

Emisión de Obligaciones de Largo Plazo y Papel Comercial de Zaimella del Ecuador S.A.

Comité No: 228-229-2020	Fecha de Comité: 30 septiembre de 2020
Informe con Estados Financieros no auditados al 31 de julio de 2020	Quito – Ecuador
Alejandra Rodríguez	(593) 2333.1573 alrodriguez@ratingspcr.com

Instrumento Calificado	Calificación	Revisión	Resolución SCVS
Emisión de Obligaciones de Largo Plazo	AAA	Primera	SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2020.00005037 (24 de agosto de 2020)
Papel Comercial	AAA	Primera	SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2020.00003178 (15 de mayo de 2020)

Significado de la Calificación

Categoría 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.

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

"La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio"

Racionalidad

En comité de Calificación de Riesgo, PCR decidió por unanimidad mantener la calificación de "AAA" a la **Emisión de Obligaciones de Largo Plazo y el Papel Comercial de Zaimella del Ecuador S.A.** La calificación se respalda en el posicionamiento del emisor en el sector manufacturero, y su gran trayectoria dentro del mercado fundamentado por su constante innovación para hacer frente a las nuevas tendencias del mercado y acaparar un mayor crecimiento. A su vez, se considera, la excelente capacidad de generación de flujos, y la adecuada administración de capital de trabajo, que ha permitido que el emisor conserve sus operaciones sin necesidad de incurrir en altos niveles de endeudamiento. Cabe mencionar que el emisor ha sustentado la mayor parte del crecimiento de los activos mediante patrimonio, razón por la cual presenta fuertes niveles de solvencia. Durante el 2020, frente a la emergencia sanitaria que provocó la paralización de actividades, se ha puesto a prueba, la viabilidad del modelo estratégico del emisor, el mismo que ha sido favorable, al figurar a la fecha de corte, adecuados niveles de rentabilidad, liquidez y solvencia, resultado de un accionar indiscutible del emisor.

Riesgos Previsibles

- El emisor presenta concentración por parte de sus principales clientes, por lo que el riesgo de crédito se ve afectado principalmente por las características individuales de éstos. No obstante, este riesgo es mitigado por la adecuada gestión crediticia efectuada por la entidad y su fuerte relación comercial, la cual permite mantener bajos niveles de morosidad.
- Alta competencia de precios en la venta de sus productos. Zaimella del Ecuador S.A. mitiga este riesgo presentando al mercado productos de calidad, los cuales tienen un alto valor para el consumidor. También, la empresa mantiene permanentemente una política de promociones para mejorar el impulso de compra en el punto de venta.
- Concentración por parte de sus mayores proveedores, los cuales son principalmente Estados Unidos, Corea del sur, Colombia, India, China, Brasil, entre otros. La compañía busca mitigar este riesgo con una sólida relación; además, se beneficia de los amplios pagos de vencimiento.

- Durante la emergencia sanitaria, las cadenas de abastecimiento fueron uno de los primeros sectores golpeados por la pandemia. En el caso de Zaimella, entre el 60% y 80% de la materia prima proviene del extranjero. Razón por la cual, el área de manufactura y de cadenas de abastecimiento desarrolló una matriz de riesgo con proveedores y aseguró los despachos para mantener la operación.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que afecta a la variación de los previos que mantiene su principal materia prima (la celulosa), necesaria para la fabricación de su principal división de productos, los absorbentes, lo que puede determinar un incremento en los precios de la materia prima produciendo un eventual aumento de los costos. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio y una adecuada diversificación entre proveedores locales y del exterior que permite mitigar este riesgo. Para mitigar este riesgo, Zaimella del Ecuador S.A., mantiene negociaciones por volúmenes de compra con sus proveedores, además de una excelente relación, la cual se basa en su estricta política de cumplimiento de pago y buenas relaciones comerciales.
- Robos, incendios o desastres naturales, los que podrían afectar el inventario, generando así pérdidas para la compañía. Sin embargo, este riesgo se encuentra mitigado al mantener pólizas de seguros vigentes con la entidad Chubb Seguros Ecuador S.A.

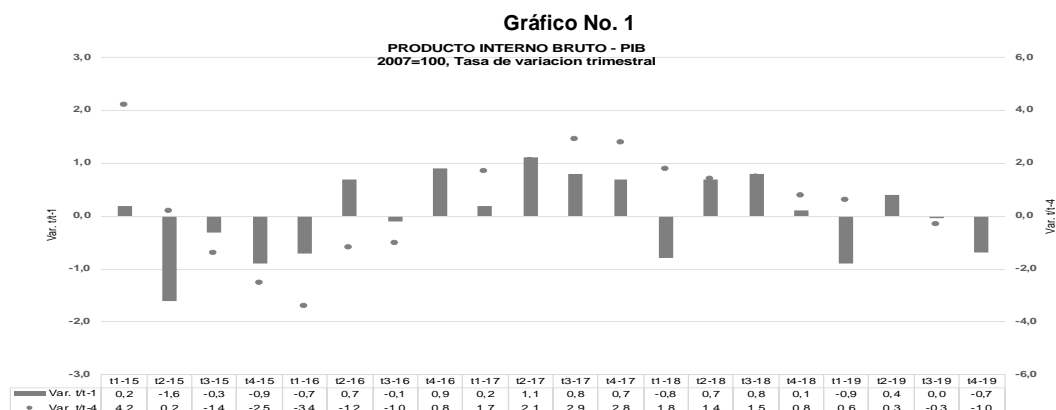
Aspectos de la Calificación

La calificación de riesgo otorgada al instrumento se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

Entorno Macroeconómico:

El 11 de marzo de 2020 la Organización Mundial de la Salud (OMS) declaró a la propagación del virus COVID-19 como una pandemia de escala global. La incertidumbre y desconocimiento de los mecanismos de contagio del nuevo virus limitan las opciones de control y respuesta para la prevención. Por esto, además de fuertes medidas de control sanitario e higiene, la OMS y demás epidemiólogos consideran el distanciamiento social como la única alternativa viable para reducir la curva de transmisión del virus y, de esta manera, disminuir la presión sobre los sistemas de salud alrededor del mundo. El distanciamiento social se ha traducido en cuarentenas generalizadas en todos los continentes, por lo que la actividad económica se ha reducido dramáticamente en todo el mundo. La prioridad de líderes y profesionales a nivel global es evitar la irreparable pérdida de vidas, tanto por la pandemia como por los efectos económicos de esta.

Frente a la coyuntura económica mundial desatada por la pandemia del COVID-19, el Fondo Monetario Internacional (FMI) sugiere a los gobiernos implementar políticas fuertes durante el proceso de respuesta a la crisis para salvaguardar los eslabones productivos de la economía. Para América Latina en particular, se recomienda la utilización de mecanismo de transparencia en el uso de los recursos, lo cual ha sido acatado por el gobierno ecuatoriano mediante la creación de la Cuenta de Asistencia Humanitaria en su plan económico de emergencia por el COVID-19. Este mismo organismo prevé una contracción de 6,3% del PIB real de Ecuador para el 2020¹, mientras que el promedio de contracción para Sudamérica sería de 9,4%. La severidad del declive económico del país se fundamenta en la débil posición en la que se encontraba previo a la pandemia: el 2019 mostró un crecimiento mínimo (0,05%) entrando en recesión durante los dos últimos trimestres del año, con una variación interanual de -0,3% para el tercer trimestre y de -1,0% para el cuarto trimestre. Si bien la economía había mostrado indicios de un proceso de desaceleración a principios de año, la coyuntura política y social de la segunda mitad del 2019 agudizaron los obstáculos para el crecimiento. No solo se evidencia un debilitamiento productivo, sino también social: la pobreza a nivel nacional alcanzó 25,0% a diciembre de 2019 (+1,8 p.p. var. Interanual) con un incremento de 0,5 p.p. de pobreza extrema, mientras que el empleo adecuado disminuyó en 1,8 p.p. a nivel interanual.

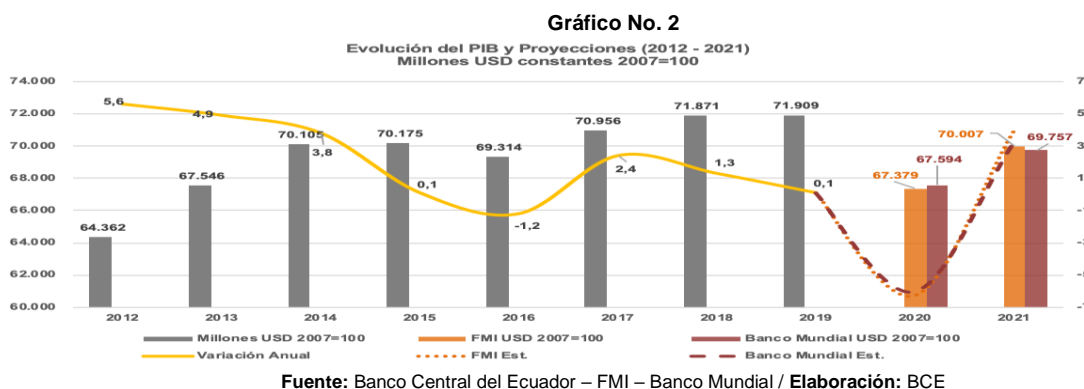


A esto debe sumarse la caída de los precios del petróleo y la ruptura de dos oleoductos que transportan el crudo para su exportación. Esto no solo genera un impacto negativo para los ingresos fiscales, sino que también genera distorsión en la cadena productiva debido a la dependencia de la economía al sector petrolero, fenómeno evidente en el periodo de contracción 2014-2016. Si bien las exportaciones petroleras y no petroleras se han visto afectadas por la pandemia,

¹ Perspectivas Globales del FMI a Abril 2020. La actualización de unio proyecta una afectación de cerca de 4,0 p.p. adicionales pero no se incluyen cifras para Ecuador. La proyección de decrecimiento para América Latina paso de -5,0% a -9,4%.

las importaciones también muestran debilitamientos, incluso en mayor proporción a las exportaciones, por lo que el efecto sobre la balanza comercial ha sido marginal a febrero 2020. La disminución de la actividad económica del país tendrá también repercusiones para el sistema financiero nacional al reducirse sus niveles de intermediación financiera, en parte por la desaceleración de la demanda de crédito y por el incremento del riesgo asociado y los niveles de liquidez.

La evolución anual del PIB en el acumulado de 2019 muestra una contracción del gasto de consumo final del gobierno en 2,4% y una expansión del gasto consumo final de los hogares en 1,5%. El gasto del consumo final del gobierno revierte la expansión experimentada durante 2017 (+3,2%) y 2018 (+3,5%), mientras que el gasto de consumo final de los hogares ha desacelerado su crecimiento en comparación a 2017 (+3,7%) y 2018 (+2,1%). Ambas variables son de particular importancia para la economía nacional ya que generan la mayor cantidad de transacciones, donde observamos que una velocidad de circulación del dinero de aproximadamente 4,03 a diciembre de 2019 (4,15 para 2017 y 4,14 para 2018).² El incremento de tasas pasivas en el sistema financiero pudo haber ralentizado la velocidad de circulación, además de la débil inflación que reduce los estímulos para incrementar la circulación del dinero.



El Banco Central del Ecuador (BCE) realizó una operación de corto plazo en el mercado internacional por US\$ 300,00 millones respaldada con sus reservas de oro, para así garantizar la disponibilidad de las reservas bancarias y resguardar la liquidez del sistema financiero. De igual forma, la Corporación de Seguro de Depósitos emitió un informe técnico (CTRE-FSL-2020-02) mediante el cual se estima un requerimiento de liquidez del sistema financiero de US\$ 200,00 millones (aproximadamente el 7% del Fideicomiso del Fondo de Liquidez), en base al riesgo de interconexión del sistema de bancos. No obstante, el BCE no tiene la capacidad de emisión de moneda, por lo que programas de estímulo monetario no son factibles en el contexto ecuatoriano. Si bien se observa un incremento del crédito al gobierno central en el balance del BCE (+US\$ 574,00 millones entre enero y marzo 2020), este comportamiento se registra desde mediados del 2019 y no necesariamente incrementa la liquidez de la economía ya que reduce las reservas del BCE. Una verdadera inyección de liquidez al sistema monetario dolarizado del país se espera mediante la captación de recursos del exterior, tanto por parte del gobierno central como por entidades del sistema financiero nacional con capacidad de gestionar líneas de crédito en el exterior.

	Banco Mundial			FMI		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Latinoamérica y el Caribe	0,1%	-4,6%	2,6%	0,1%	-9,4%	3,7%
Ecuador	0,1%	-6,0%	3,2%	0,1%	-6,3%	3,9%
Colombia	3,3%	-2,0%	3,4%	3,3%	-7,8%	3,7%
Perú	2,2%	-4,7%	6,6%	2,2%	-13,9%	5,2%
Brasil	1,1%	-5,0%	1,5%	1,1%	-9,1%	3,6%
Argentina	-2,2%	-5,2%	2,2%	-2,2%	-9,9%	4,4%
Chile	1,1%	-3,0%	4,8%	1,1%	-7,5%	5,3%

El panorama macroeconómico de Ecuador se ve fuertemente limitado por las condiciones previas a la propagación de la pandemia declarada por el COVID-19. La crisis de salud pública requiere una respuesta contundente del gobierno central y sus escasos recursos; al mismo tiempo que paraliza la actividad económica de manera drástica a funciones netamente esenciales. Bajo estas premisas, la prioridad para el manejo económico del país será la captación de recursos que permitan fortalecer el sistema de salud pública para incrementar su capacidad de respuesta en el corto y mediano plazo; así como, fondos para la implementación de programas sociales que brinden ingresos vitales a los sectores más vulnerables de la sociedad.

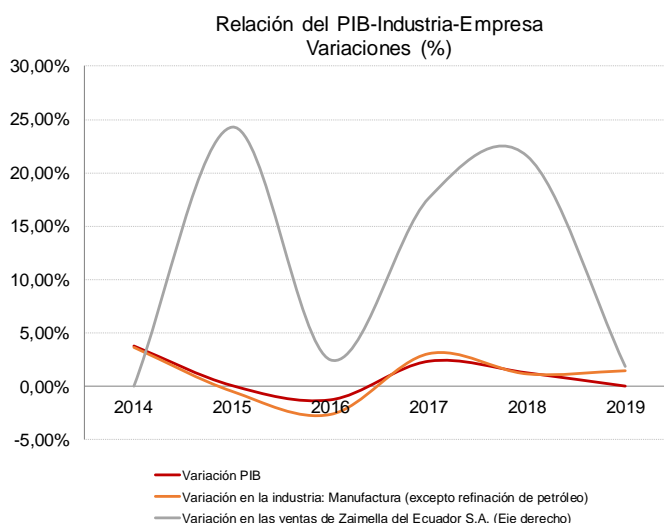
Para este propósito, la reestructuración de las obligaciones del estado es fundamental para liberar recursos de la caja fiscal y minimizar los requerimientos de acciones tributarias extraordinarias que pudieren restringir la liquidez de los hogares. El gobierno ha anunciado una propuesta de renegociación de la deuda externa por US\$ 17.375 millones, particularmente con tenedores de bonos, para aplazar los vencimientos de los mismos, por lo que estos serían cancelados entre 2030 y 2040. El aporte tributario incluido en las medidas económicas planteadas por el gobierno muestra progresividad al apelar a la solidaridad de todos los sectores. Los organismos multilaterales han realizado un llamado a la solidaridad entre deudores y acreedores en todo nivel, por lo que se espera facilidades para la renegociación de deuda y gestión de nuevas líneas de crédito; sin embargo, una dinámica similar será necesaria al interior del país para soportar el periodo de iliquidez generado por la crisis sanitaria. Al igual que el FMI y otros

² Velocidad de circulación del dinero: ingreso nacional bruto / oferta monetaria (M1). Para el cálculo de 2019 se estimó el ingreso nacional bruto en base al promedio de la relación entre el PIB y el ingreso nacional bruto entre 2009 y 2018.

organismos internacionales, PCR considera que las acciones de respuesta tanto en el frente económico, como el social y sanitario, serán de vital importancia para la recuperación y reconstrucción de los entramados sociales y productivos posterior a la crisis.

Análisis de la Industria:

Zaimella del Ecuador S.A. pertenece al sector manufacturero, que es uno de los principales motores de una economía, ya que se elaboran productos con mayor valor agregado, mayor diferenciación, y menor volatilidad en los precios. El sector de la manufactura depende del acceso de materias primas y bienes de capital, necesarios para su producción. Esto hizo que en los años en los que se aplicaron mayores restricciones a las importaciones (2009, 2015 y 2016), la tasa de crecimiento haya sido negativa (-0,8%, -0,8% y -1%, respectivamente). No obstante, en el año 2018 Ecuador aumentó sus importaciones totales en 16,2% (US\$ 22.121 millones). Asimismo, el sector manufacturero constituye una de las principales fuentes de empleo de una economía, al necesitar mano de obra para transformar la materia prima en productos elaborados.



