

Ecuador
Papel Comercial
Calificación inicial

Zaimella del Ecuador S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	jun.-25
Programa de Papel Comercial 2025	AAA

Perspectiva: Estable

Definición de Calificación:

AAA: corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del 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.

Resumen Financiero

(USD Millones)	dic./23	dic./24	abr./25
Activos	139.8	148.4	168.4
Ventas	111.3	100.4	31.2
Margen EBITDA (%)	21.94%	19.63%	19.40%
ROE (%) *	17.97%	12.76%	11.63%
Deuda / capitalización (%)	16.97%	16.51%	32.97%
CFO / Deuda Fin CP (X)	1.57	0.71	-0.64
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	3.60	2.54	-0.62
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	0.80	1.01	2.73
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)	0.97	1.23	3.65

* Indicador anualizado para abr-25

Contactos:

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

Silvia López
(5932) 226 9767 ext. 110
slopez@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió **otorgar la calificación de “AAA”** para el **Programa de Papel Comercial del 2025** de **Zaimella del Ecuador S.A.** analizado en este estudio. 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 calificada y demás compromisos financieros de la empresa.

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

Posición competitiva fuerte y mercado con barreras de entrada. La calificadora considera que Zaimella del Ecuador S.A. es una empresa madura con amplio conocimiento de su mercado y capaz de mitigar en parte los riesgos de la industria en la que se desenvuelve. La Compañía se ha mantenido como uno de los principales competidores en su mercado, con marcas bien posicionadas y pocos sustitutos. Además, se considera positiva su diversificación en ventas, a través de exportaciones a distintos países y con posibilidad de crecimiento a futuro.

Generación y márgenes de operación variables en función del cumplimiento de estrategias comerciales implementadas para mantener su posición competitiva. La generación operativa del emisor es positiva, mantiene liderazgo en el mercado en su principal línea comercial, a pesar de la creciente competencia generada por la oferta de productos a precios bajos. Esto ha hecho que la Compañía ajuste sus márgenes de utilidad bruta en el presente año, con la finalidad de lograr un mayor volumen de ventas. Parte de su éxito proviene del enfoque en la adecuada relación precio-calidad de sus productos, la distribución a través de diversos canales, el control de gastos operativos, y a la adecuada diversificación por líneas de negocio. Esta generación ha sido históricamente suficiente para cubrir sus requerimientos de capital de trabajo, y la mayor parte de las inversiones en CAPEX, el pago de dividendos, e inversiones en otras empresas, registrando un flujo de caja libre neto positivo en la mayor parte de los años analizados.

Endeudamiento incrementa en el período analizado para financiar parte de la inversión realizada en holding del exterior. A pesar del incremento de la deuda en el período de análisis, el emisor mantiene niveles controlados de endeudamiento respecto a su generación y cuenta con un respaldo patrimonial importante. La inversión realizada a través de la compra de la mayor parte de las acciones del holding panameño responde a una estrategia en nuevos mercados que le permitirán expandir su posicionamiento a nivel internacional. Se espera que, hasta fin de año, el emisor disminuya la deuda financiera con el flujo proveniente de su operación.

Sólidos niveles de liquidez. En general, la liquidez de la Compañía ha sido holgada. La capacidad del emisor de generar flujos de caja libre positivos en entornos recesivos le ha permitido acumular excedentes de caja suficientes para cubrir una parte importante de la deuda financiera. Se espera que dicha capacidad se mantenga a lo largo de la vigencia del programa calificado.

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

La perspectiva de la calificación es estable. A futuro esta podría verse afectada si es que, debido a factores externos o decisiones de la empresa, el endeudamiento se incrementara fuera de los rangos aceptables con relación a su generación.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

A continuación, se presenta un detalle del programa calificado en este informe:

Calificación Inicial: Programa de Papel Comercial 2025	
Emisor:	Zaimella del Ecuador S.A.
Monto Programa:	25,000,000.00
Plazo del Programa:	hasta 720 días
Plazo máximo del Papel:	hasta 359 días
Amortización:	Al vencimiento
Cupón de Interés:	Cero cupón
Garantía:	General
Tipo de emisión:	Desmaterializada
Agente Pagador :	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador
Estructurador financiero y colocador:	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.
Rep. Obligacionistas:	Molina & Compañía Abogados S.A.
Destino de la Emisión:	Capital de trabajo de la compañía emisora, consistente en pago a proveedores del exterior y pago a proveedores locales.

Zaimella del Ecuador S.A. podrá realizar cancelaciones anticipadas de los valores objeto del Programa de Papel Comercial. Se establece un sistema de sorteos y rescates anticipados al respecto de la emisión, para el efecto el emisor publicará una convocatoria con 8 días laborables de anticipación, por medio del representante de obligacionistas y a través de su página web, indicando la fecha prevista para el rescate, el precio máximo del mismo y el monto nominal de los valores a rescatarse. En caso de existir obligacionistas que opten por no acogerse a la cancelación anticipada, sus títulos de obligaciones de largo plazo seguirán manteniendo las condiciones iniciales de la emisión.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Entorno macroeconómico

La previsión de crecimiento para 2024 se fue ajustando hacia abajo a lo largo del año. Si bien la última cifra oficial del BCE durante el año 2024 era de un aumento de 0.9%, en abril 2025 el BCE ajustó la previsión a una contracción del -2%. Este porcentaje estuvo influenciado por las afectaciones económicas producidas por los cortes de energía que afectaron al país en el último cuatrimestre del 2024.

Durante el año 2024 el gobierno de Daniel Noboa enfrentó una crisis económica, especialmente por el alto déficit fiscal acumulado de gobiernos anteriores, agravada por el incremento

significativo de la violencia de grupos de delincuencia organizada que ha soportado el país el último año y por la crisis energética consecuencia del estiaje producido por la falta de lluvias y problemas técnicos en las hidroeléctricas.

En enero 2024 se aprobó la ley *no más apagones*, que incentiva los proyectos de energía renovable de hasta 10 megavatios. El 27 de octubre del mismo año se aprobó un segundo proyecto para impulsar la iniciativa privada en generación de energía. Por el lado de la seguridad en el mes de julio se aprobó la Ley Orgánica para la Aplicación de la consulta popular y referéndum del 21 de abril del 2024, que incluyó el endurecimiento de penas para varios delitos, así como la extradición de delincuentes.

Además, para enfrentar la coyuntura de incremento del crimen y la violencia en el país, se adoptaron varias medidas que incluyen la declaración de guerra a estos grupos, calificados como terroristas. Adicionalmente, se aprobaron cargas impositivas temporales y el incremento del IVA.

En abril de 2024 el FMI y el Gobierno ecuatoriano llegaron a un acuerdo para un nuevo programa de crédito por USD 4,000MM. Este programa tiene un plazo de 48 meses y está orientado a países que tienen deficiencias estructurales en sus cuentas fiscales que tardarán un tiempo en resolverse¹. En junio 2024, Ecuador recibió el primer desembolso por USD 1,000 millones del crédito obtenido con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Este endeudamiento se necesitaba para cubrir los gastos y pago de deuda del Presupuesto en 2024 ya que los ingresos tributarios y petroleros no son suficientes. En diciembre de 2024, el FMI desembolsó otros USD 500MM, después de la visita que realizó este organismo al país en el mes de octubre, donde se constató el cumplimiento de las metas establecidas². En el primer semestre del 2025 se espera que el organismo finalice la segunda revisión, y que, en función del cumplimiento de los acuerdos, se desembolsen USD 410 millones más.

En cuanto a la situación fiscal, en 2024 el SRI alcanzó una recaudación récord de USD 20,131 millones, lo que representa un incremento del 15.6% con respecto 2023³. El incremento de IVA al 15% permitió que la recaudación de este impuesto alcanzara USD 9,767 millones, un 15.7% más que

¹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fmi-acuerdo-tecnico-daniel-noboa-ecuador/>

² <https://www.primicias.ec/noticias/economia/credito-fmi-programa-ecuador/>

³ <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/sri-alcanza-record-recaudacion-2024-estos-son-impuestos-clave-ecuador.html>

el año anterior. Adicionalmente, existieron incrementos en la recaudación de impuesto a la renta e ICE, sumado esto a las contribuciones especiales que se cobraron de manera excepcional.

En los primeros meses del año 2024, el sector petrolero no tuvo un buen comienzo, en enero 2024 Ecuador vendió su petróleo a USD 65.34, USD 1.36 por barril por debajo de lo presupuestado en la proforma. A diciembre 2024 el precio del petróleo WTI alcanzó USD 70.12 y para el 2025 las perspectivas no son mejores y se estima que el precio del petróleo podría rondar entre los USD 60 y 75⁴.

