

Ecuador
Emisión de Papel
Comercial

Zaimella del Ecuador S.A.

Calificación

Emisiones	Calif. Anterior	Calif. Actual	Último Cambio
Programa Papel Comercial	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-16	may-17
Activos	54,613	57,038
Ventas	76,743	34,932
Margen EBITDA (%)	18.2%	18.3%
ROA (%)	15.9%	19.3%
Capitalización (%)	3.3%	10.7%
Deuda Fin CP	25.84	0.11
Total/ FFO(x)	0.11	0.38

Contactos:

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

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

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BWR decidió mantener la calificación de 'AAA' al programa de Papel Comercial que se analiza 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 importante generación operativa y con buenas perspectivas; un sólido posicionamiento dentro de su sector; y un muy 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. La compañía posee un adecuado soporte patrimonial.

Vemos como un hecho positivo el que los ingresos por concepto de exportación son mayores a la totalidad de la deuda financiera de la empresa, que son flujos que no son sensibles al riesgo país.

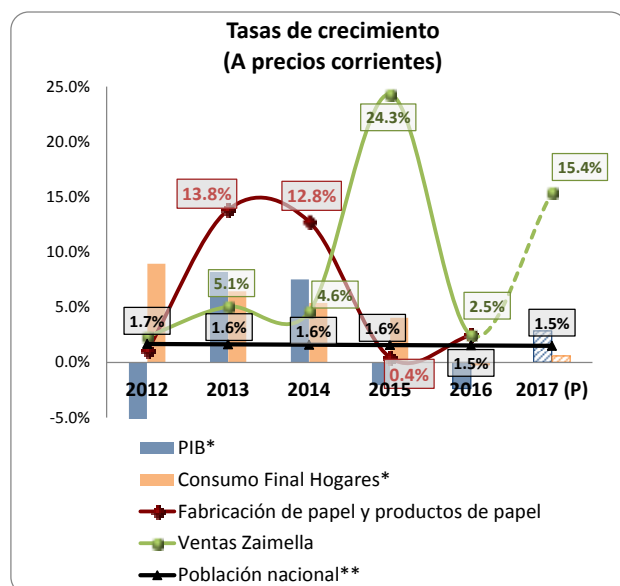
Actualmente Zaimella no posee riesgo de refinanciamiento tomando en cuenta el FCL (flujo de caja libre) esperado y la liquidez excedente. En los siguientes años esperamos que la liquidez se mantenga de igual manera holgada considerando la generación y el nivel de deuda proyectado.

CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS

Emisión Papel Comercial	
Número de seguimiento	Primer Seguimiento
Emisor:	Zaimella del Ecuador S.A.
Monto Total Programa:	USD 4,000,000
Monto en Circulación:	USD 1,000,000
Número de Resolución:	No. SCVS.IRQ.DRMV.2017.370
Fecha de aprobación:	10-feb-2017
Fecha Tope Programa:	31-ene-2019
Plazo del Programa:	720 días
Plazo de la emisión:	359 días
Cupón de Interés:	Cupón Cero
Pago de Capital:	Al vencimiento
Garantía:	General
Destino de la emisión	Para capital de trabajo y compra de maquinaria de la compañía emisora consistente en: Hasta 70% en pago a proveedores del exterior y hasta 30% en pago a proveedores locales
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador y Colocador:	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.
Agente Pagador :	DECEVALE S.A.
Rep. Obligacionistas:	AVALCONSULTING CIA. LTDA.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Gráfico 1



Fuente: BCE, Zaimella del Ecuador S.A.

Elaboración: BWR

*Variación de PIB en valores corrientes **2017 proyectado CIFRAS INEC

En cuanto a la economía ecuatoriana y según algunos analistas, el comportamiento de la economía podría mostrar signos de pequeña convalecencia en el 2017, dependiendo del comportamiento del precio del petróleo y de la habilidad del Gobierno de seguir consiguiendo préstamos. La profundidad de la crisis y el tiempo que dure la recesión dependerán precisamente del financiamiento externo y de las medidas económicas y financieras que adopte la administración del país.