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaboración: PCR

Para analizar el comportamiento ante un cambio en el entorno económico frente a cambios cíclicos, se tomará en cuenta la relación del comportamiento del PIB, industria y empresa. La industria manufacturera representa el segundo rubro más importante en la generación de ventas de la economía ecuatoriana, en términos nominales. El desarrollo de este sector promueve el crecimiento y fortalece la economía de un país, por lo que se convierte en un pilar fundamental. Es importante mencionar, que debido a la Ley No.25 con fecha 23 de mayo de 2017, que a su vez sustituye a la ley 76 de 2009, que dicta medidas para el fomento y desarrollo de la industria ofreciendo novedosas herramientas para el sector, lo que representó un avance importante, manteniendo al sector en mejor posición (+1,50%) en relación con el comportamiento del PIB (0,05%) hasta el año 2019. Las industrias manufactureras con un desempeño positivo, en orden de importancia, fueron: elaboración de cacao, chocolate y productos de la confitería, fabricación de maquinaria y equipo, elaboración de productos lácteos, fabricación de otros productos minerales no metálicos, entre otros.

Si bien el sector manufacturero abarca algunas industrias, y por tanto, no se adapta completamente al giro del negocio del emisor, se observa que el emisor evidencia una menor sensibilidad antes cambios en el sector y la coyuntura económica. Los ingresos del emisor han logrado mantener una tendencia creciente, presentando una desaceleración en su crecimiento en el año 2016 y 2019 debido a la coyuntura económica. La constante innovación, al igual que la adquisición de nuevos productos a su portafolio, ha permitido a la compañía enfrentar escenarios económicos adversos.

Zaimella del Ecuador S.A. se enfoca principalmente en la producción y comercialización de pañales desechables para bebés y adultos por lo que pertenece específicamente al sector de fabricación y comercialización de productos de higiene y cuidado personal. En este sector se comercializa productos de primera necesidad y cuenta con pocos sustitutos por lo que se considera que maneja una demanda estable. 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. Adicional, los pañales de adulto mayor que son utilizados para manejar problemas de incontinencia han crecido en los últimos años en un porcentaje superior al de los pañales de bebe.

Tomando en cuenta que es un producto de consumo masivo y que su publicidad es agresiva, los fabricantes de pañales han incorporado a su producción otros insumos de higiene personal. Estos productores al tener casi el 50% de sus materias primas y commodities (celulosa y el ácido acrílico) relacionadas con el precio del petróleo dependen de factores externos de oferta y demanda. Adicional se debe mencionar que este sector tiene altas barreras de entrada ya que necesita un uso amplio de capital de trabajo para innovación tecnológica y mantenimiento de las plantas.

Para el año 2020, el panorama económico es afectado de manera agresiva debido a que el 11 de marzo la Organización Mundial de la Salud (OMS) declaró la propagación del virus COVID-19 como una pandemia de escala global, razón por la cual el panorama macroeconómico de Ecuador se vio fuertemente limitado por las condiciones previas a la propagación de la pandemia, adicional de la declaración de Estado de Excepción según el Decreto No.1017 por calamidad pública en todo el territorio nacional, lo que provocó la paralización de actividades económicas y el trabajo presencial, exceptuando los sectores de salud, seguridad alimentaria, sector financiero, transporte de personal sanitario y sectores estratégicos.

En mención a lo anterior, el PIB ecuatoriano para el año 2020 se prevé un decrecimiento interanual en un rango comprendido entre -7,3% y -9,6%, por lo que se determina la contracción del sector manufacturero principalmente para los meses de marzo y abril. Se prevé que la paralización económica generada por las medidas adoptadas para

prevenir la expansión del coronavirus generarán una caída en las ventas del sector aproximadamente US\$ 7,11 millones.

Frente a ello, las empresas se han visto en la necesidad de optar por nuevos medios de ventas, así como por la comercialización de equipos de bioseguridad para atender las necesidades del mercado. Por su parte, la demanda de gel antibacterial, alcohol y mascarilla se ha incrementado en al menos cinco veces en el país, y casi el 80,00% del mismo ha sido producido por las empresas que conforman la Asociación Ecuatoriana de Empresas de Productos Cosméticos, de Higiene Doméstica y Absorbentes (Procosméticos), que aglutina a varias empresas que fabrican cosméticos, productos de higiene doméstica, gel antibacterial, desinfectantes y absorbentes (pañales, toallas sanitarias y papel higiénico).

Perfil y Posicionamiento del Emisor:

Zaimella del Ecuador S.A. fue constituida en agosto del 1995. Se dedica a la fabricación y comercialización de productos de uso higiénico y cuidado personal. Su principal actividad es la fabricación y comercialización de pañales desechables para bebés y adultos, bajo las marcas de Panolini, Prudential, Pompis, etc. tanto a nivel nacional como internacional (con presencia en más de 15 países).

En el año 2001, la empresa se transformó en Sociedad Anónima y absorbió a un importante competidor en el mercado ecuatoriano (Sanitex), compra que se materializó con activos productivos y con las reconocidas marcas como Pompis (pañales de bebé), Prudential (pañales de adulto), Maternity (protectores postparto). Marcas que se convirtieron en líderes del mercado ecuatoriano

En el año 2004 Zaimella el Ecuador S.A. incursiona en el segmento de cuidado personal y cosmética infantil con la adquisición de la empresa Nutrexpá, fabricante de los productos “Childys Para mi Bebé”, con 25 años de presencia en el mercado ecuatoriano. Con la ayuda de cosmetólogos alemanes mejora todas sus fórmulas y amplía su portafolio de productos. Adicional, adquiere su primera línea de producción de pañitos húmedos e incorpora las marcas Panolini y Pompis, todo un surtido de nuevos productos y presentaciones. Al final del 2004, la empresa certifica a través de SGS sus procesos mediante la calificación ISO 9001 – 2000.

El desarrollo de nuevos productos no se detiene y para el 2006 lanza al mercado un pañal con 12 horas de absorción y cierre mágico para perfecto ajuste: Panolini Plus; Para Mi Bebé también presenta su nueva imagen y se introduce en el mercado un nuevo producto; el papel higiénico húmedo POMPIFRESH.

En el primer semestre 2006, Zaimella el Ecuador S.A. adquirió aproximadamente 8 hectáreas de terreno ubicadas en la localidad de Amaguaña, donde se construyó la nueva planta industrial y su nueva sede; desde donde a partir del 2009 la empresa atiende su operación. La inversión total fue de USD 9,5 millones aproximadamente, logrando contar con una de las instalaciones más modernas del Ecuador y de América Latina.

A partir de enero de 2009, Zaimella del Ecuador S.A. trasladó la totalidad de sus operaciones a la nueva planta industrial ubicada en Amaguaña, donde también se encuentran sus oficinas administrativas. Adicional, posee una oficina comercial en la ciudad de Guayaquil y presencia de sus productos en todas las regiones del país.

En el primer trimestre del 2011 se incorporó una nueva línea de producción de procedencia italiana para la fabricación de pañales pull up adultos. La inversión fue de aproximadamente USD 4,5 millones.

En 2012, la empresa fue pionera en Latinoamérica al instalar una máquina para fabricar pañales de adulto tipo Pants. Así nació Prudential Invisible, ropa interior absorbente que brinda la misma protección que un pañal regular, pero con mayor comodidad y discreción.

Para el año 2013. Zaimella del Ecuador S.A. compra en Florida de la empresa Impex of Doral, actualmente Zaimella USA. Con esta adquisición, potencializó su capacidad exportadora con nuevos recursos y tecnología para atender con mayor competitividad el mercado Centroamericano, del Caribe, y de Estados Unidos.

A partir del año 2016 abre operaciones comerciales en países donde tiene una importante presencia y exportaciones regulares. Se apertura la planta industrial en Perú y se consolidan relaciones con distribuidores en otros 6 países. Se refuerza el área de negocios internacionales para replicar su modelo de negocios y consolidar el crecimiento en mercados internacionales.

Productos:

Zaimella del Ecuador S.A. posee cinco líneas de negocios:

- **Líneas absorbentes:** conformado por pañales (bebés y adultos), con marcas como: Para mi bebé, Panoliní, Pompis, Prudential, protección femenina con Maternity y productos para mascotas.
- **Línea cosmética:** incluye productos de higiene personal y paños húmedos. Pompis, Panolini, Pompe fresh, Opus, Productos cosméticos Para Mi Bebe.
- **Línea de distribución de productos a terceros:** conformados por almacenes franquiciados (pañaleras).
- **Mascarillas**
- **Protección antibacterial**

Sus marcas han logrado un importante reconocimiento a nivel local y regional. La línea de absorbentes constituye la línea de negocio más importante para el emisor, ya que la venta de pañales representa más del 75% de las ventas.

Competencia

Según la clasificación Ampliada de las Actividades Económicas (CIUU), Zaimella del Ecuador S.A. se encuentra dentro del grupo C1709.11 que se encargan de la fabricación de productos de papel de higiene personal y materiales textiles: pañuelos de limpieza, toallas, servilletas, papel higiénico, toallas sanitarias, tampones, toallas para desmaquillar, pañales para bebés y similares, entre otros. En el grupo en mención, a diciembre 2019 se encuentran 22 empresas, de las cuales Productos Familia Sancela del Ecuador S.A. tiene la mayor participación con el 33,85% de las ventas de este sector, seguida por Zaimella del Ecuador S.A. con el 25,59%, Kimberly- Clark Ecuador S.A. con 25,20%, Productos Tissue del Ecuador S.A. con el 9,83% y la diferencia se ubica en 18 empresas con participaciones menores del 2,5% cada una.

Adicionalmente, según la información proporcionada por el emisor a la fecha de corte, el mismo posee una posición como líder dentro de todas las líneas de productos. Los detalles se muestran a continuación:

Mercado y Competidores									
Producto	Zaimella	Kimberly Clark	Familia	Otelo	CMPC	Tissue	Jara Fabian	Jhonson	Otros
Pañales de bebé	52%	24%	11%	7%	7%				
Pañales de adulto	65%	8%	22%			3%	2%		
Toallas Post parto	97%		3%						
Pañitos bebé	26%	20%	19%					1%	33%
Papel higiénico Húmedo	67%								33%
Cosmética Infantil	41%							42%	17%
Toallitas Desmaquillantes	40%								60%

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaboración: PCR

Competencia Estratégica

- Velocidad
- Cadena nacional de pañalera operadas bajo franquicias (Pototín)
- Manufactura estandarizada y de bajo costo
- Tecnología informática
- Marcas de alta preferencia, el mismo que continuará con un fortalecimiento dado que son el motor que impulsa las ventas.
- ADN: Captura y evolución permanente del Know How
- Estrategia Go- To- Market
- Sistema de Gestión
- Cultura
- Cluster de proyectos.
- Reputación y Solidez financiera
- Metodología para manejo de procesos críticos del negocio

Estrategias

Zaimella del Ecuador S.A ha enfocado su estrategia comercial en el canal tradicional a través del desarrollo de fuertes vínculos comerciales con las principales cadenas de autoservicios nacionales y regionales, así como la atención al canal farmacias, tiendas y mayoristas a través de la sólida relación que la empresa mantiene con distribuidores nacionales como Difare, Ecuaquímica, Corporación Favorita, Pydaco, Corporación el Rosado y distribuidores regionales en diversas provincias del país.

Con el fin de mejorar la cobertura de sus productos en sectores populares y en el interior del país, la empresa ha desarrollado un modelo de distribución único, diferenciado y novedoso, mediante la creación de una cadena de tiendas franquiciadas, cuyo principal objetivo ha sido el impulsar el crecimiento de las categorías de sus productos, así como el desarrollo de la microempresa en el país.

La principal metodología que utiliza Zaimella del Ecuador S.A. es ADN, por sus siglas "Arquitectura del Negocio". Zaimella del Ecuador S.A. considera que, en la estrategia, los sistemas de gestión y en la cultura reposa el know how de la empresa, por lo cual documentó esta información para mantenerla en evolución constantemente. Estos tres pilares bien desarrollados y conservados en equilibrio son la clave de la competitividad de la empresa y de su sobrevivencia en el largo plazo.

El emisor, con el fin de la mejora continua, creó el Clúster, que es un área especializada en manejo y gerencia de proyectos, por medio de la implementación de una metodología que recoge las buenas prácticas internacionales para la gestión de proyectos. Las áreas funcionales de la empresa manejan el día a día del negocio y se apoyan del Clúster para gerenciar proyectos de distinta índole con el objetivo de mejorar sus sistemas de gestión, lanzar nuevos productos, mejorar eficiencias, resolver los problemas identificados y aprovechar las oportunidades del mercado. El Clúster se organiza por áreas de especialización y forma un gran equipo de trabajo donde más de 60 personas coordinan y dan seguimiento a los cientos de proyectos que se mantienen en desarrollo anualmente.

Dentro de los tipos de proyectos que maneja el Clúster están:

- Nuevos desarrollos de productos.
- Mejoras a productos existentes
- Mejoras industriales asociadas a la adquisición de nueva maquinaria o unidades.
- Automatización de procesos de la empresa.

Metas

- Crecimiento: Duplicar las ventas cada cinco años.
- Democratizar: Liderar el crecimiento de las categorías en la que van a participar.
- Competitividad: Posee el portafolio de productos más convenientes del mercado
- Rentabilidad: Mantener un mínimo de 10% de utilidad neta sobre las ventas.

Gobierno Corporativo

Producto del análisis efectuado, PCR considera que la empresa Zaimella del Ecuador S.A. tiene un nivel de desempeño bueno (Categoría GC3, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima), respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.

Zaimella del Ecuador S.A. es una persona jurídica bajo la denominación de Sociedad Anónima de acuerdo a la normativa local. El capital social de la empresa a julio de 2020 es de US\$ 30,53 millones el cual se encuentra dividido de la siguiente forma:

Participación Accionarial a Julio 2020		
Nombres	Capital (US\$)	Participación
MORCONELLO S.A.	24.498.494	80,23%
FARRAYE HENECH GABRIEL	2.757.595	9,03%
DI MELLA SCIFO GIAN CARLO	919.199	3,01%
DI MELLA SCIFO SILVANA MARIA	919.199	3,01%
DI MELLA SCIFO ANGELO	919.198	3,01%
ORTIZ GONZALEZ CARLOS	520.837	1,71%
TOTAL	30.534.522	100,00%

Fuente: Superintendencia de Compañías Valores y Seguros. / Elaboración: PCR

Todos los accionistas de Zaimella del Ecuador S.A. tienen los mismos derechos. Adicional, cuentan con un área legal encargada de la comunicación con los accionistas, la cual es designada formalmente.

La organización cuenta con un Reglamento de la Junta General de Accionistas, misma que se ampara en Resolución 14 de la Superintendencia de Compañías publicada en el registro oficial 371 del 10 de noviembre del 2014. Las convocatorias de la Junta General de Accionistas las realizan cumpliendo lo estipulado en el estatuto que es 8 días calendario antes sin incluir la fecha de la convocatoria ni la fecha de la junta. En dichas juntas los accionistas incorporar puntos a debatir, aun cuando estas no cuenten con un procedimiento formal. Adicional, permiten la delegación de voto para las juntas, contando con un procedimiento formal, particular que también se detalla en el estatuto.

La organización cuenta con un Directorio, según consta en su estructura empresarial que esté en el anexo de este informe, con criterios definidos para la selección de directores independientes, que se establecen en la Junta de Accionistas. Se debe mencionar, que, en la Junta General Extraordinaria de Accionistas, celebrada el 20 de mayo 2019, se designó al Sr. Santiago Avellan Acosta para ocupar el Cargo de Director de Zaimella del Ecuador S.A. Además, la empresa realiza seguimiento y control de potenciales conflictos de interés al interior del Directorio. A conformación se presentan los miembros del Directorio:

Miembros del Directorio	
Nombre	Cargo en el Directorio
Giovanni Carlos Di Mella Vespa	Presidente del Directorio
Giovanni Battista Angioletti Dell Oro	Director Principal
Fabián Esteban Baca Cobo	Director Principal
Diego Fernando Romero Ponce	Director Principal
Juan Francisco José Ribadeneira Espinoza	Director Principal
Carlos Cristóbal Montúfar Gangotena	Director Principal
Milton Armando Vásquez Rivera	Director Principal
Jack David Attia Matos	Director Principal
Santiago Avellan Acosta	Director Principal ³
Silvana María Di Mella Scifo	Directos Principal

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaborado por: PCR

³ Mediante Acta de Junta General Extraordinaria de accionistas, celebrada el 20 de mayo 2019, en el punto único a tratar, se designa al Sr. Santiago Avellan Acosta para ocupar el Cargo de Director de Zaimella del Ecuador S.A.

La plana gerencial tiene en promedio 8 años en el cargo, lo que favorece sobre la continuidad y el cumplimiento de las estrategias.

Zaimella del Ecuador S.A. cuenta con políticas para la gestión de riesgos, aun cuando estos no formen parte de una política integral de gestión de riesgos. Cabe mencionar que, la organización difunde los avances realizados en temas de gobierno corporativo, lo cual incluyen en la memoria anual.

