

Ecuador
Papel Comercial
2do. seguimiento

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

NR: No registra cambio de calificación.

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 que 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 su generación operativa con tendencia positiva y con buenas perspectivas a futuro; 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 de la empresa, a través de sus exportaciones a distintos países de la región y con posibilidad de crecimiento en el corto plazo. 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.

Zaimella mantiene una generación operativa suficiente para cubrir sus requerimientos de capital de trabajo y las inversiones de capital necesarias tanto para sustentar su crecimiento como para mejorar los niveles de eficiencia operacional, 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.

Resumen Financiero

Miles USD	nov-16	dic-16	nov-17
Activos	55,774	54,613	71,881
Ventas	69,819	76,743	81,921
Margen EBITDA (%)	17.5%	18.2%	18.5%
ROA (%)	14.1%	15.9%	18.3%
Capitalización (%)	0.8%	3.3%	11.6%
Deuda Fin CP	24.26	25.84	18.04
Total/ FFO(x)	0.03	0.11	0.43

Contactos:

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

Econ. Sonia Rodas
(5932) 2922 426 ext. 111
srodas@bwratings.com

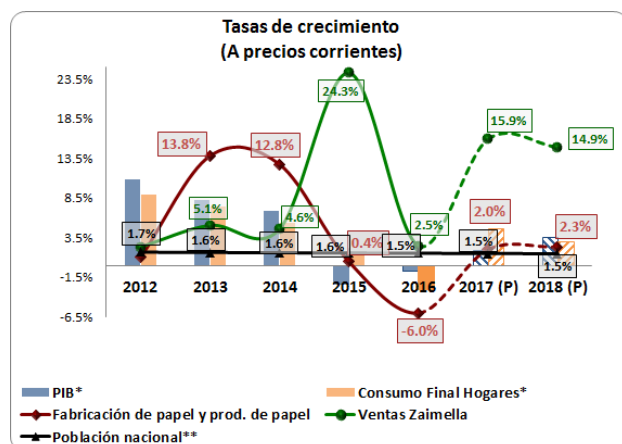


CARACTERÍSTICAS DE LA EMISION CALIFICADA

Emisión Papel Comercial	
Número de seguimiento calificación:	Segundo 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 y 2018 proyectado CIFRAS INEC

Luego dos años de contracción, según las cifras oficiales, la economía ecuatoriana habría tenido un mejor desempeño durante el 2017, con un crecimiento de 1.5% con cifras a precios de 2007 y de 1.88% con precios corrientes. La previsión de crecimiento del PIB para el año 2018 es de 2% en cifras a precios de 2007 y 3.53% a precios corrientes.

PREVISION CRECIMIENTO DEL PIB		
PRECIOS 2007	2,017	2,018
BCE	1.45	2.04
CEPAL	1.00	1.30
BM	0.80	0.80
CORDES	2.40	0.50
FMI	0.20	0.60

Si bien desde varias fuentes se tiene una mejor previsión de crecimiento para el 2018, no obstante la economía mantiene una alta dependencia del comportamiento del precio del petróleo y de la habilidad del Gobierno de seguir consiguiendo préstamos.

Hasta el momento estas dos condiciones se mantienen en niveles más altos que los de los dos años anteriores. Las condiciones de corto plazo del precio internacional son positivas debido a la expectativa de reactivación de la economía mundial y de algunas economías emergentes y a los inventarios internacionales contraídos frente al crecimiento moderado de la producción mundial, tanto de los países de la OPEP como de los demás productores. En cuanto al acceso al nuevo financiamiento los mercados internacionales hasta el momento han demandado con excedente las emisiones de deuda ofertadas.

Existen sectores económicos más afectados que otros, el segmento de fabricación de papel y productos de papel también muestra una sensibilidad importante las tendencias del PIB, pero mantiene tasas de crecimiento mayores, y en el 2017 ha mostrado una recuperación ligeramente mayor. Este sector tiene un comportamiento relacionado al consumo de hogares en general, del cual también se espera un mayor ritmo de crecimiento en comparación con los dos años anteriores, pero menor a sus históricos anteriores, como se observa en el gráfico anterior.