El primer pozo del campo ITT, ubicado dentro del Parque Nacional de Yasuní, se cerró el 28 de agosto de 2024 y según el informe presentado por el Gobierno a la Corte Constitucional el plan de cierre total del Bloque ITT tomará al menos cinco años. En el año 2024 se cerraron 10 de los 246 pozos, lo que significó una pérdida de 10 mil barriles diarios. Para el año 2025 se estima el abandono definitivo de otros 48 pozos, lo que generará una disminución de 15,830 barriles por día⁵.

Por otro lado, la calificación de riesgo crediticio de largo plazo del país otorgada por Fitch Ratings sigue en CCC+ y fue reafirmada en agosto 2024, por la complejidad e incertidumbre del entorno operativo, una perspectiva de deterioro en las finanzas públicas, presionadas por el resultado de la consulta sobre el Yasuní y las expectativas de mayor gasto fiscal. Esta acción de calificación incorporó el deterioro en la capacidad de pago y alto costo de endeudamiento del país tanto de fuentes internas como externas y la dificultad de acceder a un nuevo acuerdo con el FMI, lo cual limitaría el financiamiento por ese lado.

FITCH considera que la capacidad de Ecuador de honrar sus obligaciones se ajustará en 2025 con las obligaciones al FMI y en el 2026 con los intereses de los bonos de deuda externa.

A diciembre 2024 el indicador de riesgo país cerró en torno a los 1200 puntos, con tendencia a la baja, gracias al final de los cortes de luz ocasionados por la crisis energética y a la expectativa de continuidad del Gobierno en las elecciones presidenciales de febrero 2025.

La inestabilidad implícita en el comportamiento social y político en la mayor parte del año 2024 tuvo un impacto significativo en la confianza de los mercados, que se refleja en un mayor rendimiento exigido por inversionistas extranjeros. Sin embargo, las acciones tomadas por el Gobierno en lo referente a seguridad y economía ayudaron a un aumento en la confianza tanto local como de los organismos internacionales durante algunos meses del año 2024 y primeros meses del año 2025. En el mes de febrero 2025, como consecuencia de los resultados de la primera vuelta electoral, el riesgo país incrementó nuevamente ya que no se cumplió la expectativa de la victoria del actual gobierno sin necesidad de una segunda vuelta electoral.⁶ Hasta el 13 de abril, antes de conocerse los resultados electorales, alcanzó 1844 puntos. En abril 2025 tras los resultados de segunda vuelta de las elecciones presidenciales que permitieron la continuidad del Gobierno el riesgo país se redujo notablemente (-600 puntos)⁷ ubicándose cerca de los 1100 puntos básicos y consecuentemente los precios de los bonos de deuda externa experimentaron importantes alzas (subida de casi el 33%)⁸.

Como hecho subsecuente se indica que el riesgo país ha mantenido su tendencia a decrecer y a inicios de junio se ubicó en 968 puntos, luego de conocerse las reformas económicas que aplicará el Ejecutivo para mejorar la recaudación en USD 500 millones anuales, que consiste en Ajustes tarifarios en el sector eléctrico, el retiro del subsidio al diésel para el sector atunero, y medidas para el sector minero.

Cifras económicas y perspectivas

El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó un crecimiento del PIB de 2023 de 2.00%⁹ frente al año precedente, porcentaje que incorpora el impacto negativo del paro nacional, sobre la economía del país. Adicionalmente, en abril 2025 el BCE emitió cifras preliminares para el año 2024 con una contracción del PIB del -2.00%. Como se indicó anteriormente, esta caída es resultado de varios sucesos negativos que se materializaron durante el año 2024 como son: la inseguridad, el cierre progresivo de los pozos petroleros del Bloque ITT, los cortes de luz del último trimestre del año y la incertidumbre política antes de las

⁴ <https://www.primicias.ec/opinion/jose-xavier-orellana-giler/mercado-petroleo-gasolina-produccion-precio-78585/>

⁵ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/yasuni-itt-bloque-43-petroecuador-cierre-pozos-produccion-consulta-popular-ecuador-nota/>

⁶ <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/incertidumbre-politica-riesgo-pais-marzo.html>

⁷ <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/riesgo-pais-ecuador-reduce-drasticamente-victoria-daniel-noboa.html>

⁸ <https://www.primicias.ec/economia/reaccion-mercados-reeleccion-noboa-bonos-riesgo-pais-93974/>

⁹ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/ix_cuentasnacionalestrimestrales.html

elecciones presidenciales. En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento real y esperado de las principales variables macroeconómicas, tomados de las cuentas trimestrales y previsiones del BCE.

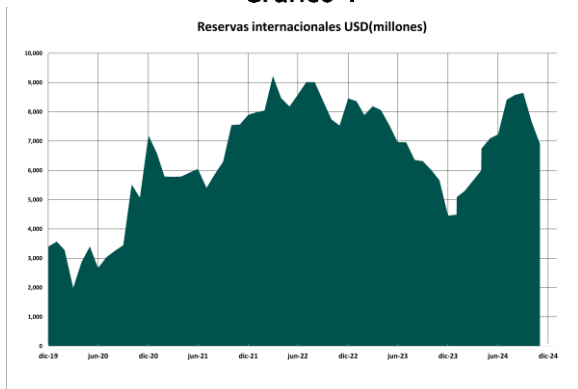
Indicador	2022	2023 (p)	2024 (p)	2025 (proy)
Producto Interno Bruto (PIB)	5.90%	2.00%	-2.00%	2.80%
Exportaciones	7.85%	0.82%	1.79%	2.00%
Importaciones	9.55%	0.62%	1.66%	1.30%
Consumo final Gobierno	1.39%	1.72%	-1.22%	1.70%
Consumo final Hogares	6.00%	4.21%	-1.29%	2.70%
Formación Bruta de Capital Fijo	9.19%	0.22%	-3.80%	2.50%

Fuente: BCE
Elaboración: BWR

A continuación, se muestra la evolución de la Reserva Internacional manejada por el Banco Central del Ecuador, según la política del gobierno de turno. Podemos mencionar que las reservas actualmente se han recuperado y presentan niveles superiores a los observados antes de la pandemia, debido a varios factores como son la recuperación del financiamiento del exterior, un flujo neto positivo de capitales del sector privado y un saldo neto positivo en las bóvedas del Banco Central (por el mayor uso de medios de pago electrónico por parte de la población).

Gráfico 1

Reservas internacionales USD(millones)



Fuente: BCE
Elaboración: BWR

Análisis de la industria

Zaimella del Ecuador S.A. se dedica a la producción y comercialización de pañales desechables para bebés y adultos, y productos cosméticos. La empresa pertenece al sector de fabricación y comercialización de productos de higiene y cuidado personal. Este sector se caracteriza por ser de productos de primera necesidad con pocos sustitutos, por lo que se considera que maneja una demanda más estable. El sector pertenece a la industria de manufactura, específicamente dentro de la industria de fabricación de papel y productos de papel.

Según las últimas estimaciones del BCE, en 2024 tanto el total de la industria de manufactura (excepto refinación de petróleo) como la de manufactura de productos no alimenticios habrían

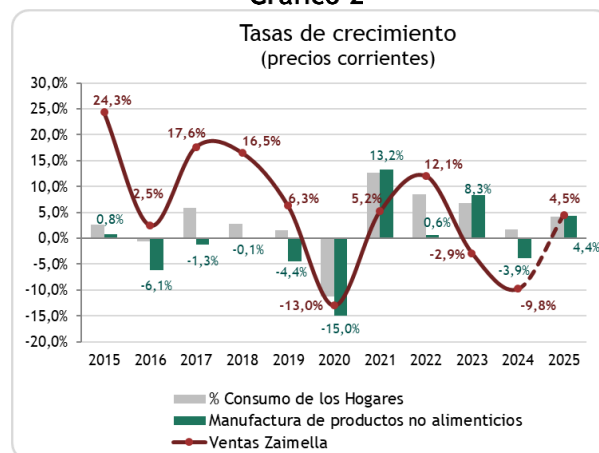
registrado una contracción, en términos corrientes, de 0.44% y 3.85% respectivamente.

Para 2025 se esperaría una recuperación del crecimiento llegando a niveles cercanos a los del año 2023 en los dos sectores. La industria total de manufactura excluyendo refinación de petróleo tendría un crecimiento corriente de 4.81% y en el segmento de la industria de productos no alimenticios un incremento anual de 4.35%.

El sector mantiene una correlación positiva frente al PIB (precios corrientes) y particularmente con el consumo de hogares. El crecimiento del PIB mostraría una tasa de crecimiento corriente de 3.48% y el Consumo de Hogares de 4.22% anual. Las ventas de Zaimella también alcanzarían una recuperación de 4.5% en el año 2025.