Sistemas de Evaluación a Empleados y Sistemas Contables

El sistema contable que se utiliza es Jd Edwards. El sistema evolution es el que utiliza la compañía para el manejo de nómina de los colaboradores.

La evaluación se la realiza en los siguientes casos:

- 3 meses por periodo de prueba
- Anual a todos los colaboradores
- Seguimiento en los casos de movimientos internos

La evaluación de desempeño es 360° y considera los siguientes evaluadores:

- Jefe inmediato
- Subalternos
- Compañeros de trabajo
- Pares o personas que ocupan un mismo nivel jerárquico
- Clientes internos

Cada uno de estos roles dependerá del cargo que desempeña cada colaborador pero siempre buscando llegar a una evaluación 360°.

Es importante acotar estos puntos relevante con mención al gobierno corporativo:

- Con fecha 30 de octubre de 2019 se estable la Junta general Extraordinaria y Universal de Accionistas con el fin de tratar la Reforma integral y codificación de estatutos sociales de la compañía.
- Con fecha 15 de mayo de 2020, se establece la Junta General Ordinaria y Universal de Accionistas con el fin de realizar el conocimientos y aprobación del ejercicio económico del 2019, así como la designación de directores de la compañía para el período 2020-2022.

Responsabilidad Social

Producto del análisis efectuado, PCR considera que la Zaimella del Ecuador S.A. tiene un nivel de desempeño bueno (Categoría RSE3, donde RSE1 es la máxima y RSE6 es la mínima), respecto a sus prácticas de Responsabilidad Social Empresarial.

Zaimella del Ecuador S.A. no ha realizado un proceso de identificación y consulta a sus grupos de interés, ni ha definido estrategias de participación con los mismos. Por otro lado, la empresa realiza algunas acciones que promueven la eficiencia energética, pero no forman parte de programas formales. Sin embargo, cuenta con programas formales que promueven el reciclaje, donde mantienen un procedimiento de manejo de residuos comunes y peligrosos; todos los residuos son gestionados con gestores ambientales calificados por la autoridad ambiental competente.

La organización no evalúa a sus proveedores con criterios ambientales y no ha sido objeto de multas ni sanciones en materia ambiental, durante el ejercicio evaluado. Cuenta con un código de ética y conducta vigente desde el 4 de enero de 2017.

La compañía realiza algunas acciones que promueven la igualdad de oportunidades, pero no forman parte de programas formales. Adicional, ejecuta algunas acciones que promueven la erradicación del trabajo infantil y el trabajo forzoso, pero no forman parte de programas formales.

Zaimella del Ecuador S.A. ha desarrollado acuerdos con instituciones como: orfanatos, guarderías, hogares de personas adultas, hospitales, quienes son consumidores de sus productos, esto lo realizan con la finalidad de entregar mensualmente dotación de productos y ayuda económica para mejorar la calidad de vida de estas personas.

En el Orfanato San Vicente de Paul la empresa no solo entrega gratis productos. La compañía tiene un acuerdo para proveer al orfanato una dotación mensual fija y estable que cubre las necesidades de medicinas para los casi 100 niños que habitan en este centro infantil. Zaimella del Ecuador S.A dispuso de un transporte privado de primer nivel para que los niños se trasladen a la escuela. Adicional, la empresa hace una inversión anual para pintar, arreglar y mantener todas las instalaciones del centro infantil. Una vez al año se organiza agasajos a los niños del hogar, a través de un evento recreativo organizado por los colaboradores de la empresa.

Por otra parte, el Orfanato Santa Lucia, que alberga alrededor de 20 niños desprotegidos que son asignados a madres substitutas, la empresa asignó una Asistente durante 12 horas al día de lunes a viernes, productos mensuales para el cuidado de los niños durante todo el día y agasajos a los pequeños.

Para el Hogar de Adultos mayores Santa Catalina y Hogar de Ancianos Vilcabamba, se les asigna mensualmente un apoyo a través de pañales de adultos para mejorar la calidad de vida de los ancianos y velar por una mejor salud para ellos.

Responsabilidad Ambiental

Zaimella del Ecuador S.A está comprometida en cuidar y contribuir con la preservación del ambiente de manera sustentable y sostenible. La empresa trata continuamente la minimización de impactos ambientales que se pueden generar por sus distintos procesos, esto con medidas que reducen la generación de residuos por medio de una producción más limpia. Adicional, la compañía gestiona residuos con gestores ambientales calificados; tienen tratamientos de agua residual proveniente de sus procesos productivos y cumplen con toda la legislación.

La responsabilidad con el medio ambiente de cada uno de los trabajadores de Zaimella se refuerza mediante capacitaciones, charlas, talleres y actividades que promueven una conciencia ambiental; por lo cual, la empresa realiza anualmente convocatorias a la comunidad para realizar capacitaciones en temas referentes a Educación Ambiental, esto se encuentra establecido en el Plan de Manejo Ambiental de la empresa.

Calidad de Activos:

Los activos de Zaimella del Ecuador S.A., sostienen en promedio una expansión histórica de 15,25% (2015-2019) producto del crecimiento de negocio. Este comportamiento se deriva del aumento en promedio de propiedad planta y equipo (11,35%), efectivo (97,77%), cuentas por cobrar comerciales (14,55%) e inventarios (+8,32%), mientras que los otros rubros que presentan una menor ponderación de los activos, no exhiben importantes cambios durante el período de estudio. A la fecha de corte, los activos presentaron un crecimiento interanual de 12,54% (US\$ 11,17 millones) al totalizar US\$ 100,24 millones, causado principalmente por un incremento del efectivo en 79,87% (US\$ 10,77 millones); seguido de propiedad planta y equipo en 12,07% (3,53 millones).

Las cuentas con mayor ponderación dentro de los activos se encuentran: propiedad, planta y equipo (32,72%), efectivo (24,19%), cuentas por cobrar comerciales (20,21%), inventario (16,92%), y otras cuentas por cobrar (4,73%). El 5,95% restante se distribuye en gastos anticipados, impuestos por recuperar, activos por impuestos diferidos, activos intangibles neto y otros activos.

El emisor al acaparar un alto nivel de inventarios, efectivo, así como el financiamiento proporcionados a sus clientes, sus activos se encuentran sostenidos mayoritariamente en el corto plazo alcanzando en julio 2020, una ponderación del 66,50% del total de activos, manteniendo así suficientes recursos líquidos para hacer frente a los pasivos de corto plazo. A esto se suma el hecho de poseer una sólida liquidez que le permite tener una adecuada administración del capital de trabajo.

Zaimella, es una empresa dedica a la fabricación y comercialización de productos de higiene y cuidados personal, ofreciendo crédito y financiamiento directo a sus clientes locales (93,92%) y extranjeros (6,16%). Sus marcas principales son: Panolini, Pompis, Prudential, Para mi bebé, Maternity, Pompifresh y Opus, sostiene una buena diversificación de ventas a través de supermercados y distribuidores localizados en todo el Ecuador, por ende, el riesgo de crédito se ve afectado principalmente por las característica individuales del cliente. Con lo detallado, la empresa recibe flujos de diferentes líneas, entre las que conforman cuentas por cobrar comerciales, la misma que está conformado por la cartera comercial no relacionada y relacionada (US\$ 20,25 millones⁴). Dentro de este valor se toma en cuenta las provisiones de cuentas incobrables que figura un comportamiento constante al cerrar en un valor US\$ 13,95 mil, figurando a la fecha de corte una cobertura de 0,58% sobre la cartera vencida y 70,79% la cartera más deteriorada⁵.

A la fecha de corte, se refleja una cartera comercial de US\$ 18,61⁶ millones que culmina con descenso interanual de 12,36% (US\$ -2,62 millones) dinámica atribuida a la baja de sus ventas dado que, en el mes de marzo y abril, sus ventas fueron ralentizados a consecuencia del confinamiento como medida de seguridad frente a la pandemia.

Históricamente, la cartera manejada por el emisor se ha caracterizado por su alta calidad atribuida a las buenas políticas de otorgamiento de créditos directos y aceptación de clientes relacionados con: límites de crédito, capacidad de endeudamiento, fuentes de repago, central de riesgos, comportamiento de pago, entre otros. Incluso, a pesar de que se observa cierta concentración por parte de sus cuatro principales deudores (59,31%), la adecuada gestión crediticia frente a una depuración rigurosa de sus clientes. le ha permitido culminar en bajo niveles de morosidad. A julio 2020, la cartera vencida totaliza US\$ 2,42 millones con una expansión interanual de +29,96%, lo que conlleva a un nivel de morosidad de 11,92% (7,81% jun19). Se considera favorable la estructura de la cartera vencida, la misma que acapara una mayor ponderación el los rangos entre 1 a 30 días (76,20%). A su vez, el emisor ha estimado que la cartera deteriorada que maneja plazos mayores a los 30 días, es totalmente recuperable sobre la base de los análisis de riesgo de crédito de los clientes.

Es imprescindible destacar que, a pesar del escenario desfavorable, el emisor dado a su buena administración de la cartera, no se ha visto en la necesidad de incurrir en una ampliación de plazos de cobro a sus clientes. A pesar que, en el mes de marzo y abril se sostuvo un ligero retraso, este deterioro se subsanó en los meses posteriores y no ha presentado ningún inconveniente a la fecha de corte.

Con respecto a la rotación de cartera, se ha mantenido estable durante los últimos cinco años, al ubicarse alrededor de los 77 días. A julio 2020, su comportamiento se mantiene constante al alcanzar una recuperación de cartera de 78 días, rotación igual que la exhibida en jul19.

⁴Cartera relacionada US\$ 1,65 millones y no relacionada US\$ 18,60 millones.

⁵ Cartera vencida más de 91 días (US\$ 19,71 mil millones)

⁶ Cuentas por cobrar - Provisiones

Debido a su giro del negocio, la empresa requiere una gran acumulación de materia prima, posicionándose como uno de los rubros con mayor ponderación dentro de los activos corrientes. A su vez, sostiene un crecimiento histórico de 13,77% con una tendencia positiva entre dic15 a dic18, incidido por la necesidad de abastecerse de materia prima para la fabricación de producto terminado y poder hacer frente a la demanda de mercado. Por su parte, la entidad a partir del 2020, toma la decisión de no realizar importaciones de productos terminado que se realizaba de Perú, medida respaldada, en el hecho de mantener un mejor control de inventarios y mejorar sus costos, mientras, que el sistema de adquisición de materia prima permanece constante. A julio 2020, se totaliza US\$ 16,96 millones, albergando un leve desarrollo en contraste con julio 2019 del 1,49% generado en conjunto por un aumento principalmente de materia prima (+20,26%; US\$ 1,35 millones) destinados para la fabricación de sus productos y una contracción de producto terminado (-20,12%; US\$ -1,04 millones) dado a que fue destinado para solventar las ventas de meses anteriores. Los inventarios del emisor se encuentran conformado por materia prima (47,25%), seguido de producto terminado (21,74%), mercadería en tránsito (21,74%) y otros (6,69%).

La leve mejora interanual de inventarios, frente a un deterioro de las ventas, incidió que su rotación disminuya. Por ende, a la fecha de corte, la rotación de inventarios de incrementa pasando de 81 días (jul19) a 103 días (jul20). Con ello, se prevé que este indicador sostenga una tendencia decreciente, a medida que se reactive la economía.

Por el lado de propiedad, planta y equipo, el rubro más importante dentro de los activos no corrientes con una participación promedio de 96,90%, y 34,73% del total de activos. Entre el 2017 y 2019, este rubro figura un crecimiento importante derivado de la estrategia y planes de crecimiento del emisor, donde su mayor pico fue de US\$ 33,52 millones en el 2019. A la fecha de corte, sostiene US\$ 32,80 millones con una variación interanual de 12,07% (US\$ 3,53 millones) incidido principalmente por la adquisición del terreno (279,44%; US\$ 2,80 millones), seguido por la compra de maquinaria y equipo (20,26%; US\$ 3,31 millones) para la fabricación de mascarillas, como nuevo producto que se incursionó para acaparar el nuevo comportamiento del cliente. A la fecha de corte, el 59,81% de propiedad, planta y equipo está acaparado por maquinaria, el 19,91% edificio, 11,59% terreno, 5,51% proyectos en curso, y el porcentaje restante se encuentra distribuido entre equipos de oficina, equipos de computación y vehículos.

Adicionalmente, el emisor sostiene que, durante el 2020, considera incursionar con un sistema de empaques para las maquinas nuevas, una máquina de reciclaje de pañales, procesos de ampliación galpones para acaparar un mayor nivel de inventarios, que en conjunto se estima un valor por US\$ 4,31 millones. En el 2021, se programa la adquisición de nuevas maquinarias de fabricación de pañales.

CAPEX 2020	
Rubros a invertir	Total
GUEVAS: System Stacker+Bagger+Bundler for Baby (Marcos)	47.150,00
GEVAS : EMPACADORA MQ-PULL UP IINFANTIL	378.900,00
GEVAS : STACKER-BAGGUER-BLUNDER M2 OK	92.500,00
MD VIOLA: CONTRATO PARA EL SISTEMA DE CORTE TRANSVERSAL PULPA	177.800,00
MD VIOLA : MQ NUEVA PULL UP BABY (Marcos/Eusebio)	-
RESOLIPS, Moldes Tapa Flowpack BN 1900097 (Marcos)	111.500,00
MILACRON MEXICANA : MAQUINA DE INYECCION POLIPROPILENO OK	6.900,00
IBIS INTERNATIONAL : MAQUINA DE RECICLAJE DE PAÑALES	779.913,00
SISTEMA CONTRA INCENDIOS POTOTIN Y BODEGA	125.491,63
Ampliación Galpones Pototín, MP, PT y Producción	2.095.327,37
COMPRA TERRENO	-
COMPRA MAQUINA MASCARILLAS	493.610,00
COMPRA NUEVAS MAQUINARIAS	
TOTALES	4.309.092,00

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaborado por: PCR

Finalmente, las cuentas por cobrar relacionadas, que poseen una baja representatividad dentro de los activos (1,65%), presentan una contracción la cual corresponde a la compra de maquinaria de su filial en Perú, sobre la que existía una cuenta por cobrar.

Pasivos:

El total de los pasivos ha mantenido un comportamiento creciente a partir de dic16, alcanzado su mayor pico en diciembre 2019 (US\$ 32,42 millones) y financiando en promedio el 34,98% del total de activos. A julio 2020 los pasivos contabilizaron US\$ 28,67 millones con un crecimiento interanual de +7,89% (US\$ 2,10 millones) y financiando un 25,69% del total de activos. La mejora interanual mencionada, obedece principalmente a una expansión de las obligaciones en el mercado de valores (+100,00%; US\$ +4,00 millones), obligaciones financieras (+100,00%; US\$ 875,00 mil), en conjunto con una contracción de cuentas por pagar proveedores (-15,52%; US\$ -2,24 millones), así como el deterioro de otras cuentas por pagar (US\$ -1,30 millones, -25,26%).

La composición de los pasivos se encuentra constituida por cuentas por pagar proveedores (42,56%), obligaciones con mercado de valores e instituciones financieras (17,00%), otras cuentas por pagar (13,46%), impuesto por pagar (9,66%), beneficios a empleados (15,84%) y pasivos por impuestos diferidos (1,44%).

Históricamente, los pasivos corrientes han mantenido una mayor ponderación en el total de pasivos (promedio:94,35%) con una tendencia creciente, a excepción del 2016, que se redujo en 16,63% derivado de la amortización de las obligaciones con el mercado de valores. A la fecha de corte, los pasivos corrientes sostienen una variación interanual de 6,87% (US\$ +1,65 millones) al reflejar un valor por US\$ 25,75 millones derivado principalmente de la adopción del papel comercial (US\$4,00 millones) destinado a inversiones de la compañía, como pagos de anticipos para la adquisición de maquinaria nueva para la fabricación de mascarillas y pañal, así como ampliación de la bodega para acaparar un mayor nivel de inventario que resultaría de las nuevas máquinas, entre otros rubros para capital de trabajo.

Por otro lado, los pasivos no corrientes abarcan la menor ponderación dentro de los pasivos, con una tendencia creciente ocurrida en su totalidad por la cuenta de beneficios a empleados. A la fecha de corte, figuran US\$ 2,92 millones, con un crecimiento interanual en 17,87% (US\$ 442 mil) derivado de la adopción de obligaciones financiera a largo plazo (US\$ 375 mil) y un leve crecimiento de pasivos por impuestos diferidos (6,04%; US\$ 414 mil) y beneficios a empleados (2,10%; US\$ 44 mil)

Con respecto a la cuenta con mayor participación dentro de los pasivos, se posiciona la cuenta por pagar proveedores, que ascendió a US\$ 12,21 millones y sostuvo una baja interanual en 15,73% (US\$ -2,28 millones). Por su parte, la entidad maneja cuenta por pagar relacionadas⁷ que corresponde apenas el 0,08⁸% (US\$ 9,56 mil) de las cuentas por pagar proveedores y el 99,92% restante está abarcado por no relacionados (US\$ 12,20 millones). Por otro lado, el emisor ha identificado y desarrollado nuevos proveedores locales alcanzando una ponderación del 17,30% de la cuenta en mención, así como proveedores internacionales (82,70%) de materia prima, con el objetivo, de mantener un alto nivel de competitividad al ofertar productos de alta calidad.