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 84% de este mercado incluyendo a Zaimella como líder. En el segmento de pañales para adulto tres empresas tienen el 100% del mercado y Zaimella tiene también la mayor participación. 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 disputa 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 relacionado con el precio del petróleo y 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 del cual adquiere activos productivos y las marcas Pompis, Prudential y Maternity.

La empresa comienza exportando en el año de su creación. Desde entonces ha continuado creciendo y ha comercializado sus productos en algunos países de Sudamérica, Centroamérica y el Caribe. No obstante, 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

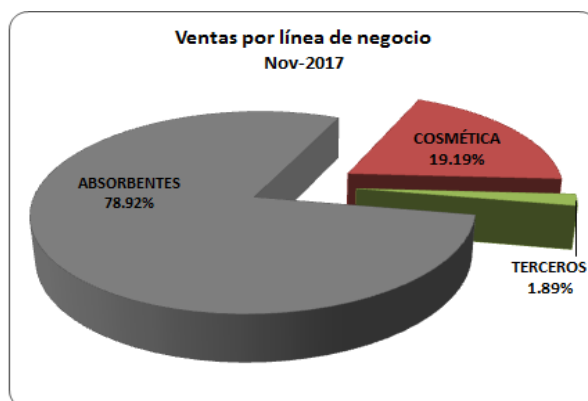
productos de cosmética e higiene infantil.

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) representa 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 posicionadas. 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 solo 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 anuales para mantenerse en línea con las innovaciones tecnológicas globales de la industria y mejorar la eficiencia de su producción.

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 (nov-2017),

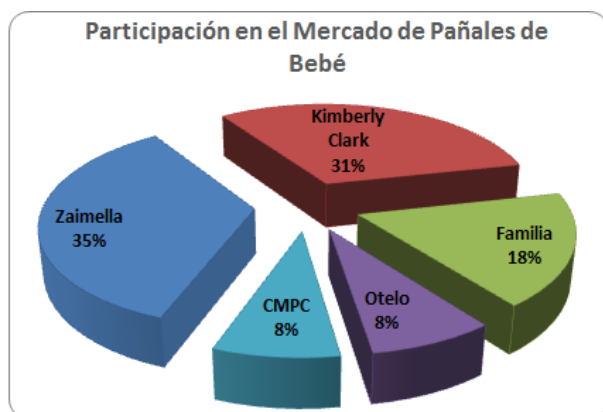


488 personas trabajan en la compañía, con una estructura que refleja eficiencia y su característica de empresa productiva. El 59% pertenece al área de producción, 24.4% al área comercial y 16.6% al área administrativa. Zaimella no ha tenido problemas laborales ni tampoco posee sindicato.

Zaimella es una de las empresas líderes de esta industria en Ecuador y particularmente en su principal producto como se muestra en el gráfico 3.

Además, la aplicación de la estrategia de la empresa le ha permitido que en el último año incremente su participación frente a la competencia.

Gráfico 3



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

En el segmento de pañales de adulto la compañía también es la líder del mercado con un 69% de participación.

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, así como de Zaimella SAC que es una empresa domiciliada en Perú.

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 44.2MM, del cual el 53.2% 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%	18,882,246	Persona Natural
Gabriel Farraye Henech	9.03%	2,125,420	Persona Natural
Luigi Scifo Amodio	9.03%	2,125,420	Persona Natural
Carlos Ortiz Gonzalez	1.71%	401,436	Persona Natural
Total	100.0%	23,534,522	

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

Los accionistas han mantenido la capacidad y voluntad de fortalecer el soporte patrimonial a través de la capitalización de una parte de los resultados. Los dividendos repartidos representan alrededor del 19.24% de los resultados en los últimos 6 años.

A nov-2017 la deuda financiera total ajustada / capitalización¹ es apenas del 11.6% por lo que el restante 88.4% 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 con la capacidad de pago del emisor al momento.

La administración de Zaimella del Ecuador la constituyen profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa adecuada. 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 su planta y de sus procesos.

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 2015-2016 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 30 de noviembre de 2017 y noviembre de 2016.

Las proyecciones utilizadas para 2017 y 2018 fueron actualizadas por Zaimella y han sido ajustadas para nuestro análisis de acuerdo a las conversaciones con el emisor y el criterio de la calificador.

