

Ecuador
Emisión de Obligaciones

Zaimella del Ecuador S.A.

Calificación Inicial

Emisiones	Calif. Anterior	Calif. Actual	Último Cambio
Programa Papel Comercial	*	AAA	--
Emisión Oblig. 2012	N/R	AAA	--

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación

Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación

Último Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación

* Esta es la primera calificación que realiza BWR sobre esta emisión

NR: No registra cambio de calificación.

Resumen Financiero

Miles USD	dic-15	feb-16
Activos	50,665	55,862
Ventas	74,896	10,752
Margen EBITDA (%)	13.9%	15.0%
ROA (%)	12.5%	9.5%
Deuda financiera/ Capitalización (%)	20.1%	23.3%
CFO/ Deuda Fin CP (x)	1.47	3.87
Reserva cash + FCL/ Deuda Fin CP	1.18	3.77
Deuda financiera Total/ FFO(x)	0.94	1.24

(x) Indicador en veces

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BWR decidió otorgar al programa de Papel Comercial la calificación de 'AAA' y mantener la calificación de 'AAA' a la Emisión de Obligaciones, las cuales se analizan en el presente informe. De acuerdo a la Ley, la categoría 'AAA' 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.

Las calificaciones otorgadas se fundamentan 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 considera adicionalmente el corto plazo de las emisiones, y la fortaleza de liquidez actual de la compañía.

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, con marcas bien posicionadas 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 endeudamiento, que además ha mostrado una tendencia a reducirse en el mismo período.

La generación operativa de la empresa ha sido holgada en relación a las inversiones de capital de la empresa, y la política de dividendos ha sido conservadora, lo que ha permitido conseguir sostenidamente un flujo de caja libre positivo.

El riesgo de refinanciamiento se considera bajo tomando en cuenta el perfil crediticio del emisor, su capacidad de generación y la flexibilidad existente para diferir inversiones y ajustar su operación en caso de necesitarse. Adicionalmente, a través de la presente emisión Zaimella mejorará la estructura de plazos de su pasivo, estrategia que fortalecerá la posición de la empresa dentro de la coyuntura ecuatoriana actual.

Contactos:

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

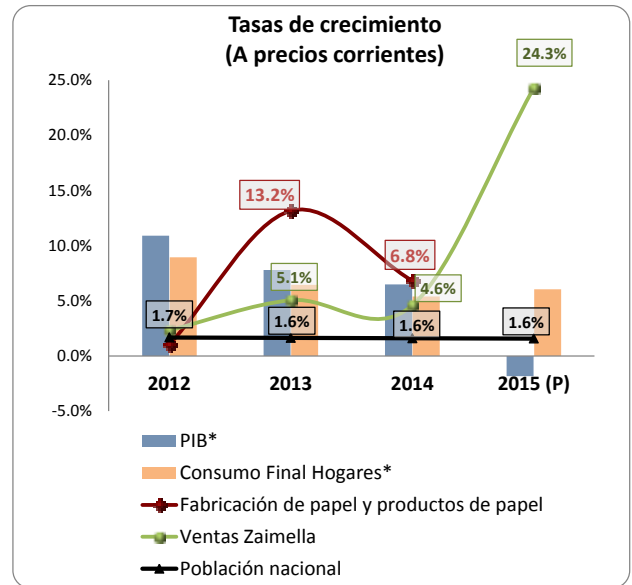
Andrés F Crespo
(5932) 226 9767 ext. 113
acrespo@bwratings.com

CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS

Emisión de Obligaciones 2012	
Número de seguimiento calificación:	Primer Seguimiento
Emisor:	ZAIMELLA DEL ECUADOR S.A.
Monto Total Emisión:	USD 5,000,000
Clase:	H
Monto en Circulación:	USD 1,250,000
Número de Resolución:	Q.IMV.2012.5220
Fecha Aprobación SIC:	05-oct-12
Fecha 1ra Colocación:	31-oct-12
Fecha Vencimiento:	31-oct-16
Plazo	1440 días
Tasa de interés	7.5% Anual Fija
Pago de intereses:	Cada 90 días, a partir de los 90 días emitidos los valroes
Pago de Capital:	Cada 180 días días, a partir de los 180 días emitidos los valores
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Capital de trabajo, reestructuración de pasivos y proyectos de inversión
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador y Colocador:	Casa de Valores Produvalores S.A
Agente Pagador :	DECEVALE S.A
Rep. Obligacionistas:	MOLINA & COMPAÑÍA ABOGADOS