Con respecto a la concentración de sus proveedores, los tres principales proveedores que mantiene el emisor son de origen internacional y acapara el 24,03% del costo de venta, rubro que refleja una cierta concentración, sin embargo, este riesgo se encuentra mitigado al mantener una relación a largo plazo con sus proveedores, resultado de un fortalecimiento continuo. De igual manera, el emisor se beneficia de amplios plazos de pagos con sus proveedores internacionales que se ubican en hasta 120 días y nacionales en hasta 90 días, lo que ayuda al manejo del capital de trabajo. Razón por la cual, frente a la emergencia sanitaria, la entidad ha sido capaz de hacer frente a sus obligaciones comerciales en tiempo y forma, sin la necesidad de incurrir en una ampliación en el plazo de sus pagos.

En lo referente a los días de cuentas por pagar, a julio20 se alcanzó los 74 días frente a los 70 días en jun19, reflejando un aumento como respuesta a la afectación generada por la paralización de actividades Pandemia Covid-19. El promedio de días de cuentas por pagar a proveedores por parte de la empresa es de 86 días. Históricamente, la adecuada administración del inventario y la cartera le permitía a la entidad generar flujos operativos suficientes para soportar las actividades de inversión y financiamiento, por tal razón, no se ha visto en la necesidad de adquirir nuevos niveles de deuda. Sin embargo a la fecha de corte, los días de rotación de los proveedores frente a la rotación de la cartera comercial y de los inventarios afecta el ciclo de conversión de efectivo (107 días), por lo que la empresa se ve en la necesidad de fondear parte de su capital de trabajo, con instituciones financieras y mercado de valores.

El emisor figura deuda financiera únicamente durante el período 2015-2017, a pesar, de que los pasivos ha mantenido una constante crecimiento, la mayor parte del financiamiento de los activos proviene del patrimonio y su fortalecimiento, bajo esta premisa, los pasivos han mantenido una baja representatividad sobre los activos (35,46% promedio 2015-2019). Sin embargo, a raíz de la emergencia sanitaria, la entidad se ha visto obligada incurrir en una nueva deuda para poder solventar sus estrategias de crecimiento, el 92,31% (US\$ 4,50 millones) se encuentra fundamentado el corto plazo y la diferencia de 7,69% en largo plazo (US\$ 375 mil). A continuación se detalla la deuda financiera que mantiene con una entidad:

Tabla de Amortización de Obligaciones Financieras Julio 2020						
DIVIDENDO	VCTO	SALDO DE CAPITAL	PGOS TRIMESTRAL	INTERESES	PLAZO	TOTAL CUOTA
1	24-jul-20	\$ 1.000.000,00	125.000,00	18.750,00	90	143.750,00
2	26-oct-20	\$ 875.000,00	125.000,00	16.406,25	90	141.406,25
3	25-ene-21	\$ 750.000,00	125.000,00	14.062,50	90	139.062,50
4	26-abr-21	\$ 625.000,00	125.000,00	11.718,75	90	136.718,75
5	26-jul-21	\$ 500.000,00	125.000,00	9.375,00	90	134.375,00
6	25-oct-21	\$ 375.000,00	125.000,00	7.031,25	90	132.031,25
7	24-ene-22	\$ 250.000,00	125.000,00	4.687,50	90	129.687,50
8	25-abr-22	\$ 125.000,00	125.000,00	2.343,75	90	127.343,75
			1.000.000,0	84.375,00	720	1.084.375,00

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaborado por: PCR

⁷ Zaimella Bolivia SRL y Zaimella S.A.C

⁸ El emisor es fiador dos préstamos de sus relacionadas de procedencia peruana y de costa rica por un monto total de US\$ 9,56 mil

Es así que, a la fecha de corte, alcanza un valor por US\$ 4,88 millones, atribuido principalmente a la colocación del papel comercial (US\$ 4,00 millones), recursos que han sido destinado para capital de trabajo. De igual manera, el 24 de julio 2020, se incurrió en una deuda con una institución financieras por US\$ 1,00 millones, el mismo que se encuentra a julio 2020, con un valor pendiente por 875,00 mil⁹; el valor mencionado tiene un plazo de pago hasta abril del 2022.

La empresa al contar con un buen flujo operativo, no se ha visto en la necesidad de incurrir en diferimientos o negociaciones de la deuda con merados de valores u obligaciones financieras.

La tercer cuenta con mayor participación dentro de los pasivos, se encuentra, otras cuentas por pagar, rubro que sostiene el porcentaje de las ventas provisionadas que se va generado de manera mensual para los distribuidores y franquicias, en caso de que cumplan las metas establecidas durante el año, es así, que esta cuenta paso de US\$5,16 millones (jul19) a 3,86 millones (jul20), con una baja interanual del 25,26%

PCR, considera que la empresa sostiene bajos niveles de deuda y se mantiene un cumplimiento en los pagos tanto en tiempo y forma de sus obligaciones con instituciones financieras y mercado de valores, así como con proveedores, SRI e IESS

Soporte Patrimonial:

La solvencia del emisor, analizada a partir de su evolución patrimonial, presenta un crecimiento promedio anual de 18,17% durante los últimos cinco años. Adicional, se destaca el hecho que en el 2018 se figura un incremento en el capital social por US\$ 7,00 millones¹⁰, recursos frescos que fueron aportados directamente por los accionistas, lo que sustentó la mayor parte del crecimiento patrimonial a ese año y reflejó el compromiso por parte de sus accionistas.

A la fecha de corte, la tendencia se mantiene y exhibe un crecimiento interanual en 14,52% al totalizar US\$ 33,04 millones, comportamiento que obedece a una mejora principalmente de los resultados acumulados (31,13%; US\$ 7,85 millones) y de las reservas (US\$ 18,21%; US\$ 1,23 millones) . La estructura del patrimonio se ha ido modificando a lo largo del periodo de análisis hacia una mayor ponderación de los resultados acumulados, es así, que a julio 2020, se compone de resultados acumulados (46,17%); seguido de capital social (42,66%) y reserva (11,17%).

Históricamente el capital social ha mantenido una tendencia creciente pasando de US\$ 18,04 millones (dic15) a 30,54 millones (dic18). A la fecha de corte, su capital social se ha mantenido constante, y se encuentra dividido entre acciones ordinarias y nominativas, de valor nominal de US\$ 1,00 (un dólar de los Estados Unidos de América) cada una. A su vez, se encuentra acaparado principalmente por Morconello S.A con una ponderación del 80,23%, seguido por Farraye Henehc Gabriel (9,03%) y el 10,74% restante, se distribuye en 4 accionistas.

A la fecha del presente informe, la empresa no cuenta con una política formal de distribución de dividendos. Sin embargo, desde el año 2014 al 2016 se ha repartido dividendos por US\$ 600 mil cada año. En el año 2017 se realizó una distribución por un valor de US\$ 4,00 millones para cumplir con una estrategia de fondeo y ampliación de mercados internacionales. En el 2018 se ejecutó el pago de dividendos por US\$2,311 millones correspondientes al año 2015 y US\$ 751,93 mil dividendos del año 2016. En el 2019 se realizó una repartición de dividendos por US\$ 3,89 millones correspondientes a los años 2016 y 2017. A su vez, con la finalidad de fortalecer la capacidad económica de la compañía con miras a los proyectos de desarrollo y crecimiento a implementarse en el 2020, los accionista decide destinar las utilidades disponibles por US\$ 11,08 millones a la cuenta de Resultados Acumulados y US\$ 1,23 millones a reserva legal¹¹.

Desempeño Operativo:

La compañía está dedicada a la fabricación, comercialización, distribución y venta de bienes y productos relacionados con productos de higiene y cuidado personal a nivel nacional e internacional. De acuerdo a los establecido en la NIIF 812, los ingresos de la compañía se originan de la venta de absorbentes, cosmética y terceros a sus clientes a través de la entrega desde el centro de distribución. Los principales canales de distribución a nivel local que maneja la empresa son distribuidores mayoristas, autoservicios y farmacias, alcanzando así, una mayor cobertura en el Ecuador. Adicionalmente cuenta con un operador logístico que distribuye a nivel nacional y tiene contratos con pañaleras, que son almacenes franquiciados especializados en la venta al por menor de productos de higiene y cuidado personal.

Zaimella del Ecuador S.A. es una de las empresas pioneras en servicios diferenciados dentro del sector en el que se desarrolla, caracterizándose por su constante innovación y ganar mercado en otras líneas. El emisor hace hincapié a su éxito al desarrollo y estabilización de metodología, como claves para el estudio a fondo del negocio y el desarrollo de mejores prácticas, donde su ADN " Arquitectura de Negocio" se fundamentan en la estrategia, el sistema de gestión y la cultura, lo que le ha permitido alcanzar una equilibrio medible entre la competitividad de la empresa y la sobrevivencia en el largo plazo. Para el período 2016-2021 se inicia un importante proyecto de inversión con 5 años plazo para el mejoramiento tecnológico y la expansión productiva industrial, mediante nuevas líneas de producción para las diversas líneas de negocios, construcción de nuevas plantas industriales, que desemboque en una mayor

⁹ Corto Plazo US\$ 500,00 mil y Largo Plazo US\$ 375,00

¹⁰ Mediante la Acta de Junta General Extraordinaria de accionistas de 25 de abril de 2018, se resolvió efectuar el aumento del capital social y por consiguiente las reformas de estatutos de la compañía Zaimella del Ecuador S.A. por el monto de US\$ 7,00 millones

¹¹ Junta General Ordina y Universal de Accionistas, celebrada el 15 de mayo del 2020

¹² "Segmentos de Operación"

eficiencia en el área de manufactura, mejora en el nivel de calidad y desempeño de los productos para alcanzar una mayor participación y crecimiento de mercado.

En razón a lo detallado anteriormente, las ventas del emisor han sostenido un crecimiento promedio del 13,57% (2015-2019) pasando de US\$ 74,90 millones a US\$ 111,80 millones, lo que corrobora la viabilidad de sus proyectos puestos en marcha, así como el éxito de la medición de sus procesos. De igual manera, se atribuye en gran manera a las cadenas de tiendas Pototin, Go-to Market, oferta de marcas preferenciales con precios competitivos y estrategias masivas de publicidad y promociones, que le ha permitiendo tener una mayor cobertura en Ecuador.

Sin embargo, esta mejora continua, no pudo ser alcanzada para julio 2020, que culminó sus ventas en US\$ 54,24 millones (82,89% local, 17,11 exterior¹³) lo que refleja una desmejora interanual de 14,78% (US\$ -9,41 millones). Este comportamiento obedece a un deterioro en el nivel de ventas, principalmente en las líneas pañales de bebe (-21,21%; US\$ -7,60 millones), pañitos húmedos bebe (-28,06%; US\$ -1,74 millones). Este comportamiento es el resultado de las medidas tomadas por parte del gobierno a partir del 16 de marzo, al declarar al gobierno en estado de excepción a consecuencia de la crisis sanitaria. Razón por la cual, las ventas para la entidad se ha visto ralentizadas en el mes de abril (US\$ 7.69 millones) y mayo (US\$ 7,84 millones), a su vez, frente a una competencia agresiva, obligó a la compañía a reducir sus precios de venta para mantener su posicionamiento en el mercado. Sin embargo, es importante enfatizar, que frente a la coyuntura actual, el emisor ha robustecido su propuesta de valor, al incursionar en productos más convenientes al mercado, invirtiendo en julio 2020 en nuevas líneas de producción de mascarillas (1,80% del total de ventas) y gel antibacterial (0,01% de ventas), producto de la alta demanda durante la emergencia sanitaria; en conjunto, con promociones, descuentos y adopción de nuevas campañas comerciales.

Los precios de venta se han reducido, en promedio, en 0,70% y la cantidad en todos sus productos también se ha reducido, excepto por la línea de mascotas, mascarillas y gel antibacterial. Las principales líneas de negocio del emisor son: pañales para bebé (52,08%) y pañales para la incontinencia (26,30%). Los detalles de los ingresos se muestran a continuación:

Ventas por línea de Negocio							
Línea de Negocio	jul-19		jul-20		Variación		Margen Bruto
	Total (US\$)	Cantidad	Total (US\$)	Cantidad	Total (US\$)	Cantidad	
PAÑAL BEBE	35.854.233,55	8.220.902,00	28.249.723,22	6.589.336,00	-7.604.510,33	-1.631.566,00	33,00%
INCONTINENCIA	14.279.376,08	2.888.784,00	14.264.089,84	2.791.028,00	-15.286,24	-97.756,00	40,00%
PAÑITOS HUMEDOS BEBE	6.209.431,40	4.023.005,00	4.467.078,45	2.551.696,00	-1.742.352,95	-1.471.309,00	27,00%
COSMETICA INFANTIL	3.731.444,57	1.954.259,00	3.450.882,48	1.856.608,00	-280.562,09	-97.651,00	52,00%
PROTECCION FEMENINA	1.528.736,09	2.164.272,00	1.434.891,30	1.947.347,00	-93.844,80	-216.925,00	43,00%
MASCARILLAS	-	-	977.731,09	135.861,00	977.731,09	135.861,00	65,00%
SIN LINEA DE NEGOCIO	1.180.276,14	333.991,00	852.454,55	251.103,00	-327.821,59	-82.888,00	3,00%
PAÑITOS HUMEDOS ADULTO	293.166,20	251.703,00	206.009,52	107.216,00	-87.156,67	-144.487,00	31,00%
COSMETICA ADULTO	448.031,81	160.845,00	187.154,81	70.216,00	-260.877,00	-90.629,00	56,00%
MASCOTAS	114.361,79	51.530,00	153.636,84	69.006,00	39.275,05	17.476,00	32,00%
PROTECCION ANTIBACTERIAL	-	-	387,57	324,00	387,57	324,00	-61,00%
ALMOHADILLAS	14.213,75	466,00	-	-	-14.213,75	-466,00	-
	63.653.271,39	20.049.757,00	54.244.039,67	16.369.741,00	-9.409.231,72	-3.680.016,00	-

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaborado por: PCR

Históricamente, los costos de ventas sostienen una tasa promedio de crecimiento de 14,42% (2015-2019), el mismo que acapara alrededor del 62,86% de las ventas de la compañía. A julio 2020, los costos de ventas disminuyeron interanualmente en -20,49% comportamiento relacionado a las ventas. La estructura de costos se encuentra distribuida principalmente entre materia prima (75%) y carga fabril (16%). Al mantener un 84,40% de materia prima importada principalmente de USA, produjo ciertos interrupciones en su proceso de importación, frente a las distintas restricciones impuestos por los gobiernos para mitigar los contagios. Frente a ello, la entidad presentó ligeros problemas de abastecimiento en el mes de marzo, sin embargo, se realiza una mayor compra de materia prima en el mes de abril para evitar problemas en sus futuras producciones.

A pesar que la contracción de los costos fue mayor proporción que el ingreso, la utilidad bruta se redujo en valores nominales hasta US\$ 19,67 millones (-2,47%; US\$ -9,41 millones). Frente a ello, el emisor para poder presentar mayores márgenes de utilidad, se encuentra realizando esfuerzos para impulsar las ventas de nuevos productos acorde a la nueva realidad (mascarillas), el mismo que cuenta con un mayor margen de maniobra para poder ofrecer descuento o promociones.

La compañía ha manejado de forma estable su margen costo de ventas sobre ingresos, situándose alrededor de 62,18% durante los últimos cinco años. Sin embargo, es importante enfatizar que a partir de diciembre de 2019, la empresa ha comenzado a contabilizar los gastos por descuentos dentro de la ventas, para dar cumplimiento a lo establecido por la NIIF15, por lo que su margen de costos ha incrementado (67,43% dic19). A la fecha de corte, la

¹³ La venta es principalmente a Perú y Bolivia.

relación de costos sobre ingresos se ubicó en 63,74% con 4,58 p.p. por debajo del figurado en jun19 (68,31%).

Por otro lado, los gastos operativos han disminuido su participación sobre las ventas (25,92% 2015; 19,40% 2019), atribuido a su política de austeridad y control de gastos para ser más eficientes en los procesos de manufactura y logística alcanzando mejores niveles de costos de producción y minimizar los incumplimientos de pedidos. Así como, utilizar la infraestructura de la planta industrial y de todas las inversiones hechas en tecnologías, para bajar costos operativos y alcanzar un mejor y más efectivo manejo de los inventarios.