Gestión Operativa y Tendencias

Zaimella mantiene una generación de ingresos con tendencia positiva en base a varias estrategias como la diversificación de su mercado a través de las exportaciones, la diversificación de productos y la captación de segmentos de clientes hacia sus productos. El promedio de crecimiento en los

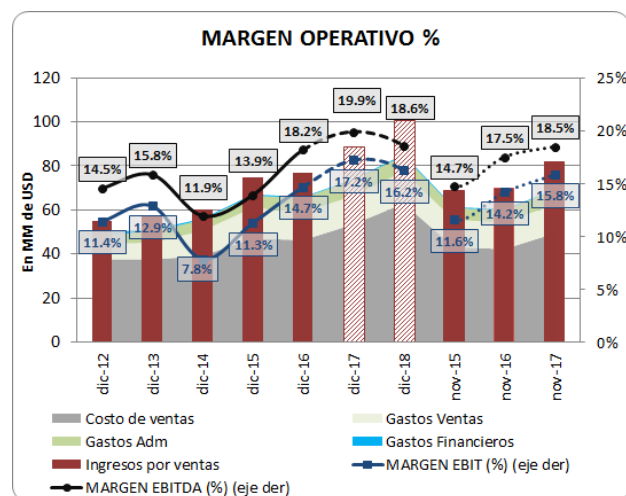
últimos 5 años es de 10.5%, con períodos de mayor crecimiento en 2015 y 2017.

Las ventas de la empresa muestran un crecimiento mayor al presentado por el promedio de su sector, al crecimiento del consumo de los hogares y la economía en general, como se puede observar en el gráfico número 1 de este informe.

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, ya que Zaimella mantiene la estrategia de brindar productos más convenientes. Adicionalmente, la diversificación de productos contribuyó a este crecimiento debido al incremento del portafolio de productos principalmente en la línea cosmética.

A la fecha de corte nov-2017, las ventas muestran un crecimiento interanual de 17.3%. Par dic-2017 se espera un crecimiento de 15.9% y de 13.5% para el año 2018, sostenido por un importante crecimiento de las exportaciones.

Gráfico 5



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

La empresa logra un mejoramiento continuo de sus niveles de eficiencia operacional y de su rentabilidad en las diferentes fases de la producción y comercialización. El margen bruto conserva una tendencia positiva importante hasta el año 2016, apoyada por la disminución de los costos de la materia prima en el mercado internacional, tendencia que se observó en general en otras materias primas en el mismo período.

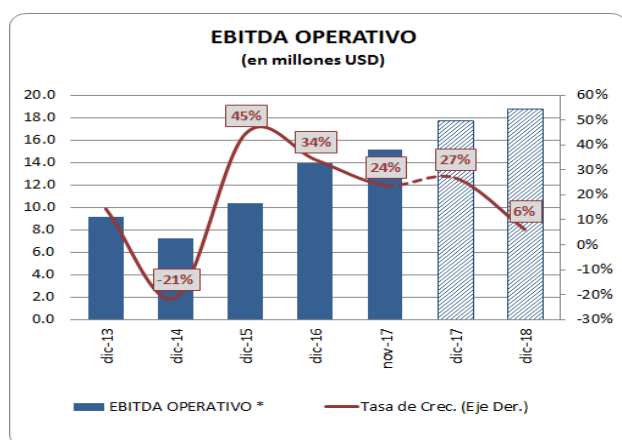
Además, la empresa mantiene procesos de mejoras de eficiencia en la producción a través de la estandarización del equipo técnico, que ha permitido un crecimiento en volumen y por tanto mejoras en eficiencia que ayudan a disminuir el costo unitario y por tanto el costo de ventas. El



margen bruto pasó de 31.4% en 2012 a 39.73% en 2016. Durante este año 2017 se mantiene estable alrededor de 39.76% (nov-2017). En los siguientes años se podría esperar una ligera disminución debido al incremento de los precios de algunas materias primas.

Por otro lado, mantiene un gasto operacional controlado y de acuerdo con sus estrategias de ventas, con períodos de mayor gasto de comercialización que se originan en campañas de publicidad y mayores incentivos a sus canales de distribución, por ejemplo en el año 2014 y 2015.

Gráfico 6



Fuente: Zaimella del Ecuador

Elaboración: BWR

Proyecciones ajustadas BWR

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

El EBITDA muestra una tendencia positiva aunque son períodos de mayor crecimiento en los últimos tres años.