Gráfico 2

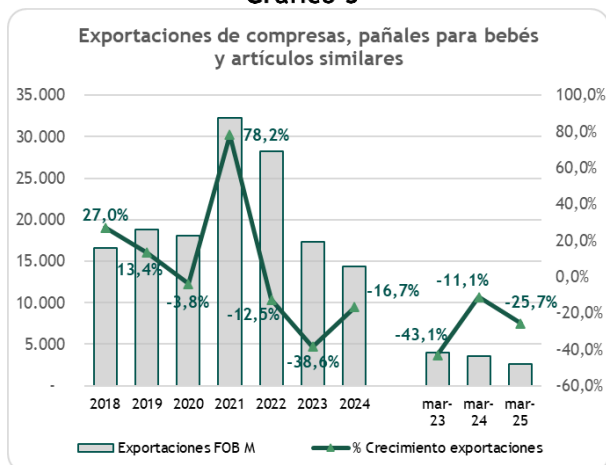
Tasas de crecimiento (precios corrientes)



Fuente: BCE.
Elaboración: BWR.
Nota: 2025 corresponde a previsiones del BCE.

Las exportaciones de pañales y artículos similares entre 2017 y 2020 alcanzaron USD 16.64 millones en promedio anual, posteriormente llegaron a su pico en 2021, con un crecimiento extraordinario de 78%, luego de superar los problemas logísticos y de demanda después de la pandemia. En los siguientes años se presentó una tendencia constante a reducir hasta que en el año 2024 se llegó a USD 14.4MM y una reducción de 16.7%.

Gráfico 3



Fuente: BCE.

Elaboración: BWR.

A marzo-2025 se registran exportaciones de pañales para bebé y artículos similares, por un monto total de USD 2.65MM con la misma tendencia a disminuir respecto al mismo período del año anterior. Los principales países de destino son Perú, Panamá, Colombia, República Dominicana, y Bolivia, que abarcan más del 88% de exportaciones. En el primer trimestre del año 2025 se advierte una reducción de 25.7% respecto del mismo período del año anterior, principalmente por la disminución de las exportaciones a República Dominicana.

Por otro lado, las importaciones de este tipo de productos entre 2017 y 2021 llegaron a un valor promedio de USD 38.6MM. Sin embargo, en los siguientes años las importaciones alcanzan un pico de USD 51.8MM en 2022 y luego se han reducido paulatinamente.

Conforme la industria ecuatoriana gana participación frente a las marcas internacionales, las importaciones presentan una tendencia a decrecer en los últimos años. Se destaca que este incremento conlleva también un efecto precio como estrategia comercial.

A marzo-2025 el valor las importaciones incrementan 38% en comparación con el mismo período del año anterior, mientras que en volumen lo hicieron en 37.7%. El principal proveedor es Colombia con más del 80% de las importaciones de estos productos.

El mercado de pañales para bebé en el Ecuador es maduro, aunque todavía crece a un ritmo mayor al de la población, ya que los hábitos de uso han permitido una ampliación de las ventas. Según las últimas cifras disponibles de proyección poblacional del Ecuador publicados por el INEC, para el año 2022, según el censo del año 2022, el

6% de la población ecuatoriana habría estado en edades entre 0 y 3 años (1.01 millones).

Por su parte, el mercado de pañales de adulto mayor ha crecido en los últimos años en un porcentaje superior que los pañales de bebé por el aumento de la población de tercera edad, y la tendencia de uso de estos para manejar problemas de incontinencia. Según las cifras del último censo de población del INEC considera que el 9% (1.52 millones) de la población habría estado en edades comprendidas entre 65 años y más para 2022; este grupo poblacional registra un crecimiento mayor al estimado en las proyecciones poblacionales basadas en el censo anterior.

En la industria de pañales existen varias marcas competidoras orientadas a distintos segmentos socio económicos, así las estrategias de precio y calidad se han vuelto diferenciadoras al momento de compra. Al ser un producto de consumo masivo, la inversión en publicidad para posicionar la marca y diferenciar el producto de la competencia es alta.

Aproximadamente un 50% de la materia prima está relacionada con el precio del petróleo y de otros *commodities*, como por ejemplo la celulosa y el ácido acrílico, por lo que sus precios dependen de factores externos de oferta y demanda. Por otra parte, este sector cuenta con altas barreras de entrada para nuevos competidores por requerir una alta inversión en renovación tecnológica y mantenimiento de maquinaria.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Zaimella del Ecuador S.A. tiene más de 25 años de trayectoria en el mercado de la fabricación y comercialización de productos de uso higiénico y cuidado personal, con una importante participación. Es clasificada como grande según el tamaño de sus activos y volumen de ventas.

La compañía se ha enfocado en la constante renovación y mejora de sus procesos productivos. Es líder en el mercado en la mayoría de los segmentos en los que participa y se ha mantenido de esta manera por su orientación innovadora soportada en tecnología de punta y la captación de segmentos paralelos de productos con oportunidad de crecimiento. La empresa mantiene una certificación de sus procesos con la norma de calidad ISO 9001.

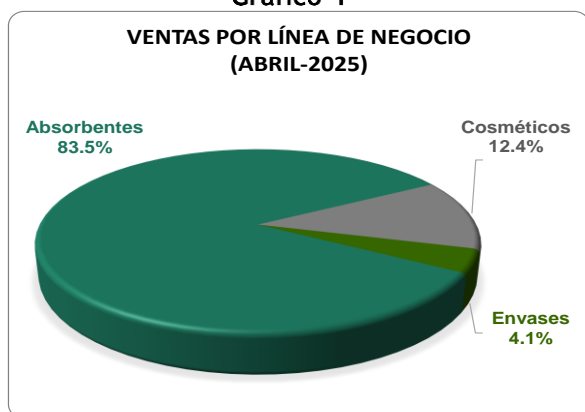
Dentro de la estructura departamental del emisor, colaboran 579 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios. El emisor no ha tenido problemas laborales ni posee sindicato.

La empresa cuenta con una planta de producción con tres divisiones productivas: Absorbentes, cosmética, envases. Su planta de producción

cuenta con una capacidad instalada para producir 1321 millones de unidades de productos (44.6% absorbentes, 51.5% cosmética y 3.9% envases). La utilización a abril-2025 es de 40.4% de la capacidad instalada. La planta de producción y oficinas administrativas se encuentran ubicadas en Amaguaña, y cuenta con la presencia de sus productos en todas las provincias del país.

Zaimella posee tres líneas de negocio o divisiones: la línea de absorbentes; la línea cosmética, y la línea de envases, que inició en el segundo semestre de 2022. Sus marcas han logrado un importante reconocimiento a nivel local y regional.

Gráfico 4



Fuente: Zaimella S.A.
Elaboración: BWR.

La línea de absorbentes, que se refiere a pañales (bebés y adultos), toallas sanitarias y absorbentes para mascotas, constituye el negocio más importante para el emisor; durante los últimos 5 años su participación promedio fue de 82.4% de sus ventas. Dentro de esta línea de negocio, los pañales son el producto estrella, abarcando a la fecha de corte el 83.5% de las ventas. Los pañales de bebé son el negocio principal y más antiguo de la Compañía y han representado más del 60% del total de ingresos de la línea absorbentes en los últimos 5 años.

Le sigue en representatividad de ventas la línea de cosmética, que incluye productos de higiene personal y toallas húmedas. Cosméticos tiene una participación promedio de 16.12% sobre las ventas totales en los últimos 5 años y 12.43% en abr-2025. Los paños húmedos son el principal generador de ingresos de la división.

Actualmente cinco compañías controlan la totalidad del mercado de pañales para bebé en el Ecuador y las dos principales poseen el 70% del mismo. Zaimella se destaca como líder de mercado en este segmento con el 51% de las ventas. De igual manera, en el segmento de pañales para adultos, Zaimella es el participante principal con la venta de sus productos Prudential,

con una participación de 67%, y en cosmética infantil su participación es del 48%.