Con ello, a julio 2020, los gastos operativos aumentan levemente su participación sobre ventas en un 0,87 p.p. al totalizar US\$ 10,57 millones mostrando un deterioro interanual de 10,79%. Este comportamiento responde a que se redujo en un 25,00% la jordanada laboral, el área administrativa mantuvo teletrabajo, además se dio paralización de proyectos en curso del emisor como la automatización e innovaciones de los procesos; que en conjunto fue mayor a los gastos incurridos por el emisor para mantener todos los protocolos de bioseguridad dentro de la compañía y a los nuevos gastos de inversión de actividades comerciales para mantener el crecimiento de las ventas. Esta baja importante, ayudó a mitigar la baja de ventas, generando una utilidad operativa de 9,37% superior a julio 2020, alcanzando US\$ 9,10 millones.

A julio 2020, los gastos financieros sostiene US\$ 206 mil con un crecimiento interanual del 146,30% (US\$ 122,61 mil), atribuido a la adquisición de una deuda financiera (US\$ 875,00 mil) y el papel comercial (US\$ 4,00 millones) utilizados para capital de trabajo.

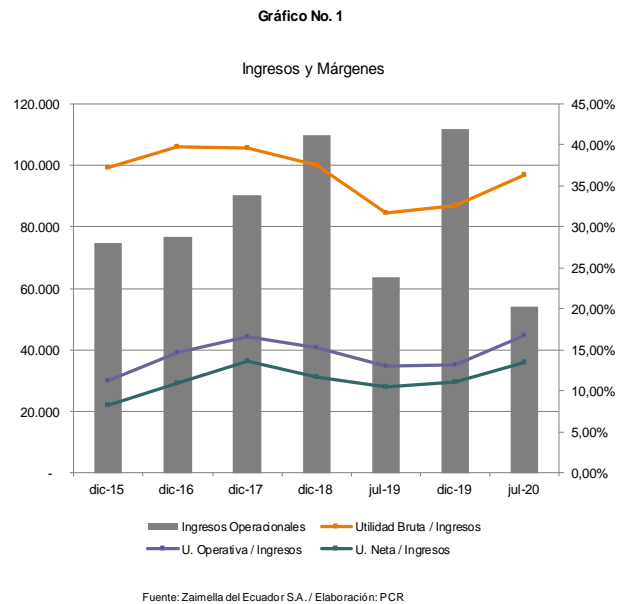
Con todo lo detallado anteriormente, la utilidad neta de la compañía presenta una tendencia creciente al pasar de US\$ 6,14 millones (dic5) a 12,47 millones (dic19), cumpliendo a cabalidad la meta del emisor al duplicar las ventas cada cinco años. A la fecha de corte, culminó con un rubro de US\$ 7,34 millones, con una mejora interanual del 9,89% (US\$ 660,75 mil), desarrollo favorable en medio de la actual crisis económica que ha golpeado a la mayor parte de sectores económicos.

Finalmente, sus indicadores de rentabilidad ROE y ROA han mantenido un comportamiento creciente durante sus últimos 5 años, generado por las medidas impartidas por el emisor. A la fecha de corte, la rentabilidad sobre los activos (ROA) se ubicó en 7,33% (7,50% jun19), mientras que la rentabilidad sobre el patrimonio en (ROE) 10,26% (10,69% jun19), su deterioro se deriva del apalancamiento con instituciones financieras y mercado de valores. Es importante enfatizar, que en contraste con enero 2020, se corrobora la efectividad y viabilidad de las estrategias implantadas por el emisor, al reflejar una importante mejora en sus indicadores de rentabilidad (enero 2020 ROA 0,48%, ROE 0,69%).

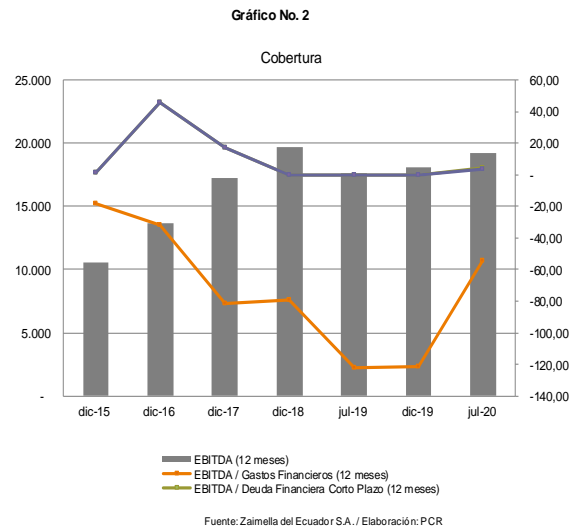
PCR, considera que las estrategias incursionadas por el emisor, le ha permitido aplacar el impacto de la emergencia sanitaria y dado que está dentro de los sectores obligados a trabajar para abastecer las necesidad de los diferentes hogares con artículos de higiene y cuidado personal, su escenario es favorable.

Cobertura con EBITDA:

La generación de EBITDA está relacionada directamente con las variaciones de ventas, costos y gastos operacionales. Los flujos EBITDA de Zaimella del Ecuador S.A. durante los últimos cinco años han mantenido en promedio un crecimiento de 23,19% posicionándose como una de las mayores fortalezas de la empresa para hacer frente a la crisis, ubicando su mayor pico para dic18, año en que se cerró en US\$ 19,69 millones. En dic19, su tendencia positiva se ve ralentizada producto de la reducción en los precios de ventas, medida adoptada por la entidad para no perder competitividad en el mercado. El 16 de marzo, el gobierno declara Estado de Excepción en todo el territorio ecuatoriano, múltiples empresas cierran parcialmente sus operaciones, sin embargo, el emisor mantuvo activas sus operaciones para la producción principalmente de pañales, y posterior a ello, se incursiona en la fabricación de mascarillas y gel antibacterial. Con ello, a jul20 alcanza un EBITDA de US\$ 11,20 millones, con una importante variación interanual de 9,15% atribuido a una reactivación de la economía, así como, una baja de precios,



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaboración: PCR



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaboración: PCR

una ampliación en sus líneas de negocio, nueva maquinaria que aumento la productividad, reducción de gastos dado a que la fuerza laboral administrativo mantiene teletrabajo, y una reducción en 25,00% de la jornada laboral. Todo ello, alentó que el margen EBITDA pase de 16,12% (jul19) a 20,65% (jul20).

El emisor en el 2014 adquiere deuda financiera necesaria para llevar a cabo los nuevos proyectos, que se llegó amortizar hasta el año 2017. Posterior a este año, la entidad producto de manejo adecuado de capital de trabajo, no se ha visto en la necesidad de incurrir en una nueva deuda con instituciones financieras o mercados de valores. Sin embargo, a la fecha de corte, se incursiona en una nueva deuda financiera en US\$ 4,88 millones, destinado para la ampliación del galpón, los anticipos para la compra de maquinaria de pañales, adquisición de materia prima, así como, otros rubros de capital de trabajo. Este rubro se encuentra principalmente en el corto plazo (92,31%), mientras que el porcentaje restante se encuentra a largo plazo. En el corto plazo, se encuentra parte de la deuda bancaria (US\$ 500,00 mil) que se mantiene con 1 institución financiera, así como la parte del Papel Comercial que se amortizará en mayo del siguiente año (US\$ 4,00 millones). En función a lo expuesto el indicador EBITDA sostiene una holgada cobertura frente a la Deuda Financiera de 3,94 veces, no se puede hacer una comparación interanual, dado que en jul19, no existe deuda financiera.

Por otro lado, su flujo EBITDA acapara un cobertura de 0,67 veces sobre su pasivos total, relación que ha reflejado una leve mejora en 0,01 veces en contraste con julio19 (0,66 veces), y en sus últimos cinco años, la cobertura se ha mantenido constante, al registrar en promedio 0,65 veces.

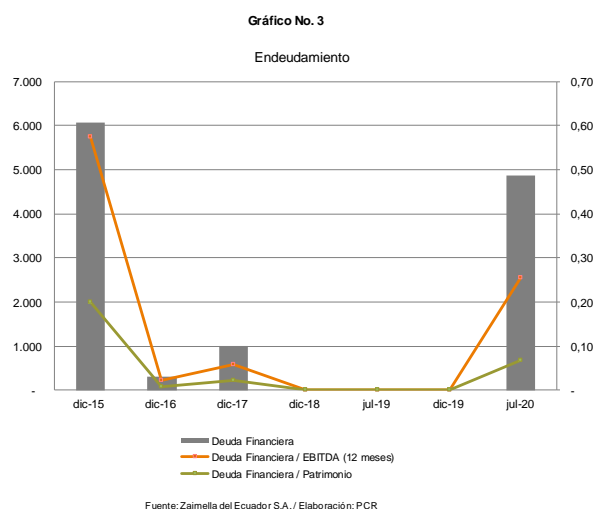
PCR considera que históricamente, una de las mayores fortalezas de la empresa, ha sido la capacidad de poder generar flujos propios de su operación y cubrir de manera adecuada sus gastos financieros. Además, el adecuado manejo de capital de trabajo le ha permitido a la empresa operar sin la necesidad de adquirir altos niveles de deuda financiera. Por esta razón, a la fecha de corte, la cobertura del EBITDA frente a sus gastos financieros se ubicó 54,27 veces.

Endeudamiento:

Históricamente, la mayor parte del crecimiento del emisor ha sido respaldado con su patrimonio, lo que incide en una tendencia a la baja en sus niveles de endeudamiento. Sin embargo, para continuar y llevar acabo el proyecto de inversiones de propiedad, planta y equipo, así como capital de trabajo en medio de un crisis sanitaria, la entidad ha incursionado en una deuda financiera como una medida preventiva.

A la fecha de corte, el apalancamiento del emisor se ubicó en 0,40 veces, con una mejora con respecto a julio de 2019 (0,43 veces) debido a un mayor desarrollo del patrimonio frente al pasivo.

La generación de flujos operativos del emisor le ha permitido llevar acabo sus actividades de inversión y financiamiento sin la necesidad de adquirir mayores niveles de deuda. La deuda financiera ha presentado una tendencia decreciente desde el 2014 hasta el 2018, en donde fue amortizada por completo. A la fecha de corte, se adopta una nueva deuda financiera de US\$ 4,88 millones, compuesta por un papel comercial US\$ 4,00 millones y una deuda financiera por US\$ 875,00 mil.



De igual manera, el emisor mantiene aprobada una emisión de largo plazo por US\$ 7 millones, con el fin de contar con esta alternativa de financiamiento y continuar así sus inversiones en propiedad, planta y equipo, además de capital de trabajo.

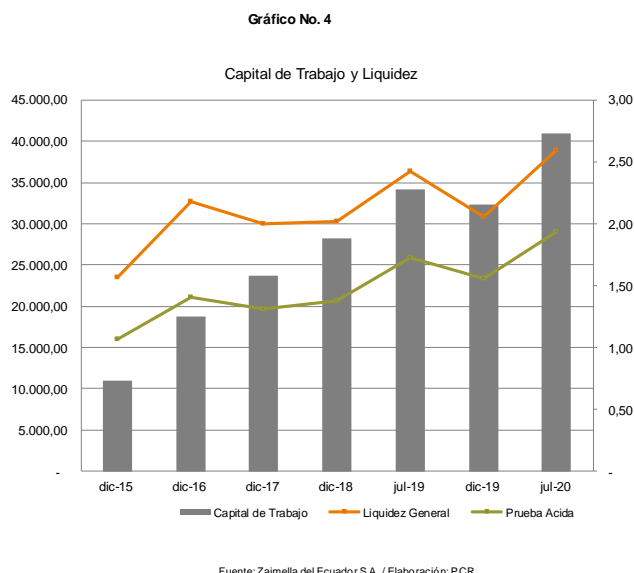
Liquidez y Flujo de Efectivo:

El emisor mantiene holgados niveles de liquidez al mantener a partir de 2016, niveles mayores a 2,00 veces, lo que refleja que cuenta con los recursos económicos necesarios para poder cubrir con sus obligaciones corrientes, en forma oportuna. A la fecha de corte, sus activos corrientes cubren en su totalidad a sus pasivos de corto plazo ubicándose en 2,59 veces, reflejando una mejora interanual de 0,17 veces, y ubicándose en el mayor pico manifestado por el emisor, lo que corrobora así sus esfuerzos por alcanzar mejores niveles de liquidez y poder enfrentar de mejor manera situaciones de crisis, como la actual pandemia.

En un análisis más ácido, al retirar el rubro de inventarios, la liquidez de la empresa para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo se ubicó históricamente en 1,34 veces, producto de la representatividad de los inventarios. A la fecha de corte, exhibe una liquidez ácida en 1,93 veces, rubro por encima de jul19 (1,73 veces).

Por otro lado, el capital de trabajo ha presentado una tendencia positiva durante los últimos cinco años, tendencia replicada a la fecha de corte, que se ubicó en US\$ 40,91 millones con una importante mejora en 19,54% (US\$ 6,69 millones) frente a jul19, nivel adecuado para soportar adecuadamente la operación del negocio.

A julio 2020, el flujo operativo alcanza un saldo positivo de US\$ 980 mil derivado de las ventas alcanzadas por el emisor, en contraste, con un pago de proveedores y empleados. Por otro lado, se evidencian inversiones por USA\$ -3,36 millones atribuidas adquisiciones de propiedad, planta y equipo para respaldar las estrategias de crecimiento de la entidad. Adicionalmente, se observa que el flujo neto de financiamiento alberga un valor positivo de US\$ 4,88 millones lo que obedece a la colocación del papel comercial (US\$ 4,00 millones) y el cobro de su préstamos a largo plazo de US\$ 375,00 mil que mantiene con una entidad financiera. Que junto al saldo del inicio del período de US\$ US\$ 21,76 millones refleja un saldo final a la fecha de corte de US\$ 24,25 millones.



PCR considera que el emisor presenta una buena capacidad de generación de flujos dentro de sus proyecciones y de las condiciones del mercado, derivado de la adecuada administración de capital de trabajo y solvencia la cual le permite responder a cualquier contingente inmediato.

Instrumentos calificados

Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de Zaimella del Ecuador S.A.

La Junta General Universal Extraordinaria de Accionistas de ZAIMELLA del Ecuador S.A., en reunión celebrada el 22 de agosto de 2017, resolvió autorizar la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo por un valor de hasta US\$ 7.000.000,00 (Siete millones). Posteriormente, se reúne el 7 de mayo de 2020, la Junta General Extraordinaria y Universal de accionistas de Zaimella del Ecuador S.A. con el fin de realizar la ratificación, aclaración y actualización de la autorización celebrada el 22 de agosto de 2017, según el siguiente detalle que consta en el Prospecto de Oferta Pública:

Características de los Valores					
Emisor:	Zaimella del Ecuador S.A.				
Monto de la Emisión:	Hasta por US\$ 7.000.000,00				
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América.				
Características:	Clase	Monto a Emitir	Plazo	Tasa de interés	Amortización de capital e intereses
	A	2.300.000,00	368 días	3,25%	A los 180 y 188 días
	B	2.300.000,00	368 días	3,25%	A los 180 y 188 días
	C	2.400.000,00	368 días	3,25%	A los 180 y 188 días
Valor Nominal de cada Título	Los valores dentro de la presente emisión se emitirán en forma desmaterializada. Las obligaciones desmaterializadas podrán emitirse en denominaciones desde un mil dólares de los Estados Unidos de América (US \$ 1.000,00) de valor nominal.				
Contrato de Underwriting:	La presente emisión de obligaciones no contempla contrato de Underwriting para su colocación.				
Rescates anticipados:	Se establece un sistema de sorteos y rescates anticipados al respecto de la presente emisión. 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.				
Sistema de Colocación:	La colocación de los valores se realizará a través del mercado bursátil.				
Agente Pagador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
Estructurador Financiero	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.				
Representante de los Obligacionistas:	Compañía Molina & Compañía Abogados S.A.				
Destino de los recursos:	Los recursos obtenidos de la presente emisión de obligaciones serán utilizados en para proyectos de inversión de la compañía emisora, consistentes en compra de maquinaria para incrementar la capacidad productiva y mejorar la calidad de los productos				
Resguardos de ley:	Mientras se encuentren en circulación las obligaciones de largo plazo, la compañía mantendrá resguardos a la emisión, para lo cual, se obliga a: Establecer 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 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 activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.				
Límite de Endeudamiento	La compañía no podrá, como emisor u originador de valores de corto y largo plazo, mantener en circulación valores por un monto que exceda dos veces su patrimonio.				
Garantía:	La presente emisión de obligaciones de largo plazo cuenta con garantía general de la Compañía en los términos establecidos en la Ley de Mercado de Valores y demás normas pertinentes.				
Fecha de aprobación:	24 de agosto de 2020				

Fuente: Ecuabursátil Casa de Valores S.A. / Elaboración: PCR

La emisión de obligaciones de largo plazo fue aprobada el 24 de agosto de 2020, por lo que a la fecha de corte no se había colocado ningún valor.

Destino de los Recursos:

Los recursos obtenidos de la presente emisión de obligaciones serán utilizados en para proyectos de inversión de la compañía emisora, consistentes en compra de maquinaria para incrementar la capacidad productiva y mejorar la calidad de los productos

Provisiones de recursos

De acuerdo con la planificación de pagos, y según el vencimiento de los valores de la emisión de obligaciones de largo plazo, el emisor se compromete a generar el flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas.