La disminución que se observa en el año 2014 (21%) obedece a mayores egresos operativos por la implementación de campañas publicitarias y mayores incentivos a sus canales de distribución.

Posteriormente el EBITDA mantiene un crecimiento importante en los últimos tres años, impulsado por el incremento de ventas, un mejor margen bruto, y una mayor eficiencia en gastos operativos con menor crecimiento que de operación.

A nov-2017, el EBITDA alcanzó un crecimiento de 23.9% en el período interanual y el peso del gasto operacional se reduce de 25.4% a 23.9% en el mismo período, la mejor eficiencia operacional y tecnológica permitió también una reducción del personal. Estimamos que para fin de año el EBITDA tenga un crecimiento de 26.8% anual debido a que un monto importante de gasto provisionado de publicidad se reversó ya que la campaña no llegó a realizarse.

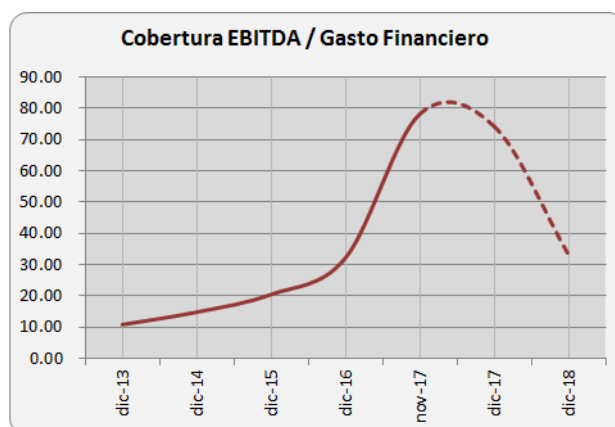
En el año 2018 el EBITDA, de acuerdo con nuestras estimaciones, tendría un crecimiento de 6.1% que

es menor al crecimiento de las ventas debido a la disminución del margen bruto que se podría esperar por un mayor costo de las materias primas.

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 nov-2017, la empresa cubre en 78.2 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 cercano a 74.12 veces al final del año.

En los próximos años prevemos que dicha relación se mantenga en niveles holgados, a pesar de que podría disminuir si la deuda financiera se eleva en caso de que la empresa decida mantener su estrategia de crecimiento en la Región.

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	nov-17
Total Activo Corriente	60%	56%	60%	63%	63%	71%
Fondos Disponibles	3%	2%	7%	9%	9%	16%
CxC Comerciales	29%	26%	30%	28%	29%	26%
Inventarios Neto	21%	23%	19%	22%	21%	20%
Otras cuentas por cobrar	0%	0%	0%	0%	0%	3%
Gastos anticipados	7%	5%	4%	4%	4%	5%
Total Activo No Corriente	40%	44%	40%	37%	37%	29%
Propiedades	39%	42%	39%	36%	34%	27%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Activos Diferidos	0%	1%	1%	0%	0%	0%
Otros Activos No Corrientes	2%	2%	1%	1%	0%	0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVOS	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	may-17	nov-17
Total Pasivo Corriente	35%	38%	39%	29%	31%	37%
Deuda Financiera CP	8%	11%	12%	1%	2%	1%
Deuda Comercial	20%	21%	18%	21%	16%	20%
Otros Pasivos CP	7%	6%	9%	7%	14%	15%
Total Pasivo LP	8%	4%	2%	2%	2%	2%
PATRIMONIO	57%	58%	60%	69%	67%	61%
Total Pasivo + Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%	100%

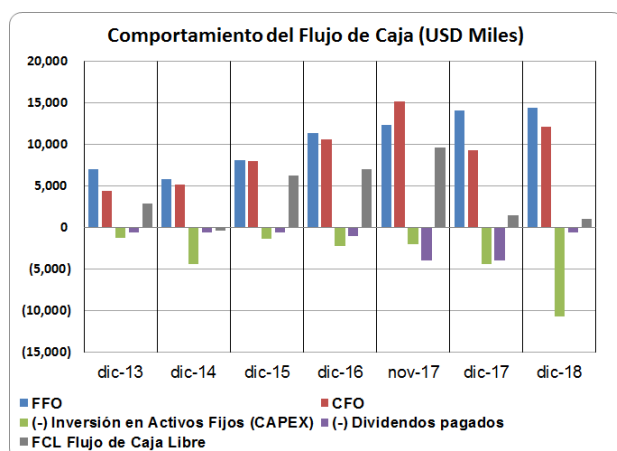
Fuente: Zaimella del Ecuador S.A.

