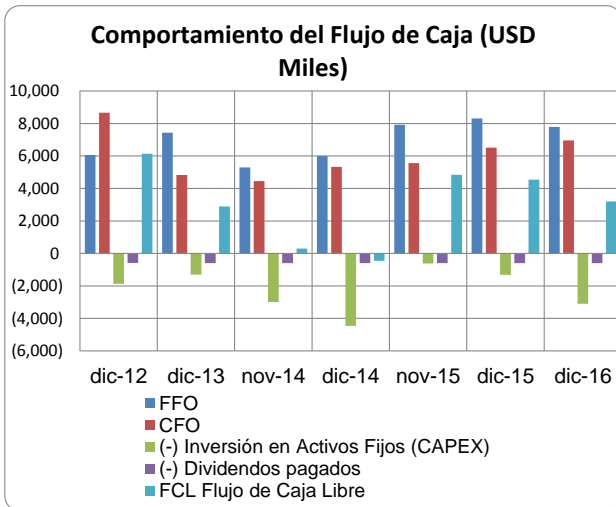
ACTIVOS	dic-12	dic-13	dic-14	nov-15
Total Activo Corriente	57%	60%	56%	64%
Fondos Disponibles	4%	3%	2%	4%
CxC Comerciales	25%	29%	26%	32%
Inventarios Neto	24%	21%	23%	21%
Otras cuentas por cobrar	2%	0%	0%	0%
Gastos anticipados	3%	7%	5%	7%
Total Activo No Corriente	43%	40%	44%	36%
Propiedades	42%	39%	42%	34%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	0%	0%
Activos Diferidos	0%	0%	1%	1%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

PASIVOS	dic-12	dic-13	dic-14	nov-15
Total Pasivo Corriente	39%	35%	38%	43%
Deuda Financiera CP	12%	8%	11%	12%
Deuda Comercial	22%	20%	21%	17%
Otros Pasivos CP	5%	7%	6%	14%
Total Pasivo LP	14%	8%	4%	2%
PATRIMONIO	47%	57%	58%	55%
<b>Total Pasivo + Patrimonio</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

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

**FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS**

**Gráfico 8**



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

Zaimella del Ecuador históricamente ha tenido una excelente capacidad de generación, lo cual le ha permitido cubrir sus requerimientos de capital de trabajo y necesidades de inversión sin necesidad de recurrir a nuevo endeudamiento externo. Lo anterior también se ha conseguido por la política conservadora de pago de dividendos aplicada por la empresa.

La compañía ha tenido Flujos de Caja Operativos (CFO) positivos en todos sus periodos. Si bien en noviembre-2015 el requerimiento de capital de trabajo es bastante mayor debido especialmente a mayores cuentas por cobrar comerciales, esto se da a su vez por el aumento en el volumen de ventas de la empresa.

Los días de inventario se reducen a 90 días y se esperaría que hasta fin de año lleguen a los 80 días, debido a que este incluía anteriormente producto acumulado para exportación que ya fue despachado. Al mismo tiempo, los días de proveedores disminuyen de 93 en 2014 a 73 días nov-2015 aunque el efecto es contable puesto que no registraron facturas comerciales por regalías, pero sí una provisión por este concepto.

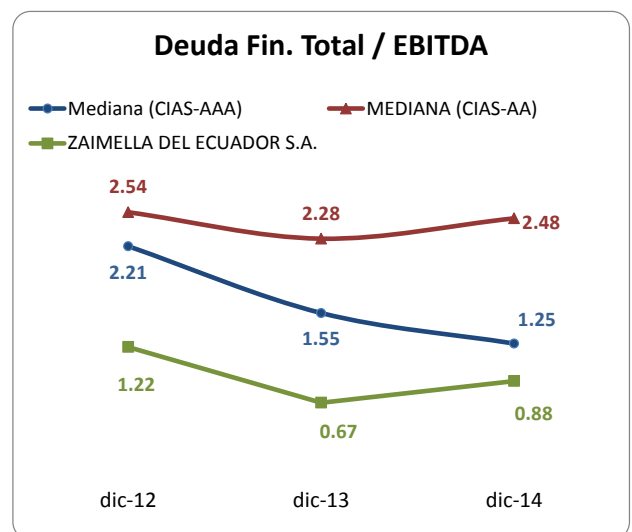
Si bien es claro que en 2016 los ingresos de Zaimella crecerán a ritmos más pequeños, se espera que el CFO sea mayor por menores requerimientos de capital de trabajo.