Emisión Papel Comercial	
Emisor:	Zaimella del Ecuador S.A.
Monto Total Programa:	USD 4,000,000
Monto en Circulación:	USD 3,950,000
Número de Resolución:	No. SCVS.IRQ.DR.2015.416
Fecha de aprobación:	02-marzo-2015
Fecha Tope Programa:	19-febrero-2017
Plazo del Programa:	720 días
Cupón de Interés:	Cupón Cero
Pago de Capital:	Al vencimiento plazo de la emisión
Garantía:	General
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.
Agente Pagador :	DECEVALE S.A.
Rep. Obligacionistas:	MOLINA & COMPAÑÍA ABOGADOS S.A

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 se espera un crecimiento en términos constantes de 0.4% mientras que la CEPAL y el FMI estiman una contracción de 0.1% y 4.5%, 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

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

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.

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 compra a un importante competidor (Sanitex), a través de la cual 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 tiene contratos

con *pañaleras*, que son almacenes franquiciados especializados en la comercialización al por menor de productos de higiene y cuidado personal.

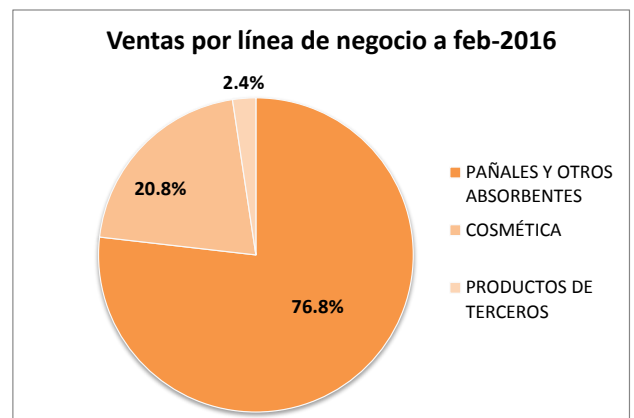
Sus marcas han logrado un importante reconocimiento a nivel local y regional y abarcan las siguientes categorías de productos: pañales desechables para bebés, pañales para la incontinencia, protectores femeninos para post parto, pañitos húmedos, papel higiénico húmedo y productos de cosmética e higiene 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 77% 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 51% del total de ventas.

La línea de cosmética genera el 21% de las ventas y posee diferentes productos y marcas bien posicionados. La marca *Para Mi Bebé* representa el 66% de los ingresos de esta división. Por último la división de productos de terceros representa sólo el 2.4% 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 de sus productos 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.

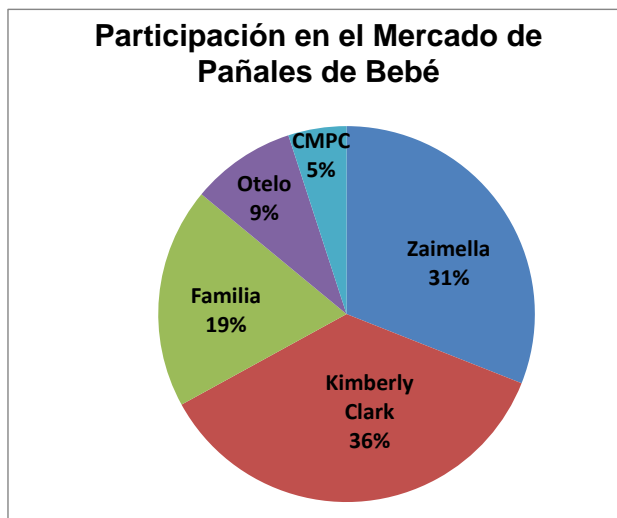
A la fecha de corte de información (febrero-2016), 481 personas trabajan en la compañía. Zaimella no ha tenido problemas laborales y tampoco posee sindicato.