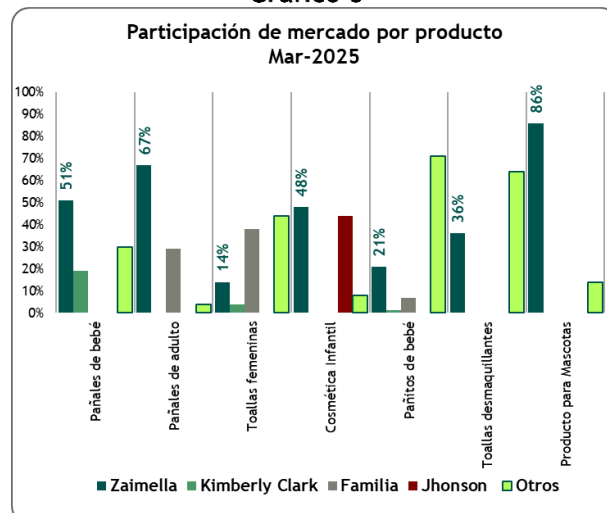
Este posicionamiento ha presentado variaciones leves a la fecha de corte, con una disminución de la participación de mercado en sus principales líneas de negocio. Sin embargo, la empresa ha trazado varias estrategias de comercialización que incluye ajuste de precios y promociones en algunos productos para mejorar su competitividad entre canales, especialmente en las categorías de absorbentes y cosmética, con el objetivo de optimizar la competitividad en el mercado.

Además, se prevé la introducción de un nuevo producto dentro de la línea de negocio de mascotas, diseñada para satisfacer las necesidades del segmento, y, la inversión comercial en las líneas de absorbentes y cosmética, con varios instrumentos clave como campañas promocionales de los clientes, reforzamiento de la comunicación con el enfoque de diferenciación y el alto desempeño de los productos introducidos en el último año: Panolini Premium Sec, Prudential Confort Total y Prudential Invisible Overnight; y capacitación especializada para la fuerza de ventas, orientada a resaltar los beneficios y atributos de los productos.

En este año se prevé un crecimiento importante de la línea de envases, dentro de la cual se ha iniciado las ventas a un nuevo cliente muy importante.

En los demás productos de higiene y cuidado personal, el mercado es más diversificado debido a una mayor gama de productos que se encuentran direccionados a distintos nichos de mercado. A pesar de esto, Zaimella destaca dentro de las principales marcas.

Gráfico 5



Fuente: Zaimella S.A.
Elaboración: BWR.

Además de ser líder en el mercado local, Zaimella cuenta con una fortaleza por sus ventas a otros destinos. Históricamente, las ventas locales han representado cerca del 86% y las exportaciones el 14% de sus ventas. Sus principales destinos son: Perú (55%), Panamá (17%), Bolivia 9%, República Dominicana (8%), Colombia (8%) y Otros menores 2%.

Los canales de distribución que utiliza localmente son distribuidores mayoristas, autoservicios y farmacias. A mar-2025 la red de distribuidores constituye el 46.2% de las ventas, las farmacias el 23%, exportaciones 14%, autoservicios 13.1%, y el resto corresponden al segmento industrial 3.7%.

Los principales clientes de la Compañía son empresas bien posicionadas en sus nichos de mercado y conocidas en el medio, que distribuyen a distintos locales o son autoservicios grandes. Los 10 principales clientes representan el 88.5% de los ingresos, el cliente con mayor participación sobre ventas concentra el 24%. Debido a que sus productos son de uso masivo no se aprecian riesgos de concentración considerando al cliente final.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

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

Las empresas relacionadas por sus accionistas mantienen una importante presencia internacional. Tiene plantas de producción en Ecuador y Perú, y en Guatemala con la nueva inversión realizada en enero 2025; además cuenta con oficinas comerciales en Venezuela y República Dominicana, y con distribuidores en ocho países de Latinoamérica.

Los accionistas de la Compañía tienen participación en Zaimella Venezuela, Zaimella ZMLTP, IMPEX OF DORAL INC, Zaimella SAC Perú, Gocarmel, Zaimella HD S.A. y Enermax S.A.

En 2021 y 2022 Zaimella Ecuador realizó inversiones en una empresa extranjera como accionista minoritario. El propósito de su inversión fue fortalecer el conocimiento y una mayor inserción en el mercado norteamericano para el desarrollo de nuevos proyectos. En el año 2023 realizó inversiones en acciones por USD 1.48MM en Perú.

Con fecha 17 de enero de 2025, la compañía Zaimella del Ecuador S.A., realiza la adquisición de las acciones de la compañía panameña Pinula Holdings INC., por USD 54.2MM. El Holding a su vez es dueño de una empresa guatemalteca que mantiene una planta de producción con líneas comerciales similares a las que maneja Zaimella

en Ecuador. El Grupo tiene presencia comercial en 10 países en Centro América y El Caribe, la empresa adquirida fue constituida en octubre de 2020 en Guatemala como una Sociedad Anónima; de acuerdo con cifras de balances internos a abril 2025, registra activos por USD 88.96MM, patrimonio por USD 49.49MM, ventas por USD 20.79MM y utilidad neta por USD 2.43MM. La compra responde a la estrategia de Zaimella del Ecuador para lograr mayor posicionamiento comercial en Centro América.

Con esta transacción Zaimella Ecuador obtiene el 84% de la propiedad del Holding, y el restante 16% es de propiedad de Zaimella ZMLTP que es otra de las filiales del mismo grupo.

A la fecha de corte, el total de las inversiones en acciones de Zaimella del Ecuador S.A. representan el 34.59% del activo total.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A abril-2025, el patrimonio de Zaimella del Ecuador S.A. es de USD 100.7MM, de este monto el 30.3% corresponde a capital social.

Las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

ACCIONISTA	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	% PARTICIPACIÓN
MORCONELLO S.A.	ECUADOR	24,498,494	80.23%
HEMAJA INVESTMENTS S.A.S.	ECUADOR	2,757,267	9.03%
STRATELLA S.A.S.	ECUADOR	919,089	3.01%
DI MELLA SCIFO SILVANA MARIA	ECUADOR	919,089	3.01%
DI MELLA SCIFO ANGELO	ECUADOR	919,089	3.01%
ORTIZ GONZALES CARLOS	VENEZUELA	522,140	1.71%
TOTAL		30,534,522	100.00%

Históricamente los accionistas han apoyado a la empresa a través de la reinversión de parte de sus utilidades.

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

El pago de dividendos sobre las utilidades del año 2024 se ha realizado por USD 4.36MM hasta la fecha de corte de este informe y la expectativa para el año 2025 es de USD 4.5MM.

ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

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

La administración de la Compañía está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante. El Directorio mantiene parte de sus

miembros independientes, lo cual favorece la objetividad en el seguimiento administrativo y la toma de decisiones. En cuanto a los órganos de fiscalización y control, cuenta con un Comisario Principal y un Comisario Suplente. Estos vigilan las operaciones sociales y son independientes de la Administración.

Se encuentra implementada una estructura tecnológica y de recursos humanos que promueve una adecuada cultura organizacional y el cumplimiento de los objetivos establecidos para cada área.

La empresa genera información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio que han emitido opiniones libres de salvedades.

El emisor cuenta con lineamientos estratégicos y un presupuesto anual elaborado por el departamento de Finanzas. A mediados de cada año se realiza un presupuesto ajustado con el objetivo de proyectar de mejor manera el cierre de año. Ambos presupuestos son presentados y aprobados por el Directorio.

Como parte de sus estrategias de negocios, Zaimella Ecuador mantiene operaciones con compañías relacionadas, al respecto la empresa mantiene informes anuales sobre los precios de transferencia de esas operaciones.

Zaimella dispone de un comité financiero donde se discuten periódicamente las principales cifras e indicadores; además cada área maneja directrices específicas alineadas a la estrategia de la Compañía.

La estrategia de la Compañía se enfoca en el posicionamiento, la oferta y desarrollo de productos de conveniencia (la mejor relación entre calidad y precio) para el mercado latinoamericano. Para ello, el emisor ha mantenido una constante actualización tecnológica de su planta y de sus procesos, robustece sus metodologías y sistemas para poder ser más competitivos, mejorar constantemente sus productos y desarrollar nuevos productos. Además, los accionistas han ampliado el negocio a través de otras empresas relacionadas en Latinoamérica y Estados Unidos.

Zaimella ha realizado la contratación de varias pólizas de seguro que cubren transporte interno, vehículos y Multirisgo Industrial. Este último cubre Edificios, instalaciones, muebles y enseres y equipos, maquinarias y equipo en general, mercaderías y otros. Las coberturas son de todo riesgo de daño o pérdida, incluyendo las pérdidas y/o daños por rayo, explosión, implosión, terremoto, temblor y/o erupción volcánica,

maremoto, lluvia e inundación, granizada y otros eventos de la naturaleza, daños por agua, colapso, cobertura extendida amplia, hundimientos, desplazamientos, desprendimientos, alza del nivel de aguas, enfangamientos, agrietamientos, o asentamiento de edificios, construcciones y sus partes, siempre y cuando sean derivados de un evento amparado en la póliza.

Como parte del manejo de su riesgo operacional la empresa cuenta con un *Plan de Contingencias para el Control de Emergencias* para controlar el riesgo de incendios y minimizar posibles impactos de este siniestro.