Como se puede observar en el gráfico 8 el CFO del 2016 será similar al del 2015. Por otro lado, la proyección considera inversiones en CAPEX relacionadas principalmente a renovaciones y mejoras en la división de absorbentes, que se realizarán en el 2016. En el presente análisis se

considera un monto por este concepto de USD 3 MM aunque de acuerdo a la empresa sería menor (USD 1.5MM). Consideramos que pese a esta inversión, la capacidad de generación de la compañía permitirá cerrar el 2016 con un Flujo de Caja Libre (FCL) positivo de USD 3.2 MM. En el 2015 el flujo de caja libre (USD 4.5 MM) permitió hacer una recompra de acciones por un valor de USD 3.3 MM además de reducir la deuda en USD 375 M.

No está por demás decir que el 2014 fue el único año donde este rubro fue ligeramente negativo ya que en primer lugar hubo un menor EBITDA por las razones explicadas, además de una inversión extraordinaria en CAPEX de USD 4.5 MM.

**Gráfico 9**



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

\*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AA por BWR

En los años analizados Zaimella ha mantenido un bajo endeudamiento en relación a su capacidad de generación y su patrimonio lo cual le otorga a la empresa flexibilidad financiera frente a los posibles riesgos generados por el complicado entorno macroeconómico y la menor liquidez de la economía.

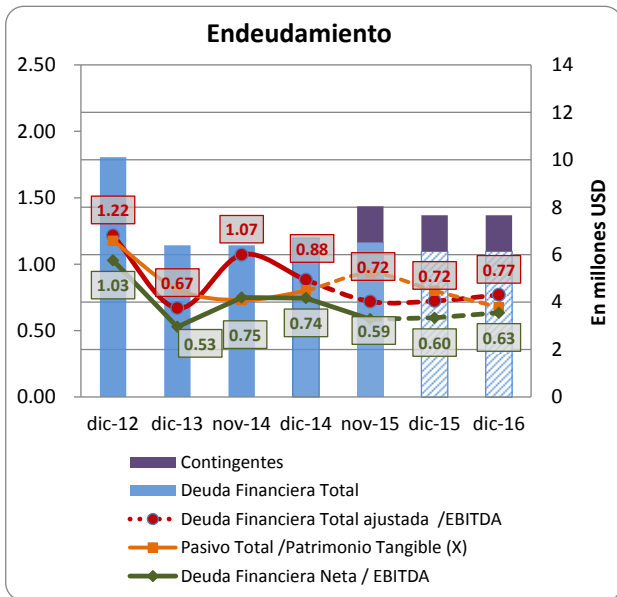
El endeudamiento financiero de la empresa es en su totalidad local y de corto plazo e incluye deuda con bancos locales y mercado de valores. A noviembre, este pasivo asciende a USD 6.4mm.

En los periodos analizados el indicador de deuda financiera ajustada sobre EBITDA ha sido menor a uno con excepción del año 2012 (1.22 veces) y para el 2016 se espera que este indicador se mantenga en niveles menores a 1. La compañía compara favorablemente con empresas calificadas por BWR en las más altas categorías.

En los periodos analizados Zaimella no ha tenido contingentes tributarios puesto que ha cancelado los valores en disputa, por lo que la deuda

financiera ajustada no se ha visto afectada por este motivo. No obstante a noviembre-2015 la empresa posee garantías por aproximadamente USD 1.5 MM a empresas relacionadas. En las proyecciones ajustadas por la calificadoradora se incluye este monto dentro de las cuentas contingentes por fuera de balance por lo que la deuda financiera ajustada se encuentra influida por este rubro.