Nómina a febrero-2016	
FUNCIONARIOS	1
EMPLEADOS	319
OBREROS	164
TOTAL GENERAL	484

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

Zaimella es uno de los principales competidores de esta industria en el país, con una importante porción del mercado en su principal producto, y ventas totales de USD 74.9 MM a diciembre-2015. 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 dicho país 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 31.1 MM, del cual el 68.7% 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
Total	100.00%	21,372,950	

Fuente: Moderna Alimentos
Elaboración: BWR

Los accionistas han soportado la operación a través de la capitalización de un 83% de los dividendos si se toma en cuenta un promedio de los años analizados.

A febrero-2016 la deuda financiera total ajustada / capitalización¹ es del 20.8% por lo que el restante 79.2% 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

¹ Capitalización = Ob. Financieras Total (ajustadas por contingentes) + Patrimonio.

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 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, y los estados financieros 2015 auditados por KPMG del Ecuador. Estos son presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y no presentan observaciones ni salvedades. Además se han analizado estados financieros no auditados con corte al 28 de febrero de 2015 y febrero de 2016.

Las proyecciones utilizadas para este seguimiento fueron preparadas por Zaimella 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

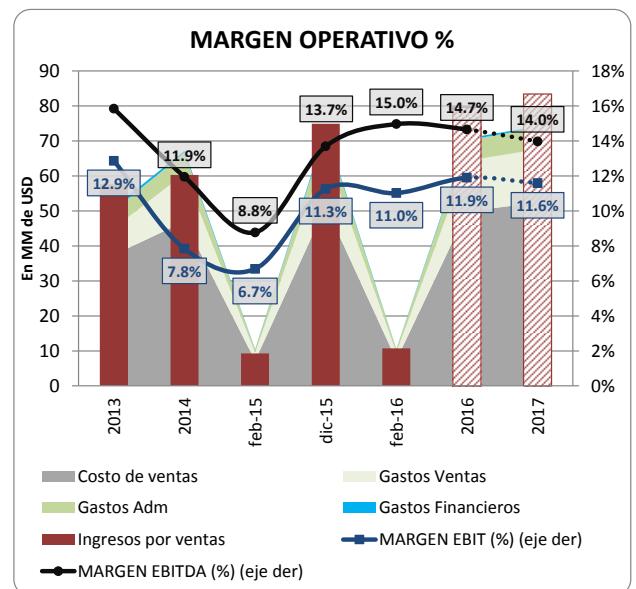
En los últimos años los ingresos generados por

Zaimella han tenido un comportamiento estable sin presentar decrecimientos. Estos han crecido en promedio al 4%. Zaimella cerró el año 2015 con ventas de USD 74.90 MM, valor superior en 24.3% a las ventas de diciembre 2014.

De acuerdo a la empresa un factor que ha contribuido al incremento en sus ventas ha sido una migración del consumidor desde marcas de precio más elevado hacia los productos del segmento de la empresa, dentro del entorno económico que se vive actualmente.

Para 2016 se prevé que el crecimiento de los ingresos por ventas locales sea menos expansivo (1.1%), sin embargo tomando en cuenta los ingresos por exportación a Venezuela el crecimiento será de 6.3%.

Gráfico 5



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

En cuanto al margen bruto, este ha mejorado notablemente en los últimos años, pasando de 27.2% en 2011 a 37.2% en 2015. A la fecha de corte (feb-2016) este indicador es del 37%.

Esta mejora se ha dado en primer lugar por un cambio en la mezcla de ventas, gracias al crecimiento de la división de cosmética, que es la más rentable, frente 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.

Para 2016 se prevé que la tendencia del margen bruto a mejorar continúe, considerando una disminución adicional en el precio promedio de la materia prima con relación a 2015. Debido a la

incertidumbre respecto a la evolución en el precio internacional de la materia prima hemos considerado en nuestro análisis un escenario de reducción del margen bruto hacia niveles del 2015 a partir del año 2017.