Resguardos de Ley:

Zaimella del Ecuador S.A., conforme lo establecido en la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros se compromete a mantener los siguientes resguardos a la emisión mientras se encuentren en circulación las obligaciones de largo plazo, que son los siguientes:

Establecer la siguiente medida cuantificable 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 mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

Resguardo		
Indicador	jul-20	Cumplimiento
Activo Real ¹⁴ / Pasivo Exigible ¹⁵	3,52	Si

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaborado por: PCR

A la fecha de corte, el emisor cumple con el resguardo al mantener una relación de 3,52 veces.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación de los activos libres de gravamen sobre las obligaciones en circulación, según lo establecido en la normativa.

El emisor cumple con el resguardo establecido

3. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25. Se entenderá por activos depurados al 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 del Libro Dos del Código Orgánico Monetario y Financiero, Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

El emisor cumple con el resguardo establecido

Cabe indicar que según lo indicado en la normativa, el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión aprobada. Sin embargo, el emisor mantiene cumplimiento de los mismos.

Limitaciones de Endeudamiento

La compañía no podrá, como emisor u originador de valores de corto y largo plazo, mantener en circulación valores por un monto que exceda dos veces su patrimonio.

Endeudamiento			
Indicador	jun-20	Límite	Cumplimiento
Valores en circulación / Patrimonio	0,06	2,00	Si

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaborado por: PCR

¹⁴ Activo Real: Efectivo+ Cuentas por cobrar + otras cuentas por cobrar+ gastos anticipados+ inventario+ impuestos por recuperar+ propiedad planta y equipo+ otros activos.

¹⁵ Pasivos Exigible: Deuda financiera + cuenta por pagar proveedores+ otras cuentas por pagar+ impuestos por pagar+ cuentas por pagar entidades relacionadas+ beneficios a empleados + beneficios a empleados.

La relación de valores en circulación con respecto al patrimonio se ubica en 0,06 veces. De esta forma, se da cumplimiento al mantener una relación inferior a 2,00 veces. Es importante indicar que cuando, se realiza la colocación total de la sexta emisión de obligaciones (US\$ 7,00 millones), la cobertura alcanzaría un nivel de 0,15 veces, cumpliendo a cabalidad con las limitaciones de endeudamiento.

Papel Comercial de Zaimella del Ecuador S.A.

La Junta General Universal Extraordinaria de Accionistas de ZAIMELLA del Ecuador S.A., en reunión celebrada el 30 de octubre de 2018, resolvió autorizar el Quinto Programa de Emisión de Papel Comercial por un valor de hasta US\$ 4.000.000,00 (Cuatro millones), según el siguiente detalle que consta en el Prospecto de Oferta Pública:

Características de los Valores					
Emisor:	Zaimella del Ecuador S.A.				
Monto de la Emisión:	Hasta por US\$ 4.000.000,00				
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América.				
Características:	Clase	Monto a Emitir	Plazo	Pago de Intereses	Amortización de capital
	A	4.000.000,00	359 días	cupón cero	al vencimiento
Valor Nominal de cada Título	Los valores dentro del presente programa se emitirán en forma desmaterializada. Las obligaciones desmaterializadas podrán emitirse en denominaciones desde un mil dólares de los Estados Unidos de América (US \$ 1.000,00) de valor nominal.				
Contrato de Underwriting:	La presente emisión de obligaciones no contempla contrato de Underwriting para su colocación.				
Rescates anticipados:	Zaimella del Ecuador S.A. podrá realizar cancelaciones anticipadas de los valores objeto del presente programa de emisión de papel comercial. En caso de existir obligacionistas que opten por no acogerse a la cancelación anticipada, sus títulos de obligaciones de corto plazo seguirán manteniendo las condiciones iniciales de la emisión.				
Sistema de Colocación:	La colocación de las obligaciones de corto plazo o papel comercial se realizará a través del mercado bursátil, siendo el responsable y asesor del presente programa de emisión la compañía Ecuabursátil Casa de Valores S.A.				
Agente Pagador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
Estructurador Financiero	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.				
Representante de los Obligacionistas:	Compañía Molina & Compañía Abogados S.A.				
Destino de los recursos:	Los recursos obtenidos de la presente emisión de obligaciones de corto plazo serán destinados para capital de trabajo de la compañía emisora, consistente en el pago a proveedores y servicios.				
Resguardos de ley:	Mientras se encuentren en circulación las obligaciones de largo plazo, la compañía mantendrá resguardos a la emisión, para lo cual, se obliga a: Establecer 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 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 activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.				
Límite de Endeudamiento	Según lo establecido en el contrato de emisión de papel comercial, el límite de endeudamiento de la compañía será de hasta dos veces el patrimonio de la misma.				
Garantía:	La presente emisión de obligaciones de corto plazo cuenta con garantía general de la Compañía en los términos establecidos en la Ley de Mercado de Valores y demás normas pertinentes.				
Fecha de autorización:	15 de mayo de 2020				
Fecha de inicio de colocación:	28 de mayo de 2020				
Fecha de vencimiento:	5 de mayo de 2022				

Fuente: Ecuabursátil Casa de Valores S.A. / Elaboración: PCR

La colocación total de valores inició y finalizó el 28 de mayo de 2020. El detalle de la colocación y su saldo se presenta a continuación: A la fecha de corte, no se ha realizado pagos de capital ni intereses del presente Papel Comercial, debido a que las cancelaciones están establecidas al vencimiento y tienen posibilidad de revolvencia. A continuación, se presenta el cronograma de colocaciones y pagos:

Colocaciones Papel Comercial de Zaimella del Ecuador S.A.		
Fecha de negociación	Fecha de vencimiento	Valor US\$
28/5/2020	13/5/2021	2.000.000,00
28/5/2020	21/5/2021	2.000.000,00
Total		4.000.000,00

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaborado por: PCR

Destino de los Recursos:

Los recursos obtenidos de la presente emisión de obligaciones de corto plazo serán destinados para capital de trabajo de la compañía emisora, consistente en el pago a proveedores y servicios.

DESTINO	MONTO US\$
Capital de trabajo	4.000.000,00
TOTAL	4.000.000,00

Fuente: Circular de Oferta Pública / Elaboración: PCR

Provisiones de recursos

De acuerdo con la planificación de pagos, y según el vencimiento de los valores de la emisión de papel comercial, el emisor se compromete a generar el flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas.

Resguardos de Ley:

Zaimella del Ecuador S.A., conforme lo establecido en la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros se compromete a mantener los siguientes resguardos a la emisión mientras se encuentren en circulación las obligaciones de corto plazo, que son los siguientes:

Establecer la siguiente medida cuantificable 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 mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

Resguardo		
Indicador	jul-20	Cumplimiento
Activo Real ¹⁶ / Pasivo Exigible ¹⁷	3,52	Si

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaborado por: PCR

A la fecha de corte, el emisor cumple con el resguardo al mantener una relación de 3,52 veces.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación de los activos libres de gravamen sobre las obligaciones en circulación, según lo establecido en la normativa.

El emisor cumple con el presente resguardo

3. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25. Se entenderá por activos depurados al 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 del Libro Dos del Código Orgánico Monetario y Financiero, Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

El emisor cumple con el resguardo de ley

Cabe indicar que según lo indicado en la normativa, el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión aprobada. Sin embargo, el emisor mantiene cumplimiento de los mismos.

Limitaciones de Endeudamiento

El límite de endeudamiento de la compañía Zaimella del Ecuador S.A. será de hasta dos veces el patrimonio de la misma.

La compañía no podrá, como emisor u originador de valores de corto y largo plazo, mantener en circulación valores por un monto que exceda dos veces su patrimonio.

Endeudamiento			
Indicador	jun-20	Límite	Cumplimiento
Valores en circulación / Patrimonio	0,06	2,00	Si

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaborado por: PCR

¹⁶ Activo Real: Efectivo+ Cuentas por cobrar + otras cuentas por cobrar+ gastos anticipados+ inventario+ impuestos por recuperar+ propiedad planta y equipo+ otros activos.

¹⁷ Pasivos Exigible: Deuda financiera + cuenta por pagar proveedores+ otras cuentas por pagar+ impuestos por pagar+ cuentas por pagar entidades relacionadas+ beneficios a empleados + beneficios a empleados.

La relación de valores en circulación con respecto al patrimonio se ubica en 0,06 veces. De esta forma, se da cumplimiento al mantener una relación inferior a 2,00 veces. Es importante indicar que cuando, se realiza la colocación total de la sexta emisión de obligaciones (US\$ 7,00 millones), la cobertura alcanzaría un nivel de 0,15 veces, cumpliendo a cabalidad con las limitaciones de endeudamiento.

Proyecciones de la Emisión

Estado de Resultados

A continuación, se muestran las proyecciones del estado de resultados realizadas por el emisor, en un escenario conservador, que comprende los periodos 2020-2024, las mismas forman parte del Prospecto de Oferta Pública de la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo y Papel Comercial de Zaimella del Ecuador S.A.

Zaimella S.A. es una compañía que se dedica a la fabricación, comercialización, distribución, representación, importación, exportación de productos de uso higiénico. 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.

Para julio 2020 las ventas del emisor cerraron en US\$ 54,24 millones, un 14,78% menos que en julio del año anterior (US\$ -9,41 millones). Este comportamiento obedece a un deterioro en las líneas pañales de bebe (-21,21%; US\$ -7,60 millones), pañitos húmedos bebe (-28,06%; US\$ -1,74 millones). Este dinamismo es el resultado de las medidas tomadas por parte del gobierno a partir del 16 de marzo, al declarar al gobierno en estado de excepción a consecuencia de la crisis sanitaria, razón por la cual, las ventas para la entidad se ha visto ralentizadas en el mes de abril (US\$ 7.69 millones) y mayo (US\$ 7,84 millones), a su vez, frente a una competencia agresiva, obligó a la compañía a reducir sus precios de venta para mantener su posicionamiento. Sin embargo, es importante enfatizar, que frente a la coyuntura actual, el emisor ha robustecido su propuesta de valor, al incursionar en productos más convenientes al mercado, invirtiendo en julio 2020 en nuevas líneas de producción de mascarillas (1,80% del total de ventas) y gel antibacterial (0,01% de ventas), producto de la alta demanda durante la emergencia sanitaria; en conjunto, con promociones, descuentos y la adopción de nuevas campañas comerciales. Con ello, a julio de 2020 se presenta un adecuada avance del 50,61% frente a lo proyectado hasta final de año.

Los gastos de administrativos y los gastos de ventas registran un cumplimiento del 49,71% y 53,76%, respectivamente, que al mantener esta tendencia, se puede cumplir con lo proyectado al cierre del 2020. De igual manera, sus gastos en general ha reflejado una baja interanual dado a las nuevas medidas impartidas por emisor frente a la nueva realidad, teletrabajo, así como la reducción del período laboral en 25,00% durante el mes de marzo-julio. Pese a que los gastos financieros registraron un mayor avance (80,24%) por la adquisición de una deuda financiera (US\$ 875,00 mil), la utilidad neta refleja un buen cumplimiento del 56,33% con relación a lo esperado al cierre de diciembre de 2020. Incluso la utilidad obtenida a la fecha de corte de US\$ 7,34 millones, es superior en 9,89% a la de similar periodo del año anterior, evidenciando un desarrollo favorable en medio de la actual crisis económica que ha golpeado a la mayor parte de sectores económicos.

Proyección de Estado de Pérdidas y Ganancias (US\$)							
	2020	Real Julio 2020	Cumplimiento %	2021	2022	2023	2024
Ventas Netas	107.189.442	54.244.025	50,61%	109.333.231	112.613.228	117.117.757	122.973.645
Costo Estándar	70.106.986	34.573.499	49,32%	71.805.964	73.960.143	76.918.548	80.764.476
Margen Bruto	37.082.456	19.670.526	53,05%	37.527.268	38.653.086	40.199.209	42.209.169
Gastos De Ventas	7.291.366	3.624.685	49,71%	7.437.193	7.660.309	7.966.721	8.365.057
Gastos Administrativos	5.208.747	2.800.448	53,76%	5.312.922	5.419.181	5.527.564	5.638.116
Comisión por uso de marcas	5.030.823	2.501.045	49,71%	4.810.662	4.954.982	5.153.181	5.410.840
Participación Trabajadores	2.949.111	1.640.574	55,63%	3.011.877	3.110.230	3.250.747	3.437.820
Utilidad Operacional	16.602.409	9.103.774	54,83%	16.954.612	17.508.384	18.300.995	19.357.336
Gastos Financieros	257.255	206.413	80,24%	261.114	265.031	269.006	273.041
Otros Ingresos/Egresos	366.477	399.226	108,94%	373.806	381.282	388.908	396.686
Utilidad antes de Impuesto	16.711.630	9.296.587	55,63%	17.067.305	17.624.636	18.420.897	19.480.981
Prov. Impuesto a la Renta	3.676.559	1.953.828	53,14%	3.754.807	3.877.420	4.052.597	4.285.816
Utilidad Neta	13.035.072	7.342.759	56,33%	13.312.498	13.747.216	14.368.300	15.195.165

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. /Elaboración: PCR

A pesar de la crisis sanitaria, la entidad ha sabido actuar de manera inmediata y veraz, al ampliar su portafolio de productos, generar descuentos, promociones, campañas comerciales, asegurar y provisionar mayores niveles de materia prima importada que fue afectada en el mes de marzo, así como, aumentar su productividad con la adquisición de nueva maquinaria, e incluso generar menores márgenes brutos al bajar sus precios para ganar competitividad en el mercado; bajo estas medidas, el emisor espera cerra el 2020, con una utilidad de US\$ 14,02 millones, nivel superior al proyectado en un inicio.

Con todo lo antes mencionado, PCR considera que la entidad presenta capacidad de generación de flujos dentro de sus proyecciones y de las condiciones del mercado, respaldado por su buena posición en el mercado, adecuada administración de capital de trabajo, fuertes niveles de solvencia, rentabilidad y liquidez. Todo ello, permitirían al emisor cumplir en tiempo y forma con las obligaciones tanto con el mercado de valores como con las instituciones financieras.

Garantía General de la Emisión

PCR ha recibido por parte del emisor el certificado de activos libres de gravamen al corte de 31 de julio de 2020, es así como el monto máximo a emitir es de US\$ 76,42 millones, por lo que el Papel Comercial y la Sexta Emisión de Obligaciones de Zaimella del Ecuador S.A. se encuentran dentro del monto máximo permitido por Ley.

ANEXO 3: CERTIFICADO DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN	
Detalle	Monto (US\$)
Total Activos	100.238.509,37
(-) Activos Diferidos e Intangibles	0,00
(-) Impuestos Diferidos	652.934,88
(-) Activos Gravados	56.229,09
(-) Activos en Litigio	0,00
(-) Impugnaciones Tributarias	0,00
(-) Monto no redimido de Emisiones en Circulación	4.000.000,00
(-) Monto no redimido de Titularización de Flujos en Circulación	0,00
(-) Derechos Fiduciarios en Fideicomiso en Garantía	0,00
(-) Documentos por cobrar provenientes de la negociación de Derechos Fiduciarios	0,00
(-) Saldo de valores no redimido de REVNI	0,00
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y que sean vinculadas con el emisor	400,00
Total de Activos Libres de Gravamen	95.528.945,40
80% Activos Libres de Gravamen	76.423.156,32
Emisión de Obligaciones por emitirse	7.000.000,00
Cumple	Si

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. /Elaboración: PCR

Activos Fijos Prendados			
Compra	Costo	Valor Actual	Prendado A
22-04-2002	1.042.453,52	54.298,95	Banco 1
04-05-2007	43.525,51	-	Banco 1
29-11-2010	77.220,76	1.930,14	Banco 1
	1.163.199,79	56.229,09	

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. /Elaboración: PCR

Activos en Litigio

A julio de 2020, Zaimella del Ecuador S.A. no presentó activos en litigio, según el certificado de activos libres de gravamen remitido por el emisor. En la página del Consejo de la Judicatura de Pichincha se refleja 3 registros, entre los cuales: contratos administrativos de determinación tributaria, otro, y constancia de pérdida de documentos, donde el emisor se encuentra en calidad de "demandante". Por otro lado, al consultar la página de Servicio de Rentas Internas, se observa una deuda impugnada por impuesto a la salida de divisa de exportaciones por el valor de US\$ 114,91 mil dentro del período del 2015.

Adicional, la Calificadora ha revisado que, al 31 de julio 2020, los valores por emitir que mantiene Zaimella del Ecuador S.A. en el mercado de valores y son inferiores al límite del 200% de su patrimonio que establece la normativa.