**Gráfico 10**



Fuente: Zaimella de Ecuador S.A.  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas BWR

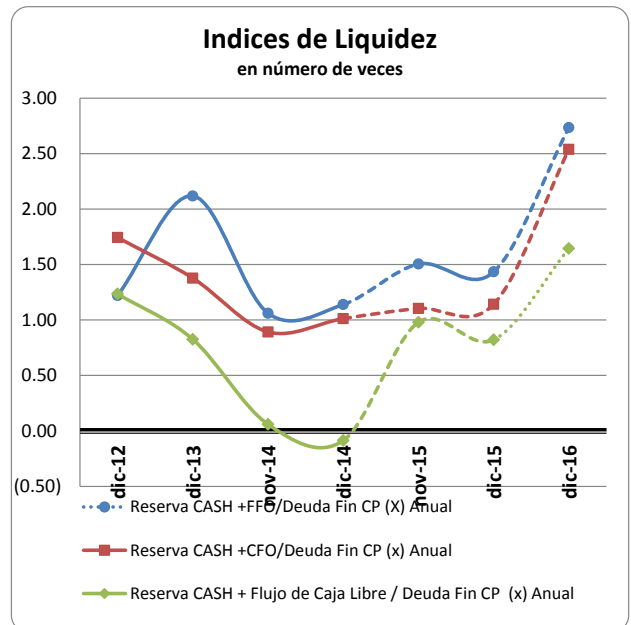
A la fecha de corte (nov-2015) el endeudamiento financiero continua disminuyendo y el EBITDA mejora notablemente en un 76.3% comparado a nov-2014.

A pesar de que las inversiones en CAPEX son constantes por la naturaleza del negocio, estas han podido ser financiadas por el flujo propio, y por tanto no han necesitado en los años analizados un requerimiento importante de deuda financiera.

El índice de deuda financiera frente al patrimonio tangible presenta un comportamiento histórico más estable y algo importante es que en los últimos años las utilidades retenidas se han capitalizado como parte del capital social de la compañía. Este indicador refleja la importante posición patrimonial que tiene la empresa.

**Capacidad de Pago y Liquidez**

**Gráfico 11**



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

Los indicadores históricos de liquidez de Zaimella son holgados y se han mantenido relativamente estables en el tiempo.

En 2016 y según nuestras estimaciones la liquidez de Zaimella mejorará ya que a pesar de mayores inversiones en CAPEX, la compañía generaría un importante Flujo de Caja Libre, por lo que se espera que pueda pagar al menos el 60% de las obligaciones financieras totales de la empresa.

Por tanto estimamos que la empresa podría necesitar reemplazar financiamiento por aproximadamente USD 2.4MM. El riesgo de refinanciamiento se considera bajo tomando en cuenta el perfil crediticio del emisor, y la flexibilidad existente para diferir inversiones y ajustar su operación en caso de necesitarse.

A la fecha de corte la deuda financiera de la empresa está concentrada en su totalidad en el corto plazo, sin embargo el nivel de deuda es bajo en comparación a la generación del negocio por lo que esta concentración no implica un riesgo importante para la empresa.

Por último, cabe indicar que Zaimella espera realizar una nueva emisión de obligaciones en 2016, que de concretarse permitiría a la empresa cubrir sus requerimientos del año y obtener una mejor estructura de plazos en su fondeo.

**POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN Y CAPACIDAD DE LOS ACTIVOS PARA SER LIQUIDADOS**

Fecha de corte	nov-15
Activo Líquido (USD M)	2,469.91
Activo Ajustado (USD M)	51,402.42
Activo Total (USD M)	55,209.38

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Gtía General (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	4,338.37	4,338.37	0.57	11.85
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	1,017.51	5,355.88	0.46	9.60
3era	Deuda sin garantía específica de balance	19,437.97	24,793.86	0.10	2.07
<b>TOTAL</b>		<b>24,793.86</b>	<b>24,793.86</b>	<b>0.10</b>	<b>2.07</b>

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A.

Elaboración: BWR

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor u originador como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 2.07 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

A la fecha de corte, los activos de la empresa son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario. Consideramos que los activos de la empresa son de buena calidad, y no existen riesgos significativos previsible al momento.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 64% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 36% restante representa principalmente activo fijo, cuya capacidad de ser liquidado así como su valor de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

En función del certificado con corte noviembre del 2015 entregado por el emisor, podemos afirmar que el emisor cumple con los resguardos de las dos emisiones.