Gráfico 6



Fuente: Zaimella del Ecuador
Elaboración: BWR

Proyecciones ajustadas BWR

*EBITDA anualizado en feb-2015 y feb-2016. Crecimiento de feb-2016 es con respecto a feb-2015

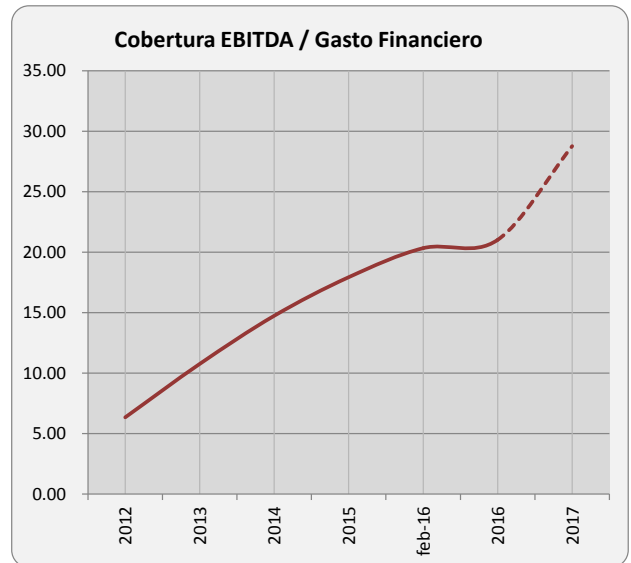
Por su lado el EBITDA ha tenido un comportamiento relativamente estable en los últimos años con excepción del 2014, periodo en el cual tuvieron mayores egresos operativos por la implementación de campañas publicitarias y mayores incentivos a sus canales de distribución.

En el 2015 el EBITDA se recuperó (USD 11.2 MM) por un incremento de ventas a un mejor margen bruto, y el hecho de que los gastos operativos crecen en menor proporción que el crecimiento de la operación.

Para finales de este año se espera un crecimiento relativamente importante del EBITDA que obedece a un mayor nivel de ventas con mejores márgenes (margen bruto y margen EBITDA).

El EBITDA en los últimos años ha cubierto ampliamente al gasto financiero (14.7 veces en 2014, 17.7 veces en 2015), lo cual demuestra una importante flexibilidad financiera. A febrero 2016, la empresa cubre en 20.3 veces el gasto financiero con su EBITDA y esperamos que por las razones explicadas en párrafos anteriores el valor sea igualmente holgado para finalizar el año (20.8 veces). Además 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, en 2015 los indicadores mejoraron notablemente. A la fecha de corte estos son de 16.6% y 9.6% respectivamente.

Para el 2016 esperamos que la utilidad neta crezca en 16.5%, gracias a una mayor generación operativa y eficiencias importantes que ha logrado la compañía.

Estructura del Balance

ACTIVOS	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	feb-16
Total Activo Corriente	57%	60%	56%	60%	64%
Fondos Disponibles	4%	3%	2%	7%	17%
CxC Comerciales	25%	29%	26%	30%	24%
Inventarios Neto	24%	21%	23%	19%	20%
Otras cuentas por cobrar	2%	0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados	3%	7%	5%	4%	4%
Total Activo No Corriente	43%	40%	44%	40%	36%
Propiedades	42%	39%	42%	39%	35%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	0%	0%	0%
Activos Diferidos	0%	0%	1%	1%	1%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

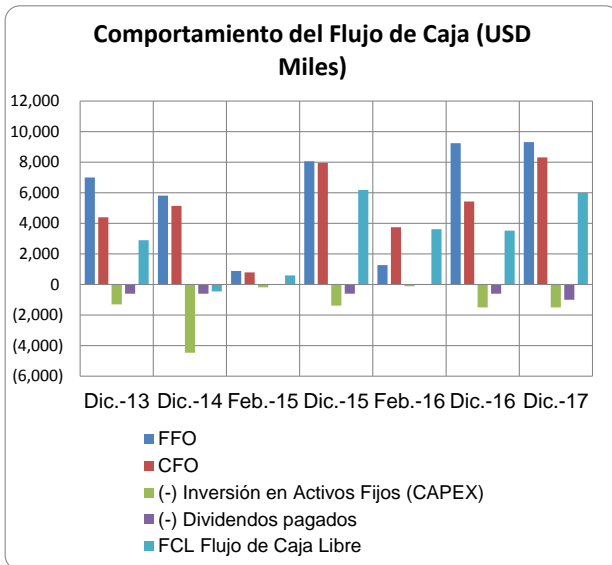
PASIVOS	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	feb-16
Total Pasivo Corriente	39%	35%	38%	39%	41%
Deuda Financiera CP	12%	8%	11%	12%	13%
Deuda Comercial	22%	20%	21%	18%	19%
Otros Pasivos CP	5%	7%	6%	9%	9%
Total Pasivo LP	14%	8%	4%	2%	4%
PATRIMONIO	47%	57%	58%	60%	56%
Total Pasivo + Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A.

Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Gráfico 8



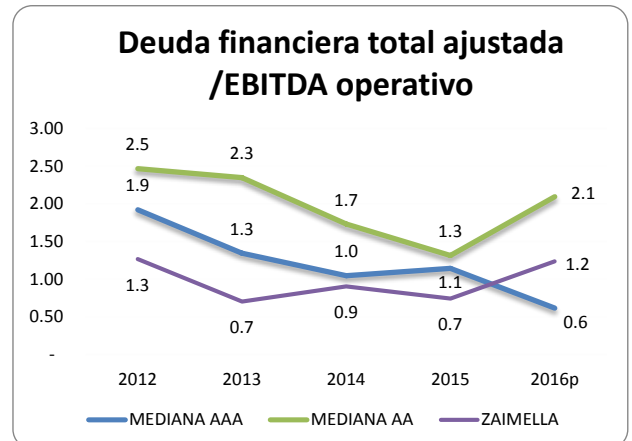
Fuente: Zaimella del Ecuador S.A.
Elaboración: BWR
Proyecciones ajustadas BWR

Zaimella 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 analizados. Si bien esperamos que en 2016 los ingresos de Zaimella se incrementen, el CFO podría contraerse por mayores requerimientos de capital de trabajo, si es que los días de cuentas por cobrar aumentan por la menor liquidez que existe en el país.

Adicionalmente en 2016 se esperan que se mantengan las inversiones de CAPEX relacionadas en mayor medida a mejoras y renovación de maquinaria. Se considera un monto aproximado de USD 1.5 MM por este concepto. La compañía podría cerrar el 2016 con un Flujo de Caja Libre (FCL) positivo estimado en USD 3.5 MM. En los próximos años se espera mejoras adicionales en el FCL tomando en cuenta menores requerimientos de capital de trabajo y mayor generación.

Gráfico 9



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A.

Elaboración: BWR

**Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escalas AAA y AA por BWR. Indicador agrupa las escalas de calificación independiente del signo asignado.

El indicador considera en el numerador los contingentes de riesgo de las empresas.

Históricamente 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 febrero, este pasivo asciende a USD 8.2 MM.

En los periodos analizados el indicador de deuda financiera ajustada sobre EBITDA ha sido menor a uno con excepción del año 2012 (1.27 veces) y para el 2016 se espera que este indicador sea ligeramente superior a 1 (1.22 veces).

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, el emisor sí otorga garantías a empresas relacionadas, que se incorporan en el numerador del indicador y que a febrero-2016 llegan a USD 1.3MM.

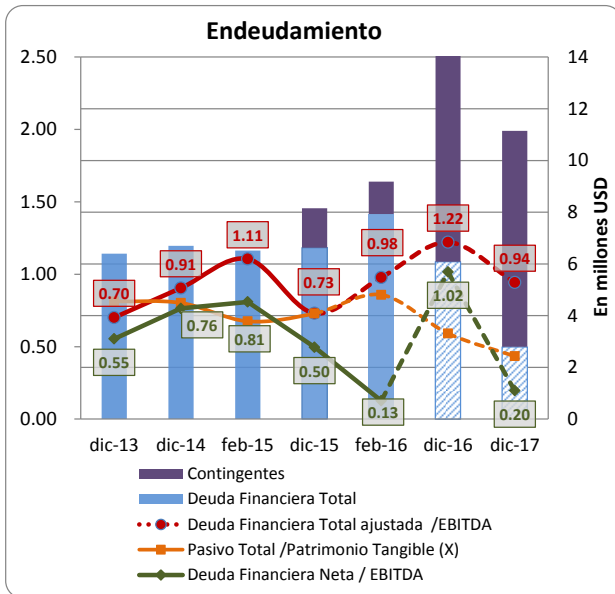
Para finales del presente año se espera que la empresa otorgue garantías adicionales por aproximadamente USD 7 MM a empresas relacionadas que se utilizarán principalmente para afianzar los proyectos de expansión internacional de los accionistas. Si es que el indicador de Deuda Financiera / EBITDA se calculara sin este ajuste, este podría ubicarse en 2016 en 0.51 veces.