Elaboración: BWR



FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Gráfico 8



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A.

Elaboración: BWR

Proyecciones ajustadas BWR para 2017 y 2018

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. El crecimiento de ingresos del periodo y requerimientos de capital de trabajo relativamente pequeños han permitido alcanzar un crecimiento constante del CFO. A nov-2017 el crecimiento de ventas, la acumulación pasivos de corto plazo y la realización de provisiones importantes para gastos presupuestados justifica un flujo positivo de capital de trabajo que permite un crecimiento de 64.2% en el CFO (USD 15.16MM).

A dic-2017 buena parte de los pasivos de corto plazo son cancelados, lo que significa un requerimiento de capital de trabajo que reduce el CFO en 11.9% en comparación con dic-2016, a pesar del crecimiento de 23.3% anual del FFO.

Además, a dic-2017 se espera que finalice el proceso de inversiones CAPEX que están en curso a nov-2017, las inversiones corresponden a nuevas máquinas, mejoras y repotenciación de maquinaria. Se estima un monto cercano a los USD 4.4 MM por este concepto.

Si bien la política de distribución de dividendos en los años anteriores fue repartir un monto de USD 600M, en el 2017 se decidió por esta vez un pago de USD 4MM, a pesar de lo cual a dic-2017 se podría cerrar el año con un capital libre positivo de USD 1.4MM que con un pequeño incremento de la deuda

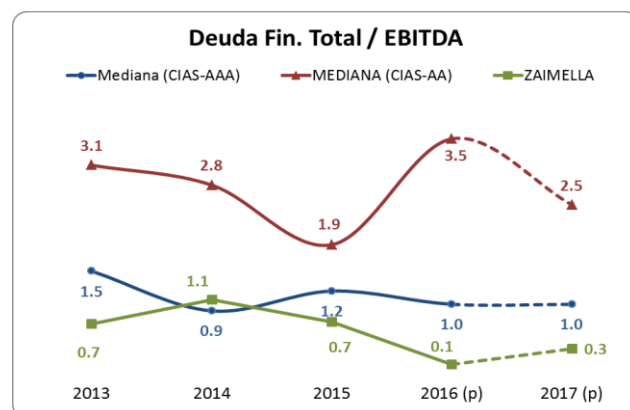
financiera cubrirá con amplitud el requerimiento de Otros financiamientos, que corresponden pagos anticipados para compras de nuevas maquinarias.

Para el año 2018 el FFO crece únicamente en 3% pero los requerimientos de capital de trabajo disminuyen drásticamente, por lo que el CFO crece en 31% y es suficiente para absorber las inversiones planificadas.

La empresa se plantea escenarios de crecimiento potencial importante por inversiones en CAPEX y en una empresa en otro país. Si bien es un escenario no decidido aún, hemos sensibilizado nuestra proyección asumiendo el mayor requerimiento de capital y la capacidad de endeudamiento con esta potencial estrategia, la inversión en CAPEX para el 2018 podría llegar a USD 10.7MM y USD 2.4MM en inversiones en el exterior. Paralelamente se prevé que los dividendos pagados retornen a los niveles históricos, luego de lo cual se mantiene un flujo de caja libre positivo.

Esperamos que para los próximos años los flujos de caja libre sean positivos, debido al crecimiento de la generación de ingresos y a requerimientos de capital previstos ya 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 en su totalidad es local, de corto plazo y es solamente con el mercado de valores, la empresa ha logrado



disminuir el nivel de deuda y eliminar la deuda con instituciones financieras. La deuda financiera a nov-2017 es de apenas USD 1 MM.