Monto Máximo de Valores en Circulación (US\$) – Al 31 de julio de 2020	
Detalle	Valor
Patrimonio	71.568.922
200% Patrimonio	143.137.844
Monto no redimido de obligaciones en circulación	4.000.000,00
Emisión de Obligaciones (por emitir)	7.000.000,00
Total Valores en Circulación y por Emitirse	11.000.000,00
Total, Valores en Circulación y por Emitirse / Patrimonio (debe ser menor al 200%)	15,37%

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaboración: PCR

Para el emisor, el saldo con el mercado de valores ocupa una prelación de pago segunda, mismo que está respaldado por la garantía general en 14,53 veces, como se describe a continuación:

Posición Relativa de la Garantía General a julio 2020				
Orden de Prelación de Pagos	Primera	Segunda	Tercera	Cuarta
Detalle	IESS, SRI, Empleados	Mercado de Valores	Bancos	Proveedores
Saldo Contable	2.850.475	4.000.000	875.000	12.210.899
Pasivo Acumulado	2.850.475	6.850.475	7.725.475	19.936.374
Fondos Líquidos (Caja y Bancos)	24.252.580			
Activos Libres de Gravamen (sin considerar saldo emisiones en circulación)	99.528.945			
Cobertura Fondos Líquidos	8,51	3,54	3,14	1,22
Cobertura ALG	34,92	14,53	12,88	4,99

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaboración: PCR

Activos que respaldan la Emisión: Análisis de la calidad y capacidad para ser liquidados

A continuación se detalla los activos que respaldan la emisión:

Activos que respaldan a la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo (US\$) Julio 2020			
Activos	Valor en libros	Valor Emisión de Obligaciones por colocarse	Cobertura
Cuentas por cobrar Clientes	18.602.440,00	7.000.000,00	2,66

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaboración: PCR

Activos que respaldan el Papel Comercial (US\$) Julio 2020			
Activos	Valor en libros	Valor Papel Comercial	Cobertura
Inventario de Materia Prima	8.013.826,00	1.000.000,00	8,01
Inventario de producto terminado	4.126.206,00	3.000.000,00	1,38

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaboración: PCR

Históricamente, la cartera manejada por el emisor se ha caracterizado por su alta calidad atribuida a las buenas políticas de otorgamiento de créditos directos y aceptación de clientes relacionados con: límites de crédito, capacidad de endeudamiento, fuentes de repago, central de riesgos, comportamiento de pago, entre otros. Incluso, a pesar de que se observa cierta concentración por parte de sus cuatro principales deudores (59,31%), la adecuada gestión crediticia frente a una depuración rigurosa de sus clientes. le ha permitido culminar en bajo niveles de morosidad.

A la fecha de corte, se refleja una cartera comercial de US\$ 18,61¹⁸ millones, que culmina con reducción interanual de 12,36% (US\$ -2,62 millones) dinámica atribuida a la baja de sus ventas dado que, en el mes de marzo y abril, sus ventas fueron ralentizados a consecuencia del confinamiento como medida de seguridad frente a la pandemia. A junio 2020, la cartera vencida totaliza US\$ 2,42 millones con una expansión interanual de +29,96%, lo que conlleva a un nivel de morosidad de 11,92% (7,81% jun19). Se considera favorable la estructura de la cartera vencida, la misma que acapara una mayor ponderación el los rangos entre 1 a 30 días (76,20%). A su vez, el emisor ha estimado que la cartera deteriorada que maneja plazos mayores a los 30 días, es totalmente recuperable sobre la base de los análisis de riesgo de crédito de los clientes.

Con respecto al papel comercial, el activo que lo respalda son los inventarios que dado a su giro del negocio, la empresa requiere gran acumulación de materia prima, posicionándose como el rubro con mayor ponderación dentro

¹⁸ Cuentas por cobrar - Provisiones

de los activos corrientes, ha mantenido un crecimiento histórico de 13,77% con una tendencia positiva entre dic15 a dic18 incidido por la necesidad de abastecerse de materia prima para la fabricación de producto terminado y poder hacer frente a la demanda de mercado. A julio 2020, se totaliza US\$ 16,96 millones, albergando un leve desarrollo interanual del 1,49% generado en conjunto por un aumento principalmente de materia prima (+20,26%; US\$ 8,01 millones) destinados para la fabricación de sus productos y una contracción de producto terminado (-20,12%; US\$ -1,04 millones) dado a que fue destinado para solventar las ventas de meses anteriores. Los inventarios del emisor se encuentran conformado principalmente por materia prima (47,25%; US\$ 8,01 millones) proveniente principalmente del extranjero y seguido de producto terminado (21,74%; US\$ 4,13 millones). Es importante considerar, que como medida impartida por el emisor, se limitará las importaciones de productos terminados, por ende, este rubro será solo de origen local, con el objetivo alcanzar un mayor control en sus costos.

Metodología utilizada

Manual de Procedimientos de Calificación de Riesgo – Ecuador

Información utilizada para la Calificación

- **Información financiera:** Estados Financieros auditados de Zaimella del Ecuador S.A. para el períodos 2014 realizados por Ernst & Young Ecuador E&Y Cia. Ltda. Para los periodos 2015, 2016, 2017 realizados por KPMG del Ecuador Cia. Ltda. , el año 2018 por Price Waterhouse Cooper y para el 2019 PricewaterhouseCoopers. Todos los balances auditados se presentan con opinión limpia. Además, se empleó información interna con julio 2019 y julio 2020.
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Socios de fecha 22 de agosto de 2017.
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Socios de fecha 30 de octubre de 2018.
- Prospecto de Oferta Pública .
- Circular de Oferta Pública
- Contrato de Emisión de Obligaciones de Largo Plazo y de Papel Comercial
- Declaración Juramentada de Activos que Respalda la Emisión.
- Certificado de Activos Libres de Gravamen al 31 de julio de 2020.
- Otros papeles de trabajo

Presencia Bursátil

Situación del Mercado de Valores:

El mercado de valores canaliza los recursos financieros hacia las actividades productivas a través de la negociación de valores. Este, constituye una fuente directa de financiamiento y una interesante opción de rentabilidad para los inversionistas. Entre las principales ventajas del mercado de valores esta, que es un mercado organizado, eficaz y transparente en donde la intermediación es competitiva, estimula la generación de ahorro que deriva en inversión, genera un flujo importante y permanente de recursos para el financiamiento a mediano y largo plazo, entre otras.

La cultura bursátil del Ecuador no se acopla a las alternativas de financiamiento e inversión que ofrece este mercado, todo ello reflejado en los montos negociados del mercado secundario que en 2019 evidenció una participación del 12% y a febrero 2020 un 9%; mientras que la diferencia se ubica en el mercado primario. Uno de los motivos por lo que se ve involutivo este mercado se debe a la competencia presentada por las instituciones financieras. Para el 2019, el monto bursátil nacional negociado fue de US\$ 11.797 millones lo que representa un 10,98% del PIB ecuatoriano y refleja un dinamismo del 57,82% en comparación con su similar periodo anterior. A enero 2020 el monto negociado es de US\$ 1.632 millones.

Las negociaciones del sector privado (Certificados de Inversión, Certificados de Depósito, Papel Comercial, otros) aportaron con el 38,03%, mientras que los valores del sector público (Certificados de tesorería, Certificados de Inversión, Notas de crédito, otros) lo hicieron con el 61,97%. Por su parte, los principales sectores que participan en el mercado bursátil a nivel nacional son el Comercial (30,15%), seguido del Industrial (26,46%), Servicios (13,85%), Agrícola (11,69%) y la diferencia se ubica en otros 6 sectores con una participación individual inferior al 10%. De todos estos emisores, aproximadamente el 85% corresponden a Guayas y Pichincha. Como es de esperar, las principales ciudades del país son los primordiales dinamizadores del mercado de valores en el Ecuador, comportamiento observado durante los últimos periodos de análisis.

El hito más importante durante el 2019 fue la emisión de US\$ 150 millones en bonos verdes. Ecuador es uno de los primeros países en Iberoamérica en lanzar bonos verdes del sector financiero, cuyo propósito es financiar líneas de crédito para proyectos que tienen un componente ambiental. En 2020 se espera que se coloquen los US\$ 100 millones restantes que son parte de la operación inicial. Si bien, hay varios emisores que están en proceso debido a que como primer requisito los proyectos deben contar con una certificación verde; entre los interesados se encuentran instituciones financieras, sectores productivos como el maderero, pesquero, textil y de alimentos. Otro hecho relevante, es la obtención de liquidez a través de la venta de facturas comerciales negociables; este es un producto, bien controlado y estructurado con perspectivas de crecimiento para el mercado de valores.

Si bien se observó un gran dinamismo en el monto negociado, aún persisten varias reformas pendientes para que el mercado de valores repunte en el país, reformas que pueden tardar debido a la priorización de sectores que se experimentará en el transcurso del 2020 tras presenciar varios factores macroeconómicos que afectan la economía ecuatoriana, como la baja en el precio del petróleo, caída en valor y volumen de las exportaciones por una menor demanda a nivel internacional tras la pandemia mundial de Covid-19 que ha paralizado la actividad económica. Adicional, la falta de liquidez podría impactar en el monto de negociación durante el 2020, si bien, varios emisores de deuda recurrirán al mercado de valores por las ventajas que este ofrece, se espera que los inversionistas en el

mercado de valores sean más cautelosos con los títulos que adquieran.

Indicador de Presencia Bursátil

La presencia bursátil, es un indicador que permite medir la liquidez de los valores sean éstos de renta fija o variable¹⁹. Cuyo principal objetivo es dar a conocer al inversionista que tan fácil puede ser negociado un valor en el mercado secundario. Para su cálculo se considera la siguiente fórmula:

$$\text{Indicador presencia bursátil} = \frac{\text{N}^\circ \text{ de días negociados mes}}{\text{N}^\circ \text{ de ruedas mes}}$$

Para la emisión de obligaciones y papel comercial de Zaimella del Ecuador S.A., el indicador de liquidez se ubicó en 0 durante los meses negociados en la Bolsa de Quito. Esto obedece al comportamiento del mercado de valores en el país, en donde en mayor medida se ofertan títulos de renta fija y en mercado primario.

Emisor / Originador	Instrumento	Monto Autorizado US\$	Resolución SCVS	Bolsa	No. transacciones	Monto Negociado	Días bursátiles	Días negociados Mes	Ruedas Mes	Presencia Bursátil
Zaimella del Ecuador S.A.	Papel Comercial	4.000.000	SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2020.00003178	QUITO	0	0	0	0	0	0
Zaimella del Ecuador S.A.	Sexta Emisión de Obligaciones	7.000.000	SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2020.00005037	QUITO	0	0	0	0	0	0

Fuente: Bolsa de Valores de Quito / Elaboración: PCR

PCR considera que el indicador de presencia bursátil en valores de renta fija no refleja la liquidez real del valor, dado que en el país el mercado secundario es mínimo; el rendimiento atractivo que ofrecen los títulos de renta fija incentiva a mantener la inversión hasta el vencimiento. Por lo que PCR opina que la calificación de riesgo es la que influye en la liquidez del valor en el mercado.

A la fecha de corte, las dos emisiones de obligaciones son los únicos instrumentos financieros que la compañía mantiene en el mercado de valores. Respecto al grado de aceptabilidad del valor, se debe indicar que el Papel Comercial inició y finalizó su colocación el 28 de mayo de 2020. En cuanto a la Emisión de Obligaciones, no se han colocado valores a la fecha de corte.

Presencia Bursátil (Miles US\$) – Julio 2020					
Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Monto Colocado	Saldo	Calificaciones
Papel Comercial	SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2020.00003178	4.000.000,00	4.000.000,00	4.000.000,00	PCR AAA (enero-20)
Sexta Emisión de Obligaciones	SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2020.00005037	7.000.000,00	0,00	0,00	PCR AAA (enero-20)
Total		11.000.000,00	4.000.000,00	4.000.000,00	

Fuente: Bolsa de Valores de Quito / Elaboración: PCR

Hechos de importancia

- Mediante Escritura Pública Nro. 20181705001P02452 del 01 de mayo de 2018, se registra el Aumento de Capital y consiguiente Reforma de Estatutos de la Compañía Zaimella del Ecuador por el valor de US\$ 7,00 millones. Con fecha 07 de agosto de 2018 se registra en el Registro Mercantil el aumento de capital social y consiguiente reforma de estatutos de la Compañía Zaimella del Ecuador por el valor antes mencionado; como consecuencia el capital social de la compañía aumenta de US\$ 23,53 millones a la suma de US\$ 30,53. Este aumento de capital social de la empresa se realiza con cargo a las utilidades del ejercicio 2017.

Relación con Empresas Vinculadas

La relación de Zaimella del Ecuador S.A. con el resto de empresas vinculadas es netamente comercial. Las ventas mantienen una baja representatividad dentro del total de ingresos. Las cuentas por cobrar se distribuyen entre dos relacionadas que se dedican a la comercialización. Los detalles se muestran a continuación:

Empresas relacionadas cuentas por cobrar		
Empresas	jul-19	jul-20
IMPEX OF DORAL, INC	532.150,00	800.027,46
ZAIMELLA S.A.C.	2.029.650,94	852.833,30
Total	2.561.800,94	1.652.860,76

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. /Elaboración: PCR

¹⁹ Sección II, Capítulo XVI del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros: "Conformación Accionaria y Presencia Bursátil" Art. 10, numerales 2 y 5

Las cuentas por cobrar relacionados, reflejan un deterioro interanual en 35,48% (US\$ -908,94 mil), producto de la compra por parte del emisor de una maquinaria de pañales, dado que ZAIMELLA S.A.C. ha tomado la decisión de dejar de ser una empresa manufacturera e industrial, para convertirse netamente en un entidad comercial. Por lo tanto, se compra la máquina y se hace un cruce de cuentas.

Zaimella S.A.C es una compañía relacionada situada en Perú. Impex of Doral, por su parte, se encuentra en Estados Unidos. De acuerdo con la información proporcionada, al diciembre de 2019 Impex of Doral generó US\$ 221,18 mil en utilidades. Los pasivos se encuentran conformados principalmente por sus cuentas por pagar (97,15%) y la empresa posee un apalancamiento de 1,49 veces.

Por otro lado, con respecto a las cuentas por pagar con empresas relacionadas, alcanza un valor de US\$ 9,56 mil, frente a los 48,03 mil cerrado en jul19.

Empresas relacionadas cuentas por pagar		
Empresas	jul-19	jul-20
ZM BOLIVIA SRL	10.000,00	8.000,00
ZAIMELLA S.A.C.		1.561,74
ITALCATERING	38.028,51	
Total	48.028,51	9.561,74

Fuente: Prospecto de Oferta Pública /Elaboración: PCR

En referencia con las empresas vinculadas, esta es su relación:

Zaimella Venezuela S.A.	
Accionista	Vinculación
Cophaz Investment	Propiedad
Giovanni Di Mella	Propiedad
Carlos Ortiz	Propiedad

Fuente: Prospecto de Oferta Pública /Elaboración: PCR

Zaimella ZMLTP Sociedad anónima	
Accionista	vinculación
Zaimella HD Sociedad anónima	Propiedad

Fuente: Prospecto de Oferta Pública /Elaboración: PCR

Impex of Doral Inc.	
Accionista	vinculación
Zaimella HD Sociedad Anonima	Propiedad

Fuente: Prospecto de Oferta Pública /Elaboración: PCR

Zaimella HD Sociedad Anonima	
Accionista	Vinculacion
Giovanni Di Mella	Propiedad
Gabriel Farraye	Propiedad
Silvana Di Mella	Propiedad
Giancarlo Di Mella	Propiedad
Angelo Di Mella	Propiedad
Carlos Ortiz	Propiedad

Fuente: Prospecto de Oferta Pública /Elaboración: PCR

Geocarmel	
Accionista	Vinculacion
Silvana Di Mella	Propiedad
Giancarlo Di Mella	Propiedad

Fuente: Prospecto de Oferta Pública /Elaboración: PCR

Morconello S.A.	
Accionista	Vinculacion
Giovanni Di Mella	Propiedad
Rossana Scifo	Propiedad

Fuente: Prospecto de Oferta Pública /Elaboración: PCR

Zaimella S.A.C (Perú)	
Accionista	Vinculacion
Zaimella HD Sociedad Anonima	Propiedad
Giovanni Di Mella	Propiedad

Fuente: Prospecto de Oferta Pública /Elaboración: PCR

ZM Bolivia S.R.L	
Accionista	Vinculacion
Zaimella HD Sociedad Anonima	Propiedad
Giovanni Di Mella	Propiedad

Fuente: Prospecto de Oferta Pública /Elaboración: PCR

Zaimella S.R.L (Republica Dominicana)	
Accionista	Vinculacion
Zaimella HD Sociedad Anonima	Propiedad
Giovanni Di Mella	Propiedad

Fuente: Prospecto de Oferta Pública /Elaboración: PCR

Miembros de Comité



Econ. Karla Torres



Econ. Juan Sebastián Galárraga



Econ. Yoel Acosta

Anexos

Tablas de Amortización

Clase A (US\$)				
No. Pago	Pago Capital	Pago Interés	Cuota	Capital Remanente
				2.300.000,00
180 días	1.150.000,00	37.375,00	1.187.375,00	1.150.000,00
368 días	1.150.000,00	37.375,00	1.187.375,00	-