Cabe indicar que en condiciones normales Zaimella no realizará los desembolsos para el pago de este contingente, debido a que las empresas

relacionadas lo pagarían con sus propios flujos.

Zaimella se compara favorablemente con empresas calificadas por BWR en las más altas categorías. Se espera que en los próximos años los índices de endeudamiento se mantengan de igual forma en niveles conservadores.

Gráfico 10



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

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 en los años analizados no han necesitado un requerimiento importante de deuda financiera.

El índice de deuda financiera frente al patrimonio tangible presenta un comportamiento histórico más estable y refleja la importante posición patrimonial que tiene la empresa, gracias a que en los últimos años las utilidades se han retenido y posteriormente se han capitalizado.

Capacidad de Pago y Liquidez

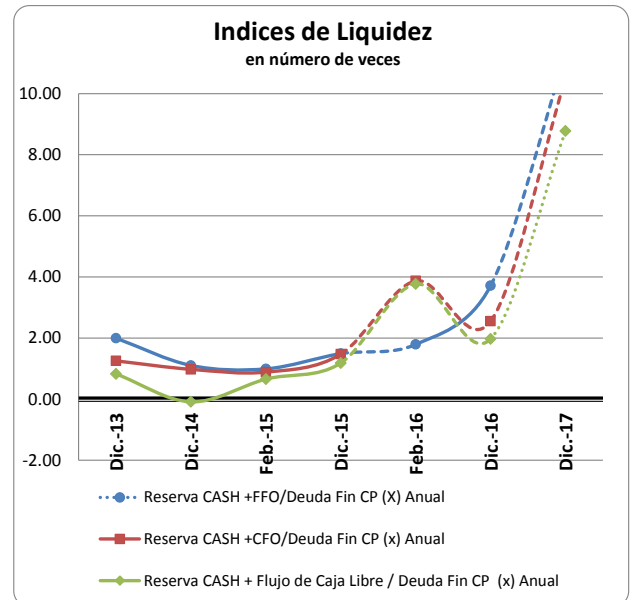
Los indicadores históricos de liquidez de Zaimella son holgados y se han mantenido relativamente estables en el tiempo.

En 2016 y según nuestras estimaciones la liquidez de Zaimella mejorará ligeramente ya que a pesar de mayores requerimientos de capital de trabajo y CAPEX, la compañía generaría un Flujo de Caja Libre positivo de USD 3.5MM. Esto, sumado a la liquidez excedente de fines del 2015 de aproximadamente USD 1MM, cubriría en aproximadamente 74% las obligaciones financieras de corto plazo de la empresa.

Por tanto estimamos que la empresa podría necesitar reemplazar financiamiento por

aproximadamente USD 1.6MM. 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.

Gráfico 11



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

A la fecha de corte la deuda financiera de la empresa está concentrada en un 76% 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, prevemos que a través de la nueva emisión de obligaciones la estructura de plazos de su fondeo mejore sustancialmente y por lo tanto se reduzca el riesgo de refinanciamiento.

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

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe.

Fecha de corte	feb-16
Activo Líquido (USD M)	8,217.61
Activo Ajustado (USD M)	53,606.46
Activo Total (USD M)	55,861.73

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Gtia General (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	2,513.29	2,513.29	3.27	21.33
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	1,253.00	3,766.29	2.18	14.23
3era	Deuda sin garantía específica de balance	20,989.79	24,756.08	0.33	2.17
TOTAL		24,756.08	24,756.08	0.33	2.17

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

El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 2.17 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. Al ser una emisión con garantía general, los activos totales son los que respaldan la emisión.

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.

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, así como la confirmación de cumplimiento de los resguardos de las dos emisiones calificadas.