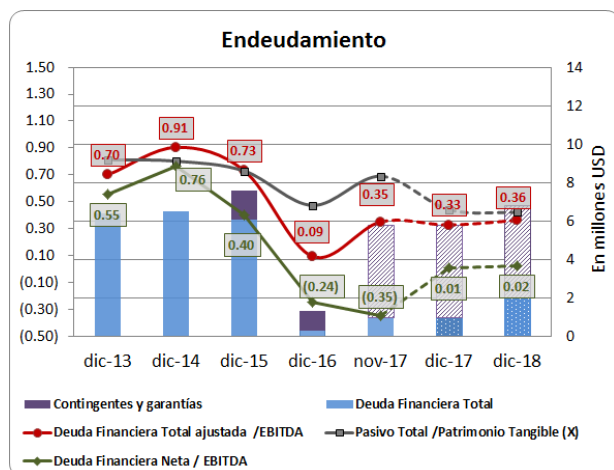
En los periodos analizados el indicador de deuda financiera ajustada sobre EBITDA ha sido menor a uno con excepción del año 2012 (1.27 veces) y para los próximos años se espera que este indicador sea de igual manera menor a 1 (0.33 veces a dic-2017 y 0.36 veces a dic-2018).

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 nov-2017 las garantías son de USD 4.8MM, consideramos que estas podrían mantenerse en el siguiente año.

Los recursos que se obtengan se utilizarán principalmente para afianzar los proyectos de expansión internacional de los accionistas. Cabe indicar que en condiciones normales Zaimella no realizará los desembolsos para el pago de este contingente, debido a que las empresas relacionadas lo pagarán con sus propios flujos.

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

Gráfico 10



Fuente: Zaimella de 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.

La generación de la empresa ha sido suficiente para financiar las inversiones en CAPEX, que han sido necesarias tanto para mejorar la eficiencia como para el crecimiento de la producción. Por lo que no ha requerido un incremento importante de deuda

financiera.

El índice de deuda financiera frente al patrimonio tangible se mantiene en niveles bajas (0.14:1 veces a nov-2017), 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 una parte se han capitalizado. 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, pero la cobertura patrimonial se mantiene sólida.

Por otro lado, el pasivo creció coyunturalmente de forma drástica (62.7%) en relación con dic-2016, por lo que la relación pasivo total sobre patrimonio tangible se elevó de 0.47:1 a 0.69:1 veces, que a pesar de ello se mantiene en niveles adecuados

Capacidad de Pago y Liquidez

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

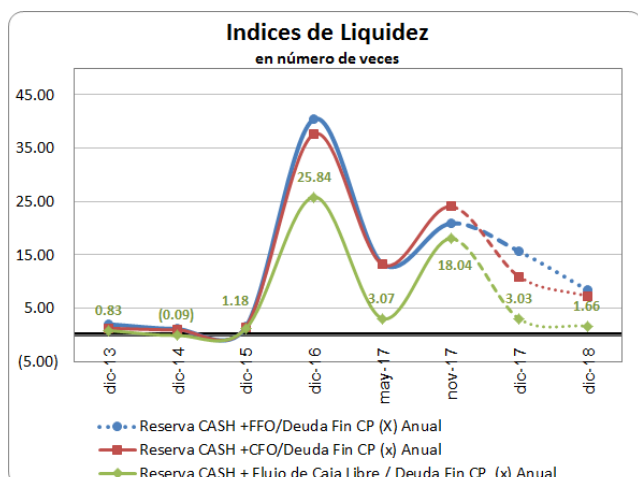
De acuerdo con lo previsto, durante el 2017 la liquidez de Zaimella se presionó respecto de lo alcanzado en dic-2016, como se observó a mayo; en tanto que en noviembre el flujo de caja libre crece y junto con la liquidez acumulada, para sufragar las inversiones previstas para el año 2018, los indicadores de liquidez se incrementan sustancialmente, llegando a cubrir 18 veces a una la deuda financiera de corto plazo. Por esta razón, actualmente la empresa no posee riesgo de refinanciamiento.

A dic-2017 estimamos que los indicadores de liquidez podrían contraerse dado que se debe pagar gran parte de los pasivos acumulados hasta noviembre, pero se mantiene una amplia cobertura para la deuda financiera de corto plazo a 3.03 veces.

En el 2018 también podríamos esperar que los indicadores de liquidez se mantengan menores a los actuales, debido a la utilización de la liquidez acumulada para las inversiones CAPEX, pero se mantienen sobre la unidad, es decir, la empresa no tiene riesgo de refinanciamiento de su deuda financiera y mantiene una amplia capacidad de pago de su deuda financiera, 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	nov-17
Activo Líquido (USD M)	11,517.64
Activo Ajustado (USD M)	67,776.93
Activo Total (USD M)	71,881.06

nov-17					
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Gta General (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	7,259	7,259	1.59	9.34
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	0	7,259	1.59	9.34
3era	Deuda sin garantía específica de balance	20,421	27,680	0.42	2.45
TOTAL		27,680	27,680	0.42	2.45

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 2.45 veces.