Fitch Ratings considera que la economía ecuatoriana tendría una contracción mayor al 2% en el 2016, y que, a partir del 2019, podría alcanzar crecimientos menores al 2%. La estimación del FMI es que el PIB del Ecuador tendrá decrecimiento por 5 años seguidos, es decir de 2016 a 2020 y que solamente en el 2021 alcanzará un crecimiento del 1.5%. El Banco Mundial prevé un crecimiento de 0.8% para 2017 y la CEPAL de 0.3%. Por su parte, el BCE espera que la economía alcance en el 2017 un crecimiento del 1.4%.

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 periodos.

Zaimella del Ecuador S.A. 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.

Aproximadamente un 50% de la 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.

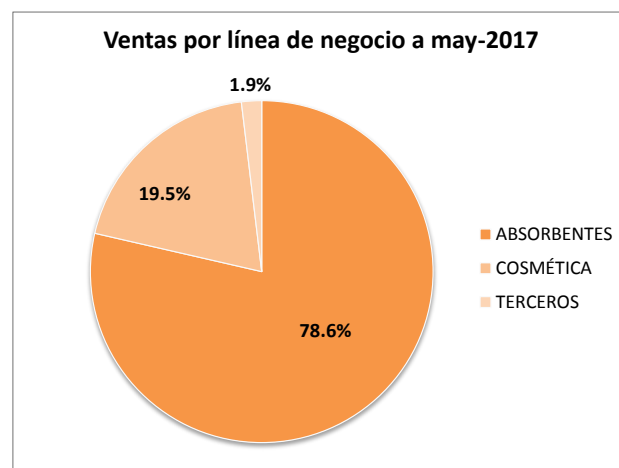
Zaimella posee tres líneas de negocio o divisiones: la línea de absorbentes, que se refiere a pañales

(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) representan más del 90% 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 aproximadamente el 52% del total de ventas.

La línea de cosmética genera el 20% de las ventas y posee diferentes productos y marcas bien posicionados. La marca *Para Mi Bebé* representa el 66.3% de los ingresos de esta división. Por su lado, 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 con una planta de producción en Amaguaña, donde se encuentran también sus oficinas administrativas. 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 60% de su capacidad instalada por lo que la empresa posee un potencial importante de crecimiento.

A la fecha de corte de información (may-2017), 449 personas trabajan en la compañía. Zaimella no ha tenido problemas laborales ni tampoco

posee sindicato.

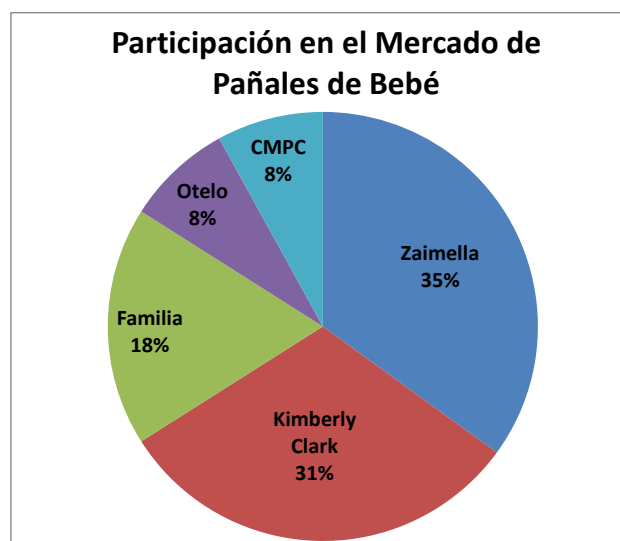
Nómina a mayo-2017	
FUNCIONARIOS	0
EMPLEADOS	292
OBREROS	157
Total General	449

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

Zaimella es una de las empresas líderes de esta industria en Ecuador y posee el liderazgo en su principal producto como se muestra en el gráfico 3. Además, tomando en cuenta la estrategia de la empresa, en el último año ha logrado incrementar su participación frente a la competencia.

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.