Zaimella mantiene lineamientos claramente definidos para poder reaccionar en el menor tiempo posible ante cualquier evento adverso que pueda suscitarse, su personal se encuentra capacitado y organizado de manera adecuada para actuar durante emergencias. Adicionalmente, su plan de emergencias cuenta con protocolos para distintos tipos de siniestros, donde se detallan medidas preventivas, especiales, de mitigación y corrección, y recuperación, orientadas a la prevención del riesgo y a la reducción de sus impactos. Se han realizado importantes inversiones en el sistema de mitigación de riesgos contra incendios en toda la planta de producción y áreas administrativas.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas

Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros de Zaimella del Ecuador S.A. de los años 2020 y 2024 auditados por la firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador, de los años 2022 y 2023 por la empresa auditora BDO Ecuador, y del año 2021 auditados por KPMG del Ecuador. Estos son presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y no presentan observaciones ni salvedades. Adicionalmente se han analizado los estados financieros directos individuales a abril 2025 y abril 2024.

Hemos recibido por parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para los periodos comprendidos entre 2025 y 2027. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

Gestión Operativa y Tendencias

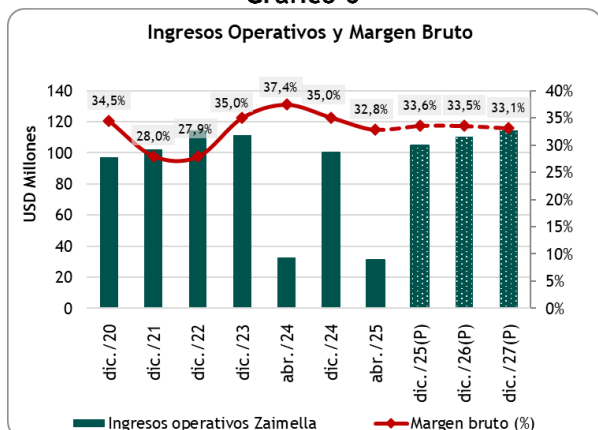
Zaimella es una empresa que históricamente ha mostrado una generación operativa positiva y un margen operativo relativamente estable. Para conseguirlo, la empresa mantiene estrategias comerciales y una constante mejora y diversificación de sus productos, gracias a lo cual

sostiene un fuerte posicionamiento de mercado, diversificación de su mercado por las exportaciones y la variedad de productos de calidad a precios convenientes.

Las ventas anuales de Zaimella en dólares han mostrado cierta volatilidad en los años analizados. Luego de la importante reducción del año 2020, primer año de pandemia, en los años 2021 y 2022 las ventas se incrementaron en 5.2% y 12.06% respectivamente. En el año 2023 se generó una reducción de 3.55% de las ventas que obedeció principalmente a tres factores: una baja de consumo en el segundo semestre, originada por la recesión en el mercado, que se reflejó en la acumulación de inventarios en clientes importantes; la reducción de horarios de atención de algunos puntos de venta de sus clientes por el tema de seguridad, especialmente en la región Costa, y mayor competencia en la línea de pañitos húmedos.

En el año 2024 y hasta a abril 2025, las ventas de algunos de sus principales productos se vieron afectados por la presión de precios por la mayor competencia, por lo que, si bien Zaimella ha logrado mantener el liderazgo en el mercado, ha tenido complicaciones para mantener los volúmenes de ventas. En los últimos meses el emisor ha decidido tomar acciones para defender su posicionamiento, mediante precios más competitivos y el ajuste de las estrategias en todos los canales. Las estrategias son analizadas e implementadas dependiendo de cada producto y la competencia específica, dado su amplio conocimiento del mercado.

Gráfico 6



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

Para los siguientes años, el emisor ha planificado varias estrategias de comercialización con las que buscará impulsar los niveles de ventas en las diferentes líneas de productos. Para el 2025, cuenta con contratos ya establecidos en los nuevos productos que está impulsando, tanto en

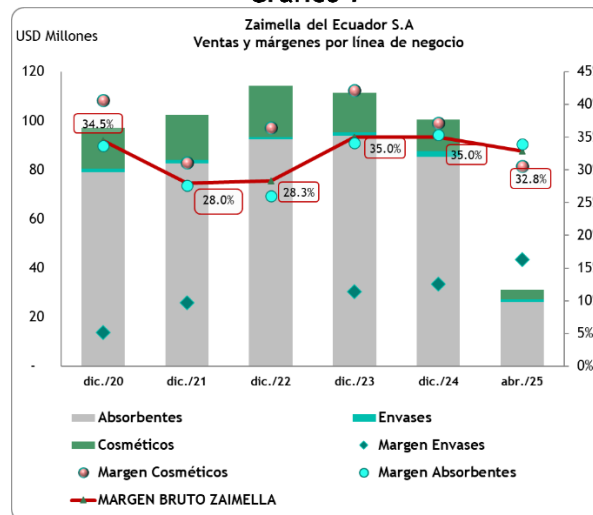
el país como en el exterior, los cuales sustentan el crecimiento esperado.

Los supuestos de las proyecciones de la empresa han sido sensibilizados por BWR y se considera un crecimiento moderado de las ventas de 4.5%, 5% y 4% para los años 2025, 2026 y 2027 respectivamente. El ajuste de la proyección de crecimiento de este año se ha realizado considerando la incertidumbre del entorno económico y el comportamiento del primer cuatrimestre del año.

A pesar de la disminución de las ventas en los dos últimos años, se consiguió mejorar ligeramente el margen bruto. En el año 2023 y 2024 se observó una disminución de los costos de las materias primas, y además la empresa realizó ajustes en el precio final, por lo cual el margen bruto mejora a un nivel superior al de los cinco años anteriores.

Si bien se prevé estabilidad del precio en la mayor parte de sus materias primas, el margen bruto proyectado es conservador considerando la competencia existente y la estrategia defensiva que aplicará la empresa. Es importante notar que el gran parte del portafolio de productos de la empresa es de primera necesidad y con productos sustitutos limitados.

Gráfico 7



Fuente: Zaimella S.A.
Elaboración: BWR.

La división de absorbentes aporta con mayor volumen de facturación, pero los mayores márgenes porcentuales provienen de la venta de productos cosméticos. Sin embargo, dado el peso de la línea de absorbentes el margen bruto de la empresa está definido por lo que pase en esta línea del negocio. A la fecha de análisis la línea de absorbentes tiene también el mayor margen bruto.

La Administración considera que el gasto operacional es controlado y se encuentra acorde

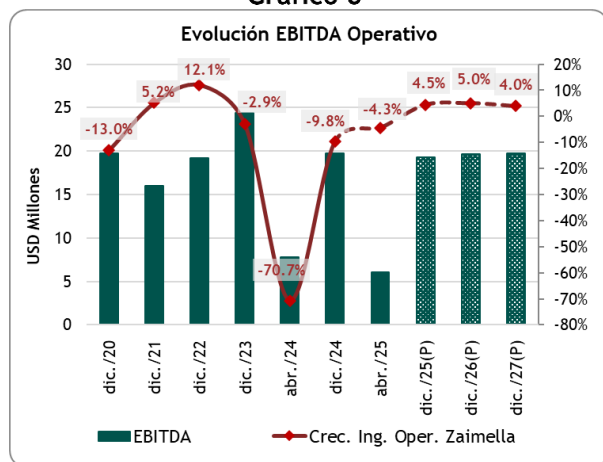
con sus estrategias de ventas, pues existen periodos con mayor gasto de comercialización, debido a campañas de publicidad e incentivos a sus canales de distribución.

En el año 2024 el crecimiento del gasto operativo fue de 7.12%, menor al proyectado inicialmente, y a la fecha de corte aumenta en 2.61% interanual. Las proyecciones apuntan a un incremento mínimo del gasto operativo de aproximadamente 1% en 2025 y 5.2% promedio en los siguientes años. El incremento obedece a la planificación de campañas de publicidad y ofertas de ventas.

El EBITDA operativo muestra variaciones que se explican principalmente por los cambios en el margen bruto, originados en las tendencias distintas de los costos de materias primas y la celeridad de su traslado al precio final de los productos.

En el año 2024 el EBITDA se contrajo de forma importante por la reducción de ventas afectadas por la crisis energética que sufrió el país, y por la competencia en precios que enfrentó el mercado en general y en varios canales de forma individual.

Gráfico 8



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.

Nota: Proyecciones ajustadas por BWR.

Hasta abril de 2025, aún se mantiene la contracción. Si bien el emisor espera hasta fin de año conseguir un EBITDA superior al año precedente gracias al crecimiento proyectado en sus ventas, nuestras proyecciones ajustadas consideran una ligera disminución de 2.39% hasta cierre de año, y crecimientos pequeños en los años posteriores, que permitirían mantener la estabilidad en la generación operativa.