Para el cálculo de la cobertura de los activos que

muestra el cuadro anterior, los activos y pasivos por impuesto diferido se netearon, por esta razón los saldos contables difieren del cálculo de este cuadro. Además se ha restado del activo total otros activos 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 han 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 70.6% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 29.4% 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 miles dólares								Promedio semestral
	dic-16	jun-17	jul-17	ago-17	sep-17	oct-17	nov-17	dic-17	
Activo corriente	34,809	37,837	40,019	42,766	45,135	47,210	50,734	49,491	45,892
Pasivo Corriente	15,896	18,579	19,882	21,653	23,328	24,603	26,477	23,664	23,268
Indicador Liquidez General	2.18	2.04	2.01	1.98	1.93	1.92	1.92	2.09	1.97

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.

Hemos recibido el certificado de Zaimella de que la emisión vigente en el Mercado de Valores cumple con los resguardos de ley y no establece ningún resguardo adicional. La emisión se encuentra dentro del monto máximo permitido por la ley.

Además, hemos recibido la confirmación del agente pagado DECEVAL y de la administración de la Zaimella de que la empresa no registra valores pendientes de pago o cancelación por concepto de cupones, tanto de capital como de intereses.

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 la 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	nov-17
Resumen de Resultados					
Ventas	57,611	60,254	74,896	76,743	81,921
% crecimiento	5.1%	4.6%	24.3%	2.5%	17.3%
MARGEN BRUTO (%)	35.0%	35.0%	37.2%	39.7%	39.8%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9,129	7,197	10,406	13,958	15,146
MARGEN EBITDA (%)	15.8%	11.9%	13.9%	18.2%	18.5%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9,129	7,197	10,406	13,958	15,146
MARGEN EBITDAR (%)	15.8%	11.9%	13.9%	18.2%	18.5%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7,410	4,724	8,429	11,254	12,963
MARGEN EBIT (%)	12.9%	7.8%	11.3%	14.7%	15.8%
Gasto Financiero del período	-848	-488	-580	-435	-194
Impuestos a la renta	-1,282	-900	-1,765	-2,146	-2,692
UTILIDAD NETA	5,675	3,621	6,193	8,502	10,592
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	1,343	1,015	3,437	4,708	11,518
Principales Cuentas del Capital de Trabajo					
Cuentas por Cobrar Comerciales	12,709	12,782	15,308	15,183	19,010
Inventarios	9,209	11,217	9,703	12,267	14,545
Cuentas por Pagar Proveedores	8,850	10,072	8,996	11,694	14,347
Deuda Financiera Total	6,401	6,514	6,074	299	1,000
Otros Pasivos	4,004	3,636	3,809	4,019	7,532
Patrimonio	25,041	28,062	30,258	37,601	44,202
Patrimonio Tangible	23,690	25,210	27,986	35,935	40,097
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	9,129	7,197	10,406	13,958	15,146
(-) Gasto Financiero del período	-848	-488	-580	-435	-194
(-) Impuesto a la renta del período	-1,282	-900	-1,765	-2,146	-2,692
(-) 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	12,260
(-) Variación Capital de Trabajo	-2,601	-670	-110	-836	2,919
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	4,398	5,139	7,951	10,541	15,178
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	435	187	245	-147	515
(-) 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	-4,000
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-1,306	-4,463	-1,379	-2,245	-2,031
(-) 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	9,645
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	-3,536
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	6,810
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	64.29
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses período+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	9.25	12.90	14.89	27.17	64.29
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	10.76	14.75	17.94	32.11	78.18
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	9.23	5.60	15.56	26.94	67.70
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	0.70	0.91	0.73	0.09	0.35
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	0.55	0.76	0.40	(0.24)	(0.35)
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	20%	19%	20%	3%	12%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	2.00	1.10	1.49	40.44	20.89
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1.25	0.98	1.31	35.27	16.56
Reserva en CASH+líneas 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	18.04
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	1.00	(0.08)	1.19	25.95	14.50



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.