Adicionalmente, los accionistas mediante la empresa Cophaz Inc Panamá han establecido una

filial en Bolivia y en República Dominicana las cuales se encargarán de posicionar y distribuir algunos de sus productos.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

Zaimella del Ecuador S.A. es una sociedad anónima con un patrimonio de USD 38.1 MM, del cual el 51.2% 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	80.23%	15,672,961	Persona Natural
Gabriel Farraye Henech	9.03%	1,764,177	Persona Natural
Luigi Scifo Amodio	9.03%	1,764,177	Persona Natural
Carlos Ortiz Gonzalez	1.71%	333,207	Persona Natural
Total	100.00%	19,534,522	

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

Los accionistas han soportado la operación a través de la capitalización de un 88% de los dividendos si se toma en cuenta un promedio de los años analizados.

A mayo-2017 la deuda financiera total ajustada / capitalización¹ es apenas del 2.6% por lo que el restante 97.4% 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

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

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 periodo 2012-2014 por la firma Ernst & Young, y los estados financieros 2015-2016 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 31 de mayo de 2017 y mayo 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 9%. Zaimella cerró el año 2016 con

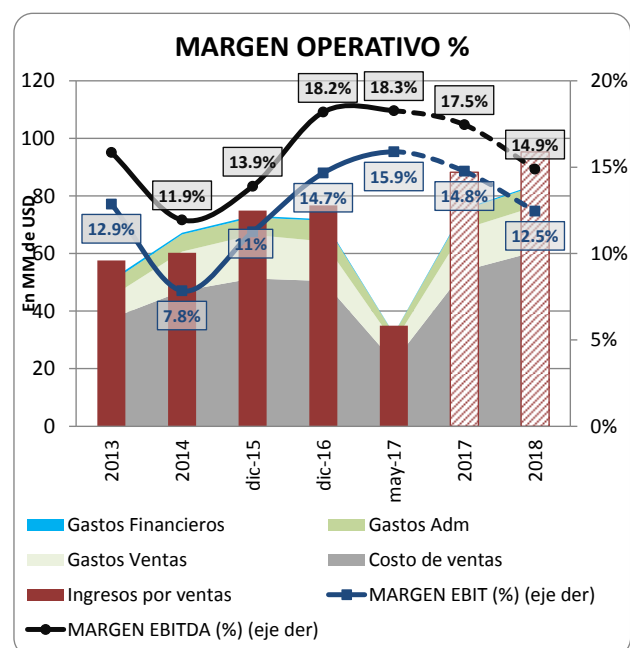
ventas de USD 76.7 MM, valor superior en 2.5% a las ventas de diciembre 2015. Esto refleja que la empresa tuvo un mejor comportamiento que su sector y la economía en general.

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. Lo anterior gracias a la estrategia de brindar productos más convenientes.

A la fecha de corte mayo-2017, las ventas han crecido en 15.6%. Otro factor que contribuyó a este crecimiento es que Zaimella ha incrementado el portafolio de productos principalmente en la línea cosmética.

Tomando en cuenta los proyectos de exportación y el comportamiento que ha tenido Zaimella en lo que va del año se espera un crecimiento cercano al 15% para 2017.

Gráfico 5



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

En cuanto al margen bruto, este ha mejorado notablemente en los últimos años, pasando de 31.4% en 2012 a 39.7% en 2016. A la fecha de corte (may-2017) este indicador es de 41.2%.

Esta mejora ha sido posible ya que en primer lugar el costo general de la materia prima ha disminuido (alineado a la tendencia global de otras materias primas). Además, en la empresa han estandarizado al equipo técnico y el crecimiento en volumen ha provocado eficiencias que ayudan a disminuir el costo unitario. Es claro también que la maquinaria y producción en general han logrado mayores niveles de eficiencia en los últimos años; hecho que disminuye directamente el costo de ventas.

Gráfico 6



Fuente: Zaimella del Ecuador

Elaboración: BWR

Proyecciones ajustadas BWR

*Crecimiento de mayo 2017 es con respecto a mayo-2016

Esperamos que para fines del presente año no existan variaciones importantes en el margen bruto. Preveamos que este se podría presionar en los próximos años debido principalmente a la incertidumbre en los precios de la materia prima.

Por su lado, el EBITDA ha tenido un comportamiento relativamente inestable en los últimos años. En 2014 este cae en un 21% ya que tuvieron mayores egresos operativos por la implementación de campañas publicitarias y mayores incentivos a sus canales de distribución.