Fuente: ECUABURSATIL / Elaboración: PCR

Clase B (US\$)				
No. Pago	Pago Capital	Pago Interés	Cuota	Capital Remanente
				2.300.000,00
180 días	1.150.000,00	37.375,00	1.187.375,00	1.150.000,00
368 días	1.150.000,00	37.375,00	1.187.375,00	-

Fuente: ECUABURSATIL / Elaboración: PCR

Clase C (US\$)				
No. Pago	Pago Capital	Pago Interés	Cuota	Capital Remanente
				2.400.000
180 días	1.200.000	39.000	1.239.000	1.150.000
368 días	1.200.000	39.867	1.239.867	-

Fuente: ECUABURSATIL / Elaboración: PCR

Composición Accionaria julio 2020		
Accionistas	Capital	Participación
Ortiz Gonzales Carlos	520.837,00	1,71%
Morconello S.A.	24.498.494,00	80,23%
Di Mella Scifo Angelo	919.198,00	3,01%
Di Mella Scifo Gian Carlo	919.199,00	3,01%
Di Mella Scifo Silvana Maria	919.199,00	3,01%
Farraye Henehc Gabriel	2.757.595,00	9,03%
TOTAL	30.534.522,00	100,00%

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaboración: PCR

Anexo: Cartera Comercial a julio 2020 (US Miles\$)			
Descripción / Periodo		jul-19	jul-20
Cartera Por Vencer		21.941,23	17.852,49
Cartera Vencida	1-30	1.312,55	1.841,63
	31-60	531,90	533,38
	61-90	1,00	22,04
	más de 91 días.	14,19	19,71
Total Cartera Vencida		1.859,64	2.416,76
Morosidad		7,81%	11,92%
Provisión cuenta incobrable		-13,95	-13,95
Total Cartera Comercial		23.786,92	20.255,30

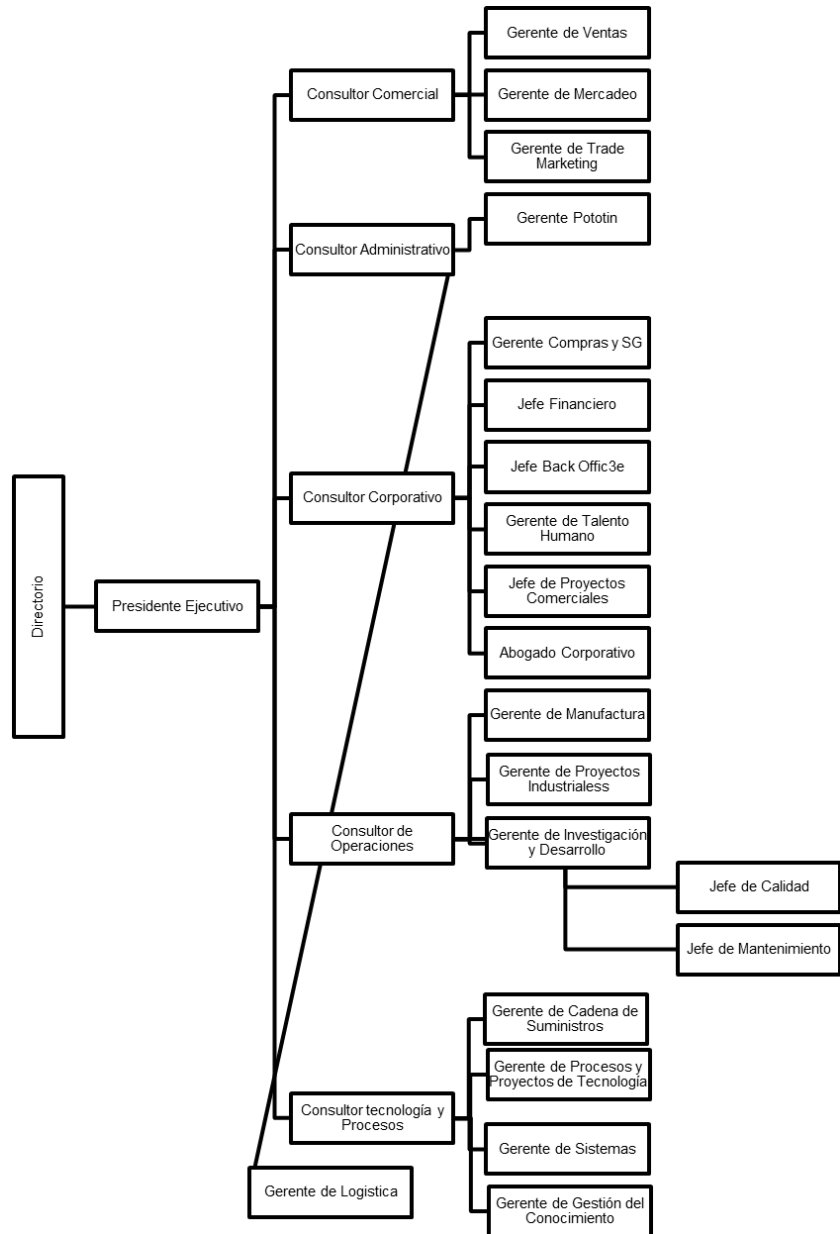
Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaboración: PCR

ANEXO: ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO

	PARCIAL	TOTAL
FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN		
Efectivo recibido de clientes por ventas (cobros procedentes de la venta de bienes y prestación de servicios)	58.588.049	
Efectivo pagado a proveedores (pagos a proveedores por suministro de bienes y servicios)	-49.480.211	
Efectivo pagado a empleados (pagos a y por cuenta de empleados)	-7.307.872	
EFFECTIVO PROVENIENTE DE OPERACIONES	1.799.966	
gastos financieros (intereses pagados)	(191.530,00)	
(Otros pagos por actividades de operación)	(628.928,58)	
Impuestos y Contribuciones (impuestos a las ganancias pagados)		
	(820.458,58)	
EFFECTIVO NETO PROVENIENTES DE ACTIVIDADES OPERATIVAS		979.507,38
FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN		
Importes procedentes por la venta de propiedades, planta y equipo	5.927,75	
Adquisiciones de propiedades, planta y equipo	-3.365.344	
Importes procedentes de ventas de activos intangibles		
Compras de activos intangibles		
Importes procedentes de otros activos a largo plazo		
Compras de otros activos a largo plazo		
EFFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN		(3.359.416,37)
FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO		
Otras entradas, salidas de efectivo		
Pagos de préstamos	4.500.000,00	
Financiación por préstamos a largo plazo	375.000,00	
EFFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO		4.875.000,00
VARIACION EN EL EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFECTIVO		2.495.091,01
SALDO BANCARIO AL PRINCIPIO DEL PERIODO		2.495.091,01
SALDO BANCARIO AL FINAL DEL PERIODO		2.495.091,01
CONCILIACIÓN DE LA UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS Y PARTIDA EXTRAORDINARIA CON EL EFECTIVO NETO PROVENIENTE DE ACTIVIDADES OPERATIVAS		
Utilidad neta antes de impuestos y participación trabajadores		10.937.161,44
AJUSTES:		
Gasto depreciación		2.112.903,82
Gasto provisión incobrables		221.382,10
EFFECTIVO PROVENIENTE DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN ANTES DE CAMBIOS EN EL CAPITAL DE TRABAJO		13.271.447,36
Ganancias (pérdidas) en valor razonable		-
Retenciones IVA por pagar		
Retenciones Impuesto a la renta por pagar		(1.953.828,36)
Beneficios Laborales por pagar		(2.678.490,67)
EFFECTIVO NETO PROVENIENTE DE ACTIVIDADES OPERATIVAS		979.507,38

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaboración: PCR

Estructura Empresarial



Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 1: Balance General y Estado de Resultados (Miles US\$)							
Zaimella del Ecuador S.A.							
Estados Financieros Individuales	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jul-19	dic-19	jul-20
Balance General (Miles US\$)							
Efectivo y equivalente de efectivo	3.437	4.708	10.265	12.689	13.483	21.757	24.253
Cuentas por Cobrar Comerciales	15.035	15.158	18.230	21.852	21.225	23.807	18.602
Cuentas por Cobrar Entidades Relacionadas	272	25	1.820	3.050	2.562	863	1.653
Otras cuentas por cobrar	755	1.481	547	-	7	-	12
Gastos Pagos por Anticipados	90	100	90	600	2.428	949	3.096
Inventario	9.703	12.267	16.285	17.813	16.712	15.414	16.960
Impuestos por recuperar	1.215	870	105	-	1.901	73	2.085
Total Activo Corriente	30.507	34.608	47.343	56.004	58.319	62.863	66.661
Activo Corriente prueba ácida	20.804	22.341	31.058	38.191	41.607	47.450	49.701
Propiedad, Planta y equipo	19.591	19.727	22.097	28.240	29.270	33.516	32.802
Otras Activos	68	49	57	59	30	68	48
Activos por Impuestos Diferidos	181	158	134	196	584	242	652,94
Activos Intangibles Netos	318	71	57	32	8	18	-
Cuentas por Cobrar Entidades Relacionadas	-	-	1.185	960	856	-	75
Total Activo No Corriente	20.159	20.005	23.531	29.488	30.747	33.843	33.578
Total Activo	50.665	54.613	70.874	85.492	89.065	96.707	100.239
Obligaciones Financieras a Corto Plazo	1.268	-	-	-	-	-	500
Obligaciones con el Mercado de Valores	4.807	299	989	-	-	-	4.000
Cuenta por Pagar Proveedores	7.303	11.025	16.053	18.852	14.443	16.982	12.201
Otras cuentas por Pagar	2.174	1.380	1.780	2.657	5.163	3.809	3.858
Cuentas por pagar entidades Relacionadas	1.693	670	1.041	1.307	48	5.250	9,56
Impuestos por pagar	532	291	693	1.611	2.120	1.456	2.769
Beneficios a empleados	1.733	2.230	3.099	3.369	2.324	3.076	2.413
Total Pasivo Corriente	19.510	15.895	23.656	27.797	24.097	30.573	25.751
Obligaciones Financieras a Largo Plazo	-	-	-	-	-	-	375
Obligaciones con el Mercado de Valores	-	-	-	-	-	-	-
Beneficios a empleados	897	1.118	1.257	1.884	2.085	1.907	2.129
Pasivos por Impuestos Diferidos	-	-	-	-	390	-	414
Total Pasivo No Corriente	897	1.118	1.257	1.884	2.475	1.907	2.917
Total Pasivo	20.407	17.012	24.913	29.681	26.572	32.480	28.668
Capital Social	18.035	19.535	23.535	30.535	30.535	30.535	30.535
Reservas	6.089	3.370	4.220	5.458	6.760	6.760	7.991
Aporte Futura Capitalización	-	-	-	-	-	-	-
Resultados Acumulados	6.135	14.696	18.207	19.818	25.199	26.932	33.044
Total Patrimonio	30.258	37.601	45.961	55.811	62.493	64.226	71.569
Total Pasivo y Patrimonio	50.665	54.613	70.874	85.492	89.065	96.707	100.237
Deuda Financiera	6.074	299	989	-	-	-	4.875
Corto Plazo	6.074	299	989	-	-	-	4.500
Largo Plazo	-	-	-	-	-	-	375
Estado de Pérdidas y Ganancias (Miles US\$)							
Ingresos Operacionales	74.896	76.743	90.275	109.770	63.653	111.802	54.244
Costo de Ventas (Operacionales)	47.057	46.251	54.525	68.553	43.484	75.391	34.573
Utilidad Bruta	27.839	30.492	35.750	41.217	20.169	36.411	19.671
Gastos Operacionales	19.410	19.238	20.777	24.518	11.845	21.695	10.567
Resultado de Operación	8.429	11.254	14.974	16.699	8.324	14.716	9.104
Gastos Financieros	580	435	213	248	84	149	206
Otros Ingresos y Gastos	245	-147	561	254	259	611	399
Resultado antes de Participaciones y del Impuesto a l	8.094	10.672	15.322	16.705	8.499	15.178	9.297
Provisión para el impuesto a la Renta	1.901	2.170	2.937	3.693	1.817	2.866	1.954
Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio	6.193	8.502	12.384	13.012	6.682	12.312	7.343
Otros resultados integrales	58	60	33	230	-	158	-
Utilidad (Pérdida) Neta y Resultado Integral del Ejercicio	6.135	8.442	12.351	12.782	6.682	12.470	7.343

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 2: Márgenes e Indicadores Financieros							
Zaimella del Ecuador S.A.	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jul-19	dic-19	jul-20
Márgenes							
Costos de Venta / Ingresos	62,83%	60,27%	60,40%	62,45%	68,31%	67,43%	63,74%
Utilidad Bruta / Ingresos	37,17%	39,73%	39,60%	37,55%	31,69%	32,57%	36,26%
Gastos Operacionales / Ingresos	25,92%	25,07%	23,01%	22,34%	18,61%	19,40%	19,48%
U. Operativa / Ingresos	11,25%	14,66%	16,59%	15,21%	13,08%	13,16%	16,78%
Gastos Financieros / Ingresos	0,77%	0,57%	0,24%	0,23%	0,13%	0,13%	0,38%
U. Neta / Ingresos	8,19%	11,00%	13,68%	11,64%	10,50%	11,15%	13,54%
EBITDA y Cobertura							
Depreciación y Amortización	2.146	2.404	2.299	2.993	1.940	3.343	2.099
EBITDA (12 meses)	10.575	13.657	17.273	19.692	17.595	18.058	19.204
EBITDA (acumulado)	10.575	13.657	17.273	19.692	10.263	18.058	11.202
Margen EBITDA (EBITDA / Ventas)	0,14	0,18	0,19	0,18	0,16	0,16	0,21
EBITDA / Gastos Financieros (12 meses)	-18,23	-31,41	-81,19	-79,31	-122,47	-121,52	-54,27
EBITDA / Deuda Financiera Corto Plazo (12 meses)	1,74	45,70	17,46	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	4,27
EBITDA / Deuda Financiera (12 meses)	1,74	45,70	17,46	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	3,94
EBITDA/Pasivo Corriente (12 meses)	0,54	0,86	0,73	0,71	0,73	0,59	0,75
EBITDA/Pasivo No Corriente (12 meses)	11,79	12,22	13,74	10,45	7,11	9,47	6,58
EBITDA/ Pasivo total (12 meses)	0,52	0,80	0,69	0,66	0,66	0,56	0,67
EBITDA/ Deuda Financiera + Gastos Financieros (12 meses)	1,92	-100,49	22,24	-79,31	-209,95	-121,52	4,11
Solvencia							
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,96	0,93	0,95	0,94	0,91	0,94	0,90
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0,04	0,07	0,05	0,06	0,09	0,06	0,10
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,30	0,02	0,04	-	-	-	0,17
Pasivo No Corriente / Patrimonio	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04	0,03	0,04
Deuda Financiera / Patrimonio	0,20	0,01	0,02	-	-	-	0,07
Pasivo Total / Patrimonio	0,67	0,45	0,54	0,53	0,43	0,51	0,40
Pasivo No Corriente / EBITDA (12 meses)	0,08	0,08	0,07	0,10	0,14	0,11	0,15
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	0,57	0,02	0,06	-	-	-	0,25
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	1,93	1,25	1,44	1,51	1,51	1,80	1,49
Rentabilidad							
ROA (acumulado)	12,11%	15,46%	17,43%	14,95%	7,50%	12,89%	7,33%
ROE (acumulado)	20,27%	22,45%	26,87%	22,90%	10,69%	19,42%	10,26%
Utilidad por accion	0,34	0,43	0,52	0,42	0,22	0,41	0,24
Liquidez							
Liquidez General	1,56	2,18	2,00	2,01	2,42	2,06	2,59
Prueba Acida	1,07	1,41	1,31	1,37	1,73	1,55	1,93
Capital de Trabajo	10.996,97	18.713,27	23.687,06	28.207,77	34.221,70	32.290,09	40.909,87
Rotación							
Días de Cuentas por Cobrar	74	71	80	82	78	79	78
Días de Cuentas por Pagar	56	86	106	99	70	81	74
Días de Inventarios	74	95	108	94	81	74	103
Ciclo de conversión de efectivo	92	81	81	76	89	72	107
Flujo de Efectivo							
Flujo Operativo	8.523	10.467	14.131	15.481	5.583	17.713	980
Flujo de Inversión	-1.755	-2.292	-5.478	-9.253	-4.788	-8.644	-3.359
Flujo de Financiamiento	-4.346	-6.903	-3.097	-3.805	-	-	4.875
Saldo al inicio del periodo	1.015	3.437	4.708	10.265	12.689	12.689	21.757
Saldo al final del periodo	3.437	4.708	10.265	12.688,62	13.483	21.757	24.253

Fuente: Zaimella del Ecuador S.A. / Elaboración: PCR

Atentamente,



Econ. Santiago Coello
Gerente General
Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.



Econ. Alejandra Rodríguez
Analista