Por otra parte, el ROA y ROE a la fecha de corte son de 7.41% y 11.63% respectivamente. En ambos casos, los indicadores han reducido respecto a los niveles históricos, sin embargo, se mantienen en niveles que reflejan una rentabilidad adecuada. Los indicadores proyectados para el año 2025 a

2027 se presionan ligeramente, pero se mantienen en niveles sólidos.

Estructura del Balance, Calidad de los Activos y Capacidad para ser Liquidados

ACTIVOS	dic./21	dic./22	dic./23	dic./24	abr./25
Total Activo Corriente	60,3%	60,6%	68,2%	69,6%	44,9%
Fondos Disponibles	15,0%	11,5%	11,8%	6,9%	6,1%
Inversiones corto plazo	0,0%	2,5%	23,4%	28,9%	6,3%
CxC Comerciales	20,6%	22,3%	17,4%	17,7%	16,4%
Inventarios Neto	17,7%	19,0%	14,2%	11,9%	10,9%
Gastos anticipados	6,9%	5,4%	1,5%	4,0%	5,1%
Total Activo No Corriente	39,7%	39,4%	31,8%	30,4%	55,1%
Propiedad, planta y equipo	37,0%	34,5%	27,5%	27,3%	20,2%
Inversiones Emp. Relac.	2,4%	4,5%	3,9%	2,7%	34,6%
Otros activos	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO	dic./21	dic./22	dic./23	dic./24	abr./25
Total Pasivo Corriente	29,4%	29,1%	29,5%	29,6%	28,7%
Deuda Financiera CP	11,3%	11,7%	14,0%	13,5%	20,0%
Deuda Comercial	13,0%	12,4%	10,6%	10,6%	3,9%
Otros Pasivos CP	5,0%	5,0%	4,9%	5,5%	4,8%
Total Pasivo LP	3,2%	2,4%	2,1%	2,3%	11,5%
Deuda Financiera LP	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,4%
Otros pasivos LP	3,2%	2,4%	2,1%	2,3%	2,1%
PATRIMONIO	67,5%	68,5%	68,3%	68,1%	59,8%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.

A la fecha de corte, los activos de la empresa (USD 168.4MM) en su mayor parte son de naturaleza operativa. En función de su clasificación contable el 44.9% tendría una recuperación esperada de un año o menos, por lo que podrían ser liquidados en el corto plazo. El 12.4% corresponde a fondos disponibles e inversiones de corto plazo.

Los inventarios reducen la participación a 10.9% a la fecha de corte (11.9% en dic-2024). El stock de inventarios se regularizó paulatinamente luego del crecimiento extraordinario del año 2022. En los siguientes años se ha ejecutado un manejo adecuado para optimizar su rotación, tendencia que continuaría en el año 2025 y 2026, por lo que se prevé estabilidad alrededor de 100 días de inventarios, tomando en consideración que las ventas internacionales y los contratos de venta internos podrían requerir un ligero incremento hasta estabilizar el proceso.

La cartera es de buena calidad ya que la vigente y no deteriorada constituye más del 91% de la cartera bruta. Solamente el 0.49% de las cuentas por cobrar tienen un plazo de vencidas mayor a 120 días.

La empresa califica el riesgo de sus clientes y las ratios de pérdidas crediticias esperadas, y en base de estas estimaciones establece una provisión por el deterioro de las cuentas por cobrar comerciales, que considera que cubre adecuadamente el riesgo de crédito. A la fecha de corte las provisiones cubren el 0.04% de las cuentas cobrar comerciales y relacionadas.

Los inventarios son de buena calidad, se constituyen mayoritariamente por materias primas y productos terminados, y las pérdidas por productos en mal estado y caducados son reconocidas en resultados. En 2024 dicho ajuste representó un porcentaje menor al 2.2% del total de inventarios brutos. A la fecha de corte las provisiones para inventarios cubren aproximadamente el 3% del total de inventarios.

Debido a la adquisición de las acciones de la compañía panameña Pinula Holdings INC., la cuenta Inversiones en acciones llega a USD 58.26MM, que representa el 34.6% del activo total de Zaimella.

La empresa mantiene una sólida posición patrimonial y bajos niveles de endeudamiento con terceros, lo que refleja solvencia y una posición conservadora respecto al manejo financiero de la organización.

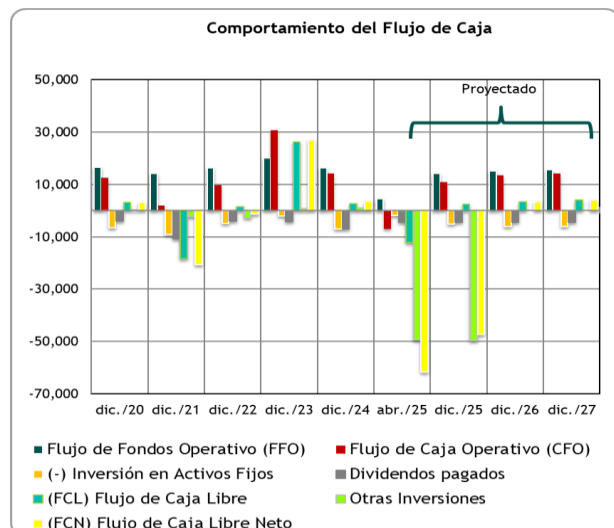
Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

En los años analizados, la empresa ha logrado una generación operativa sólida que le ha permitido cubrir sus requerimientos de capital de trabajo e inversión sin necesidad de recurrir a endeudamiento financiero significativo.

El emisor ha presentado una amplia flexibilidad financiera a lo largo del tiempo y sus inversiones han sido adecuadamente planificadas y ejecutadas de acorde con planes de crecimiento y participación de mercado.

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

Gráfico 9



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.

Nota: Proyecciones ajustadas por BWR.

Históricamente los días de cobro a clientes se han ubicado cerca de los 83 a 85 días en promedio. En dic-2024 cerró en 94 días y en abril-2025 alcanza un valor de 107, por las ventas nacionales en algunos canales con los que se tienen condiciones más holgadas y por las ventas del exterior relacionadas como en Perú que se normalizarían en el corto plazo luego de la terminación del proceso de transición con la liquidación de algunas de ellas. Por esta razón se espera que se mantengan alrededor de 100 días.

Con respecto a las cuentas por pagar, a dic-2024 llegó a 87 días (38 días en abril-2025) debido al menor abastecimiento de inventarios a fin de año. Las condiciones que manejan con proveedores no han variado por lo que se espera que los días se mantengan en los siguientes años en niveles cercanos a los del cierre del 2024.

Con relación al nivel de inventario, se espera que este cubra 100 días de ventas, aunque en los últimos cuatro años se ha ubicado en promedio en 97 días. A dic-2024, la empresa cerró con un indicador de 97 días y este es de 106 días a abril-2025.

En el año 2024 el menor resultado operativo se reflejó en menor generación operativa, a pesar de lo cual el FFO y el CFO se mantuvieron positivos y este último pudo cubrir en su totalidad las inversiones de CAPEX y el pago definido de dividendos y los recursos líquidos se fortalecieron.

Si bien a la fecha de corte el CFO se vuelve negativo en USD 7.1 millones, el efecto corresponde a variaciones estacionales en el capital de trabajo que se revertirán hasta fin de año. Adicionalmente, las inversiones en CAPEX previstas y el pago de dividendos correspondientes a los resultados del año precedente (USD 4.35MM), hacen que el FCL refleje necesidades de financiamiento por USD -12.3 millones.

En aplicación de su estrategia de fortalecimiento del mercado internacional, Zaimella adquirió en enero de 2025 las acciones de la compañía panameña Pinula Holdings INC., que tiene su misma línea de productos (absorbentes y cuidado de la familia) en Guatemala y con presencia en 10 países de la región centroamericana. Esta inversión ha requerido un mayor endeudamiento para cubrir parte del flujo necesario por su estrategia de crecimiento.

La adquisición de acciones del Holding mencionado, por USD 54.24MM, incrementa la necesidad de financiamiento. El flujo de caja libre neto (FCLN) llega a USD -61.75MM. Este requerimiento ha sido cubierto parcialmente (USD 32.2MM) con sus propios recursos líquidos y el

valor restante se ha conseguido con un incremento de deuda por USD 29.5MM.