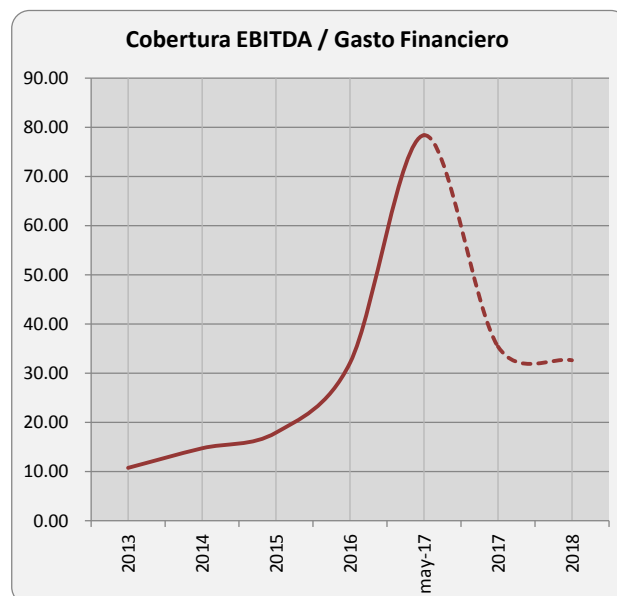
Tanto en el 2015 y 2016 el EBITDA se recuperó especialmente por un incremento de ventas a un mejor margen bruto, y el hecho de que los gastos operativos crecieron en menor proporción que el crecimiento de la operación.

Para mayo-2017, el incremento en su generación con mejores márgenes (margen bruto y margen EBITDA) ha permitido que el EBITDA crezca en un 33% con respecto a mayo-2016. No está por más decir que el peso de los egresos operativos frente a las ventas ha disminuido levemente gracias a eficiencias operativas incluyendo una reducción del personal. Dicho lo anterior preveamos que para finales de este año el EBITDA crezca en aproximadamente 10%.

El EBITDA en los últimos años ha cubierto ampliamente al gasto financiero (17.9 veces en 2015, 32.1 veces en 2016), lo cual demuestra una importante flexibilidad financiera. A mayo-2017, la empresa cubre en 78.4 veces el gasto financiero con su EBITDA debido a que casi no mantiene deuda financiera y esperamos que por las razones explicadas en párrafos anteriores el valor sea

igualmente holgado para finalizar el año (35.4 veces). En los próximos años preveamos que dicha relación se mantenga en niveles holgados.

Gráfico 7



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A.

Elaboración: BWR

Proyecciones ajustadas BWR

Estructura del Balance

ACTIVOS	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	may-17
Total Activo Corriente	60%	56%	60%	63%	63%
Fondos Disponibles	3%	2%	7%	9%	9%
CxC Comerciales	29%	26%	30%	28%	29%
Inventarios Neto	21%	23%	19%	22%	21%
Otras cuentas por cobrar	0%	0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados	7%	5%	4%	4%	4%
Total Activo No Corriente	40%	44%	40%	37%	37%
Propiedades	39%	42%	39%	36%	34%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	0%	0%	0%
Activos Diferidos	0%	1%	1%	0%	0%
Otros Activos No Corrientes	2%	2%	1%	1%	3%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

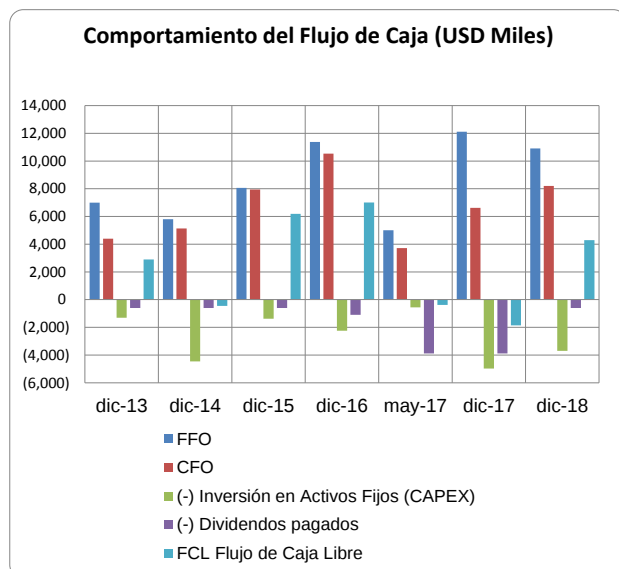
PASIVOS	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	may-17
Total Pasivo Corriente	35%	38%	39%	29%	31%
Deuda Financiera CP	8%	11%	12%	1%	2%
Deuda Comercial	20%	21%	18%	21%	16%
Otros Pasivos CP	7%	6%	9%	7%	14%
Total Pasivo LP	8%	4%	2%	2%	2%
PATRIMONIO	57%	58%	60%	69%	67%
Total Pasivo + Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