Por último hemos recibido la certificación por parte del emisor en cuanto a los activos susceptibles de constituirse en garantía general, y su relación con las emisiones en circulación, donde se indica que cumple con los requisitos de Ley.

**Resguardos de la Emisión de Obligaciones**

No se establecen límites de endeudamiento en la presente emisión de obligaciones adicionales en los establecidos en la Ley de Mercado de Valores y demás normas conexas.

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

Zaimella del Ecuador ha tenido algunos procesos en mercado de valores por emisiones de papel comercial y emisión de obligaciones. El emisor ha cumplido sus obligaciones en tiempo y forma, los títulos han tenido aceptación entre los inversionistas. Actualmente, además de la emisión calificada en este estudio, Zaimella tiene en el mercado de valores un programa de papel comercial vigente, el cual se encuentra calificado por la empresa Pacific Credit Rating en AAA.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite 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 del papel en el mercado y no al contrario.

**ZAIMELLA DEL ECUADOR S.A.**

(Miles de USD)	dic-12	dic-13	dic-14	nov-15
<b>Resumen de Resultados</b>				
Ventas	54,840	57,611	60,254	68,744
% crecimiento	2.3%	5.1%	4.6%	27.1%
MARGEN BRUTO (%)	31.4%	35.0%	35.0%	37.3%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	8,311	9,564	7,384	10,107
MARGEN EBITDA (%)	15.2%	16.6%	12.3%	14.7%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	8,311	9,564	7,384	10,107
MARGEN EBITDAR (%)	15.2%	16.6%	12.3%	14.7%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	6,590	7,845	4,911	7,949
MARGEN EBIT (%)	12.0%	13.6%	8.2%	11.6%
Gasto Financiero del período	-1,257	-848	-488	-495
Impuestos a la renta	-993	-1,282	-900	-1,693
UTILIDAD NETA	4,339	5,675	3,621	6,292
<b>Resumen Balance</b>				
Caja y Equivalentes de Caja	1,560	1,343	1,015	2,470
Capital de Trabajo	11,333	13,068	13,927	19,715
Cuentas por Cobrar Comerciales	10,369	12,709	12,782	17,494
Inventarios	10,144	9,209	11,217	11,770
Cuentas por Pagar Proveedores	9,180	8,850	10,072	9,549
Deuda Financiera Total	10,109	6,401	6,514	6,404
Otros Pasivos	2,926	4,004	3,636	8,841
Patrimonio	19,966	25,041	28,062	30,415
Patrimonio Tangible	18,883	23,690	25,210	26,609
<b>Resumen Flujo de Caja</b>				
EBITDA OPERATIVO	8,311	9,564	7,384	10,107
(-) Gasto Financiero del período	-1,257	-848	-488	-495
(-) Impuesto a la renta del período	-993	-1,282	-900	-1,693
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	6,061	7,434	5,996	7,918
(-) Variación Capital de Trabajo	2,594	-2,601	-670	-2,353
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	8,655	4,833	5,326	5,565
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	532
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-590	-600	-600	-600
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-1,874	-1,306	-4,463	-620
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-60	-31	-720	-37
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	6,132	2,896	-457	4,840
Margen de Flujo de Caja Libre %	0%	0%	0%	0%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-5,058	-3,709	113	-110
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-380	596	15	64
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	-3,338
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	694	-217	-328	1,455
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	866	1,560	1,343	1,015
<b>Indicadores</b>				
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	5.82	9.77	13.29	16.98
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses período+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	5.82	9.77	13.29	16.98
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	6.61	11.28	15.13	20.40
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	5.12	9.74	5.98	19.15
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	1.22	0.67	0.88	0.58
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	1.03	0.53	0.74	0.36
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	34%	20%	19%	17%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1.22	2.12	1.14	1.35
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1.74	1.38	1.01	0.95
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	1.24	0.83	(0.09)	0.82
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	1.16	1.00	(0.08)	0.83

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 como 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 de riesgo no constituyen una recomendación para comprar, vender o mantener un valor; tampoco constituyen una garantía del pago del mismo. Las calificaciones de riesgo no implican una opinión respecto de la estabilidad de su precio de mercado, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en este. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2015.