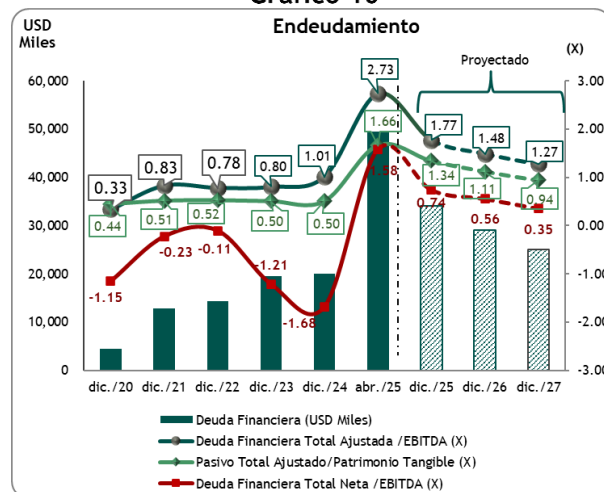
Las inversiones en CAPEX previstas para el año 2025 alcanzan USD 5.2MM y corresponden principalmente a una nueva máquina para ampliar la producción de pañales para adulto que se destinan principalmente a la exportación, además, inversiones para ampliar la planta de producción de envases. Para los años 2026 y 2027 se ha considerado un promedio de USD 6MM anuales, en función del comportamiento histórico.

El pago de dividendos a los accionistas ha sido conservador en los años analizados, por lo que la Compañía mantiene un patrimonio tangible¹⁰ sólido y un bajo nivel de endeudamiento. Si bien la empresa no cuenta con una política formal de distribución de dividendos, la Junta General de Accionistas aprobó el pago de USD 4MM en 2022 y 2023, y de USD 7MM en el año 2024. Para los años subsecuentes se espera el pago anual de dividendos por aproximadamente USD 4.5MM.

Hasta el cierre del año en curso, esperamos que la generación operativa del emisor mejore y permita disminuir la deuda de corto plazo; de igual forma para los siguientes años esperamos que el flujo operativo cubra los requerimientos de capital de trabajo acordes al crecimiento de la operación, el pago de dividendos proyectado y las inversiones de CAPEX planificadas, por lo cual el flujo de caja libre neto sería positivo y permitiría reducir la deuda financiera y mantener una elevada flexibilidad financiera.

De acuerdo con las proyecciones ajustadas por la calificadora, la deuda financiera a finales de 2025 llegaría a USD 34MM, con un incremento de USD 14MM frente a dic-2024, pero que sería menor a los USD 49.53MM que mantiene a abril-2025. Para el 2026 y 2027 esperamos que la deuda siga disminuyendo paulatinamente.

Gráfico 10



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.

Nota: Proyecciones ajustadas por BWR.

El indicador de Deuda Financiera Ajustada / EBITDA ha sido históricamente menor a uno, lo que refleja una amplia flexibilidad financiera, consistente con la calificación asignada. A dic-2024 llegó a 1.01 veces, debido a la contracción del EBITDA. A la fecha de corte este indicador se incrementa a 2.75 veces debido al incremento de la deuda financiera y a un EBITDA coyunturalmente presionado, por las razones analizadas anteriormente.

Para finales del año 2025 se estima que el indicador de deuda llegue a 1.77 veces, y en los siguientes años siga reduciéndose paulatinamente hasta 1.27 veces en el año 2027. A pesar del incremento respecto a sus históricos estos niveles reflejan un bajo endeudamiento.

Por otro lado, se resalta que a la fecha de corte la empresa mantiene aún importantes excedentes en fondos disponibles y equivalentes de efectivo. Al considerar la deuda neta de estos recursos, el indicador de endeudamiento a abril- 2025 se reduce a 1.58 veces y al final del 2025 este podría bajar hasta 0.74 veces, nivel que refleja un bajo nivel de deuda.

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

Capacidad de Pago y Liquidez

Históricamente el gasto financiero de la empresa con relación al EBITDA no ha sido significativo, lo

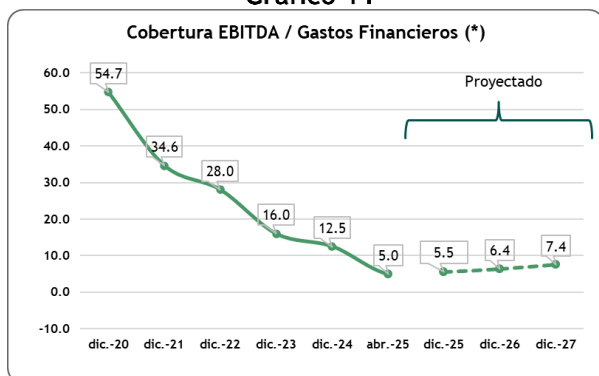
¹⁰ El patrimonio tangible se calcula restando del patrimonio los activos intangibles, diferidos, y aquellos que no se relacionan a la gestión comercial del negocio y cuya

recuperación está a discreción de los mismos accionistas y/o de sus empresas relacionadas.

cual refleja la alta flexibilidad financiera por parte de la empresa.

El EBITDA en los últimos años ha cubierto ampliamente al gasto financiero (16 veces en dic-2023, 12.5 veces en dic-2024). A la fecha de corte esta cobertura ha disminuido, pero se mantiene fuerte, en 5 veces, a pesar del importante crecimiento de la deuda financiera. Para los próximos años esperamos que esta cobertura se mantenga holgada y se recupere paulatinamente. Si bien sería menor a sus históricos por financiamiento que la empresa ha asumido, sigue siendo sólida, a lo que se suma el nivel adecuado de fondos disponibles que mantiene el emisor.

Gráfico 11



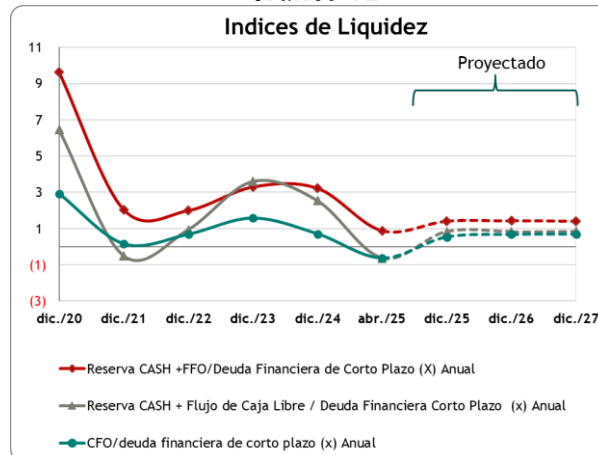
Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.
Nota: Proyecciones ajustadas por BWR.

Con corte abril-2025, Zaimella mantiene fondos disponibles por USD 10.2MM e inversiones líquidas por USD 10.7MM. La Compañía requiere una caja mensual de aproximadamente USD 5MM para su operatividad normal, pero proyecta mantener excedentes en los próximos años como estrategia defensiva ante los riesgos del entorno y previsa para el pago de sus obligaciones de corto plazo con el mercado de valores.

Con respecto a la estructura de la deuda financiera, parte de la deuda financiera tomada en este año tiene una estructura de largo plazo, con plazos de vencimiento hasta inicios del 2030.

El riesgo de refinanciamiento de la empresa estaría cubierto, considerando la posición de la empresa en el mercado, su capacidad de generar flujos de caja libre positivos en entornos recesivos, su bajo nivel de endeudamiento, la estructura de su deuda financiera y los excedentes de recursos líquidos que mantiene.

Gráfico 12



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

Por último, la Compañía mantiene líneas de crédito no utilizadas con las principales entidades bancarias del país y dos bancos internacionales que, en condiciones normales de mercado, serían una fuente adicional de liquidez en caso de requerirse.

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN

A continuación, se detalla la prelación de los pasivos, de acuerdo con la Ley, en el cual el papel comercial analizado se encontraría en la tercera prelación:

Fecha de corte		abr./25		
Activo Ajustado (USD M)		108,552		
Activo Total (USD M)		168,398		

abril/25				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acumulado (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	6,691	6,691	16.22
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	6,691	16.22
3era	Deuda sin garantía específica de balance	61,023	67,714	1.60
TOTAL		67,714	67,714	1.60

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 1.60 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, inversiones en acciones y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

La emisión tiene garantía general, por tanto, está garantizada con los activos libres de la empresa.

A la fecha de corte, los activos de la empresa en su mayor parte son de naturaleza operativa. Se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 44.9% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 55.1% restante corresponde a inversiones en acciones en empresas relacionadas que fortalecen la posición de empresa en el mercado internacional (34.6% a abril-2025) y el 20.2% corresponde a activo fijo, cuya capacidad de ser liquidado, así como sus valores de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

RESGUARDOS

Para la emisión corporativa analizada en este estudio, Zaimella del Ecuador S.A. se obliga a establecer al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. A la fecha de corte el emisor confirma que este indicador es de 2.48.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
3. Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1.25. Este indicador a la fecha del presente informe es de 1.99.