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 los periodos analizados. Tomando en cuenta una mayor generación y requerimientos de capital de trabajo relativamente pequeños el CFO a mayo-2017 fue de USD 3.7 MM. No obstante este fue menor en 11% al de mayo-2016 principalmente a una reducción de días de cuentas por pagar.

A diferencia de lo sucedido en el año anterior esperamos requerimientos de capital de trabajo considerablemente mayores (USD 836 M dic-2016 frente a USD 5.5 MM dic-2017). De esta manera y a pesar de la mayor generación esperada, el CFO llegaría a los USD 6.6MM (37% menor al de dic-2016).

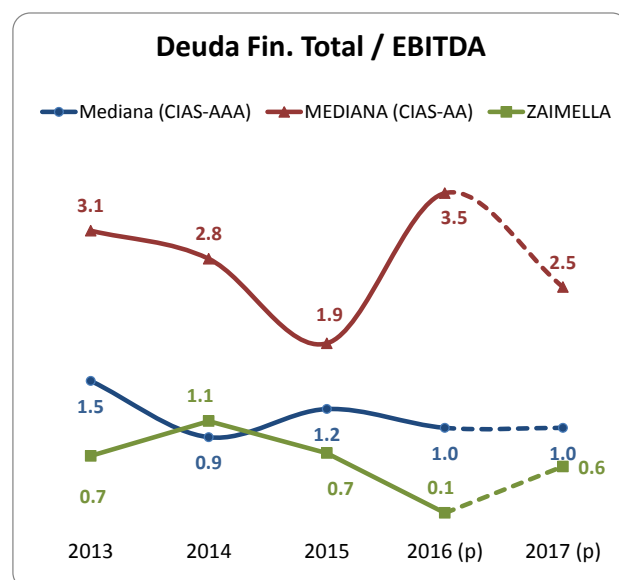
Por su lado en 2017 se esperan inversiones de CAPEX relacionadas en mayor medida a mejoras y repotenciación de maquinaria. Se considera un monto cercano a los USD 5 MM por este concepto.

Además, tomando en cuenta el pago de dividendos de USD 4 MM, Zaimella podría cerrar el 2017 con un flujo de caja libre (FCL) negativo estimado en USD 1.9 MM que podría cubrir casi en su totalidad con la

liquidez excedentaria que mantiene a la fecha.

Esperamos que para los próximos años los flujos de caja libre sean positivos. Esto debido principalmente a menores inversiones de CAPEX y a que prevemos que las políticas de cobro a clientes manejo de inventario y pago a proveedores se mantengan estables.

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 una gran flexibilidad financiera frente a los posibles riesgos generados por el complicado entorno macroeconómico y en casos de iliquidez en la economía.

El endeudamiento financiero de la empresa es en su totalidad local, de corto plazo y es solamente con el mercado de valores ya que a mayo-2017 la empresa ha logrado disminuir el nivel de deuda y eliminar la deuda con instituciones financieras. La deuda financiera a mayo-2017 es de apenas USD 1 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 los próximos años se espera que este indicador sea de igual manera menor a 1 (0.6 veces 2017 y 0.6 veces 2018).