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.

RESGUARDOS DEL PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL

1.- Establecer las siguientes medidas cuantificables en función de razones financiera, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del

emisor: a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y, b) Los activos reales sobre los pasivos de la compañía 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. 2.- Así mismo se resuelve no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 3.- Mantener durante la vigencia de la emisión. La relación de los activos libres de gravamen sobre papel comercial en circulación, según lo establecido en la codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, la Ley de Mercado de Valores y demás normas pertinentes.

Se deja constancia que el incumplimiento de los resguardos antes establecidos, dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones efectuadas por la compañía.

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, y los títulos han tenido aceptación entre los inversionistas.

Actualmente Zaimella tiene en el mercado de valores los siguientes instrumentos:

Emisión	Emisión obligaciones 2012	Programa de papel comercial
Monto Autorizado	5,000,000	4,000,000
Calificación	AAA	AAA
Calificadora	BankWatch	BankWatch
Fecha última Calificación	15-4-16	15-4-16

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	Dic-15	Feb-16
Resumen de Resultados					
Ventas	54,840	57,611	60,254	74,896	10,752
% crecimiento	2.3%	5.1%	4.6%	24.3%	16.0%
MARGEN BRUTO (%)	31.4%	35.0%	35.0%	37.2%	37.0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7,978	9,129	7,197	10,406	1,609
MARGEN EBITDA (%)	14.5%	15.8%	11.9%	13.9%	15.0%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7,978	9,129	7,197	10,406	1,609
MARGEN EBITDAR (%)	14.5%	15.8%	11.9%	13.9%	15.0%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	6,257	7,410	4,724	8,429	1,185
MARGEN EBIT (%)	11.4%	12.9%	7.8%	11.3%	11.0%
Gasto Financiero del período	-1,257	-848	-488	-580	-79
Impuestos a la renta	-993	-1,282	-900	-1,765	-266
UTILIDAD NETA	4,339	5,675	3,621	6,193	848
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	1,560	1,343	1,015	3,437	9,218
Principales cuentas del Capital de Trabajo					
Cuentas por Cobrar Comerciales	10,369	12,709	12,782	15,308	13,289
Inventarios	10,144	9,209	11,217	9,703	11,326
Cuentas por Pagar Proveedores	9,180	8,850	10,072	8,996	10,392
Deuda Financiera Total	10,109	6,401	6,514	6,074	8,186
Otros Pasivos	2,926	4,004	3,636	3,809	4,925
Patrimonio	19,966	25,041	28,062	30,258	31,106
Patrimonio Tangible	18,883	23,690	25,210	27,986	28,851
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	7,978	9,129	7,197	10,406	1,609
(-) Gasto Financiero del período	-1,257	-848	-488	-580	-79
(-) Impuesto a la renta del período	-993	-1,282	-900	-1,765	-266
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	5,728	6,999	5,809	8,060	1,264
(-) Variación Capital de Trabajo	2,594	-2,601	-670	-110	2,476
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	8,322	4,398	5,139	7,951	3,740
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	333	435	187	245	8
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-590	-600	-600	-600	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-1,874	-1,306	-4,463	-1,379	-116
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-60	-31	-720	-32	-9
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	6,132	2,896	-457	6,185	3,622
Margen de Flujo de Caja Libre %	0%	0%	0%	0%	0%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-5,058	-3,709	113	-439	2,111
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-380	596	15	16	48
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	-3,338	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	694	-217	-328	2,422	5,781
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	866	1,560	1,343	1,015	3,437
Indicadores					
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	5.56	9.25	12.90	14.89	16.98
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	5.56	9.25	12.90	14.89	16.98
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	6.35	10.76	14.75	17.94	20.34
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	4.86	9.23	5.60	15.56	18.87
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	1.27	0.70	0.91	0.73	0.98
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	1.07	0.55	0.76	0.40	0.02
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	34%	20%	19%	20%	23%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1.15	2.00	1.10	1.49	1.79
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1.68	1.25	0.98	1.31	3.14
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	1.24	0.83	(0.09)	1.18	3.77
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.16	1.00	(0.08)	1.19	3.78

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 en 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 2016.