De acuerdo con la Resolución 548-2019-V emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, los activos depurados se entienden como el total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independiente de la instancia administrativa o judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias y de terceros; cuentas o documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo esté

compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales y extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Se hace constar que el incumplimiento de los resguardos dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión aprobada. Estos resguardos podrán ser fortalecidos al solo criterio del representante legal del emisor o de quien los reemplace en virtud de las disposiciones estatutarias.

Por otro lado, la Junta General Extraordinaria y Universal expresamente delegó y autorizó al Vicepresidente Corporativo del emisor o a quien lo reemplace la fijación de compromisos adicionales.

Límite de endeudamiento: El límite de endeudamiento financiero de la compañía calculado anualmente en cada período fiscal será de hasta 75% del activo de esta.

El monto total del programa calificado, sumado al monto autorizado del programa que se encuentra vigente representa el 44.7% del patrimonio de Zaimella a abril-2025, por lo cual cumple con el requerimiento legal de que este indicador sea inferior al 200%.

Zaimella declara bajo juramento que afirma el compromiso de mantener la relación de activos libres de gravámenes sobre las emisiones de circulación, así como el compromiso de reposición y mantenimiento de los activos libres de gravámenes consistentes en inventarios. A la fecha de corte de la información, el 80% los activos libres de gravamen cumplen con amplitud el requerimiento normativo de límite máximo a emitir. Detallan USD 25MM como activos que mantendrán libres de gravamen y asume el compromiso de reposición y mantenimiento de los activos consistentes en Cuentas por Cobrar a clientes nacionales, materia prima, producto terminado, terrenos y edificios hasta por el monto en circulación de los valores de la presente emisión de obligaciones de corto plazo.

El emisor certifica que a la fecha de calificación las obligaciones de mercado de valores y del sistema financiero se mantienen al día.

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

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil; en todo caso,

es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez de papel en el mercado y no al contrario.

La empresa ha participado en el mercado de valores desde el año 2008 y mantiene un historial de pago limpio en cuanto al pago en tiempo y forma de sus obligaciones. Adicionalmente a la nueva emisión planificada que se analiza en el presente informe Zaimella mantiene una emisión de Papel Comercial por un monto total calificado

de USD 20MM, cuya calificación se muestra a continuación.

Instrumento	Resolución SCVS	Calificación	Calificadora	Fecha Calif.
Papel Comercial	SCVS-IRCVSQ- DRMV2024-00006449	AAA	PCR	19-feb-2025

Atentamente,

Patricio Baus Herrera
Gerente General

ZAIMELLA DEL ECUADOR S.A.						PROYECCIONES BWR		
(Miles de USD)	dic./21	dic./22	dic./23	dic./24	abr./25	dic./25	dic./26	dic./27
Resumen Balance								
Caja y Equivalentes de Caja	16,918	17,020	49,152	53,145	20,933	19,758	18,156	18,156
Cuentas por Cobrar Comerciales	23,224	27,149	24,399	26,286	27,642	29,054	30,381	31,544
Inventarios	19,969	23,091	19,798	17,662	18,404	19,326	20,309	21,253
Activos fijos	41,647	42,039	38,425	40,535	33,977	37,360	39,490	41,620
Otros Activos	10,858	12,536	8,065	10,766	67,442	64,743	64,743	64,743
Total Activos	112,616	121,834	139,840	148,395	168,398	170,242	173,080	177,317
Cuentas por Pagar Proveedores	14,665	15,097	14,881	15,766	6,547	16,663	17,510	18,324
Deuda Financiera Total	12,780	14,287	19,531	19,992	49,529	34,017	29,090	25,095
Deuda Financiera Corto Plazo	12,780	14,287	19,531	19,992	33,724	20,600	19,812	20,255
Deuda Financiera Largo Plazo	0	0	0	0	15,806	13,417	9,278	4,840
Otros Pasivos	9,198	8,996	9,872	11,511	11,637	12,010	12,509	13,008
Total Pasivos	36,644	38,380	44,284	47,268	67,714	62,689	59,108	56,426
Patrimonio	75,973	83,454	95,556	101,127	100,684	107,553	113,972	120,891
Contingentes	500	670	0	0	0	0	0	0
Resumen de Resultados								
Ventas	102,289	114,628	111,308	100,447	31,152	104,968	110,216	114,625
Costo de ventas	-73,675	-82,697	-72,319	-65,272	-20,925	-69,750	-73,297	-76,705
Otros ingresos operativos	0	0	0	0	0	0	0	0
Egresos operativos	-16,627	-18,697	-18,909	-20,256	-5,979	-20,400	-21,702	-22,570
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación emp	11,987	13,234	20,080	14,919	4,248	14,817	15,217	15,350
Gasto Financiero del período	-463	-683	-1,529	-1,578	-1,209	-3,471	-3,094	-2,656
Impuestos a la renta	-1,926	-1,986	-2,665	-1,778	-317	-1,518	-1,517	-1,587
RESULTADO NETO DE LA GESTION	9,284	11,250	16,088	12,549	3,913	10,926	10,919	11,419
Otros resultados integrales	0	232	153	107	0	0	0	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	9,284	11,482	16,241	12,656	3,913	10,926	10,919	11,419
Resumen Flujo de Caja								
EBITDA OPERATIVO	16,031	19,162	24,420	19,719	6,044	19,247	19,648	19,781
(-) Gasto Financiero del período	-463	-683	-1,529	-1,578	-1,209	-3,471	-3,094	-2,656
(-) Impuesto a la renta del período	-1,299	-2,045	-2,723	-1,862	-317	-1,518	-1,517	-1,587
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	14,269	16,434	20,168	16,279	4,519	14,258	15,037	15,538
(-) Variación Capital de Trabajo	-12,310	-6,756	10,582	-2,167	-11,680	-3,331	-1,524	-1,355
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,960	9,678	30,750	14,111	-7,162	10,927	13,514	14,183
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	1,526	2,584	3,674	1,190	1,098	312	312
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-314	-841	-2,382	-2,689	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	1,463	1,500	-225	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-10,929	-4,000	-4,139	-7,085	-4,355	-4,500	-4,500	-4,500
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-9,120	-5,011	-2,047	-6,950	-1,774	-5,219	-6,000	-6,000
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-18,403	1,353	26,230	2,561	-12,325	2,306	3,326	3,995
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	8,273	1,507	5,244	461	29,537	14,025	-4,927	-3,995
OTRAS INVERSIONES NETO	-2,339	-2,759	660	971	-49,424	-49,718	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-12,469	102	32,133	3,993	-32,212	-33,387	-1,602	0
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALAN	29,387	16,918	17,020	49,152	53,145	53,145	19,758	18,156
Indicadores								
Patrimonio Tangible	72,868	75,126	88,707	94,402	40,838	46,851	53,270	60,189
% crecimiento en ventas	5.20%	12.06%	-2.90%	-9.76%	-4.32%	4.50%	5.00%	4.00%
MARGEN EBIT (%)	11.72%	11.55%	18.04%	14.85%	13.64%	14.12%	13.81%	13.39%
MARGEN EBITDA (%)	15.67%	16.72%	21.94%	19.63%	19.40%	18.34%	17.83%	17.26%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing)	31.84	25.04	14.19	11.32	4.74	5.11	5.86	6.85
flexibilidad financiera(x)	34.65	28.04	15.97	12.50	5.00	5.55	6.35	7.45
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	34.65	28.04	15.97	12.50	5.00	5.55	6.35	7.45
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	0.83	0.78	0.80	1.01	2.73	1.77	1.48	1.27
Deuda Financiera Total AJUSTADA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	0.23	0.11	1.21	1.68	1.58	0.74	0.56	0.35
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA o EBITDAR	0.23	0.11	1.21	1.68	1.58	0.74	0.56	0.35
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	14.88%	15.20%	16.97%	16.51%	32.97%	24.03%	20.33%	17.19%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	2.05	1.99	3.29	3.22	0.87	1.41	1.42	1.42
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.15	0.68	1.57	0.71	(0.64)	0.53	0.68	0.70
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas +	(0.51)	0.94	3.60	2.54	(0.62)	0.83	0.83	0.85
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x)	(0.69)	0.74	3.64	2.58	(5.02)	(1.59)	0.83	0.85
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas +	(0.69)	0.74	3.64	2.58	(5.02)	(1.59)	0.83	0.85
Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda	(0.69)	0.74	3.64	2.58	(5.02)	(1.59)	0.83	0.85
Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.69)	0.74	3.64	2.58	(5.02)	(1.59)	0.83	0.85

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados con relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2025.