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

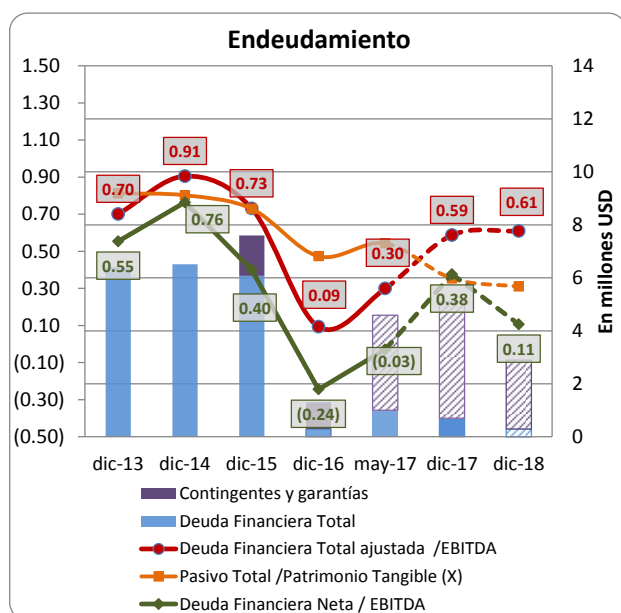
otorga garantías a empresas relacionadas, las cuales se incorporan en el numerador del indicador antes descrito; a mayo-2017 las garantías de USD 3.6MM.

Para finales del presente año se espera que la empresa otorgue garantías adicionales por aproximadamente USD 800 M a empresas relacionadas. Los recursos que se obtengan se utilizarán principalmente para afianzar los proyectos de expansión internacional de los accionistas. De acuerdo a conversaciones con el emisor, en 2018 esperamos que la empresa otorgue garantías por un monto aproximado de USD 2.6 MM.

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.

Vemos como un hecho positivo el que los ingresos por concepto de exportación son mayores a la totalidad de la deuda financiera de la empresa.

Gráfico 10



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A.

Elaboración: BWR Proyecciones ajustadas BWR

Zaimella se compara muy 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.

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 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. No obstante en este año se realizó una distribución de dividendos por un valor de USD 4 MM en función de estrategias de ampliación de mercados internacionales por parte de los accionistas.

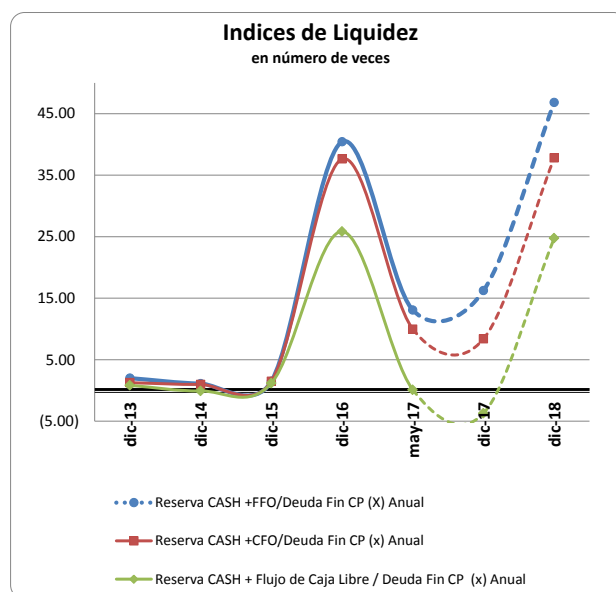
Capacidad de Pago y Liquidez

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

En 2017 y según nuestras estimaciones la liquidez de Zaimella se presionará ya que a pesar de un crecimiento en la generación, la compañía generaría un flujo de caja libre negativo de USD 1.9 MM. Sin embargo la liquidez excedente cubre en la totalidad la deuda de la empresa. Por esta razón, actualmente la empresa no posee riesgo de refinanciamiento.

En los siguientes años esperamos que la liquidez se mantenga holgada considerando la generación y el nivel de deuda proyectado.

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 100% en el corto plazo, sin embargo como se ha mencionado anteriormente el nivel de deuda es extraordinariamente bajo en comparación a la generación del negocio por lo que esta concentración no implica un riesgo importante para la empresa.

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	may-17
Activo Líquido (USD M)	5,038.51
Activo Ajustado (USD M)	53,714.33
Activo Total (USD M)	57,038.10

may-17					
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	5,413.70	5,413.70	0.93	9.92
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	0	5,413.70	0.93	9.92
3era	Deuda sin garantía específica de balance	13,838.84	19,252.54	0.26	2.79
TOTAL		19,252.54	19,252.54	0.26	2.79

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 2.79 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 previsibles 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 63% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 37% 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.

A continuación se presenta un cuadro de liquidez o circulante de los últimos 6 meses:

	SalDOS contables en dólares						Promedio semestral
	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17	abr-17	may-17	
Activo corriente	34,609	37,986	37,425	39,591	36,001	36,203	36,969
Pasivo Corriente	15,896	17,931	17,633	20,048	15,628	17,770	17,484
Indicador Liquidez General	2.18	2.12	2.12	1.97	2.30	2.04	2.11

RESGUARDOS DEL PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL

1.- Establecer las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, 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.- 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 no posee emisiones en el mercado además de las que se analiza en este informe.

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-13	dic-14	dic-15	dic-16	may-17
Resumen de Resultados					
Ventas	57,611	60,254	74,896	76,743	34,932
% crecimiento	5.1%	4.6%	24.3%	2.5%	15.6%
MARGEN BRUTO (%)	35.0%	35.0%	37.2%	39.7%	41.2%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9,129	7,197	10,406	13,958	6,382
MARGEN EBITDA (%)	15.8%	11.9%	13.9%	18.2%	18.3%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9,129	7,197	10,406	13,961	6,386
MARGEN EBITDAR (%)	15.8%	11.9%	13.9%	18.2%	18.3%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7,410	4,724	8,429	11,254	5,551
MARGEN EBIT (%)	12.9%	7.8%	11.3%	14.7%	15.9%
Gasto Financiero del período	-848	-488	-580	-435	-81
Impuestos a la renta	-1,282	-900	-1,765	-2,146	-1,291
UTILIDAD NETA	5,675	3,621	6,193	8,502	4,526
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	1,343	1,015	3,437	4,708	5,039
Principales Cuentas del Capital de Trabajo					
Cuentas por Cobrar Comerciales	12,709	12,782	15,308	15,183	16,752
Inventarios	9,209	11,217	9,703	12,267	12,089
Cuentas por Pagar Proveedores	8,850	10,072	8,996	11,694	8,889
Deuda Financiera Total	6,401	6,514	6,074	299	1,000
Otros Pasivos	4,004	3,636	3,809	4,019	5,431
Patrimonio	25,041	28,062	30,258	37,601	38,126
Patrimonio Tangible	23,690	25,210	27,986	35,935	34,802
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	9,129	7,197	10,406	13,958	6,382
(-) Gasto Financiero del período	-848	-488	-580	-435	-81
(-) Impuesto a la renta del período	-1,282	-900	-1,765	-2,146	-1,291
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	6,999	5,809	8,060	11,377	5,009
(-) Variación Capital de Trabajo	-2,601	-670	-110	-836	-1,291
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	4,398	5,139	7,951	10,541	3,718
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	435	187	245	-147	347
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-600	-600	-600	-1,100	-3,882
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-1,306	-4,463	-1,379	-2,245	-552
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-31	-720	-32	-35	-18
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	2,896	-457	6,185	7,015	-387
Margen de Flujo de Caja Libre %	0%	0%	0%	0%	0%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-3,709	113	-439	-5,776	701
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	596	15	16	32	16
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	-3,338	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-217	-328	2,422	1,271	331
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	1,560	1,343	1,015	3,437	4,708
Indicadores					
FFO/Intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	9.25	12.90	14.89	27.17	62.53
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	9.25	12.90	14.89	27.35	65.71
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	10.76	14.75	17.94	31.89	74.77
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	9.23	5.60	15.56	26.94	71.61
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	0.70	0.91	0.73	0.09	0.30
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	0.55	0.76	0.40	(0.24)	(0.03)
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	20%	19%	20%	3%	11%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	2.00	1.10	1.49	40.44	13.06
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1.25	0.98	1.31	35.27	8.92
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.83	(0.09)	1.18	25.84	0.11
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	1.00	(0.08)	1.19	25.69	0.13

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 o emisor. Esta opinión se fundamenta 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 ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener títulos. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún título para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión 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 2017.