

## Quinto programa de Emisión de Papel Comercial de Zaimella del Ecuador S.A.

Comité No: 055-2020		Fecha de Comité: 30 de marzo de 2020
Informe con Estados Financieros no auditados al 31 de enero de 2020, y con información del instrumento al 29 de febrero de 2020		
		Quito – Ecuador
Juan Sebastián Galarraga	(593) 2333.1573	jgalarraga@ratingspcr.com

Instrumento Calificado	Calificación	Revisión	Resolución SCVS
Quinto Programa de Emisión De Papel Comercial	AAA	Nueva	N/A

### 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 otorgar la calificación de "AAA" al **Quinto Programa de Emisión de Papel Comercial de Zaimella del Ecuador S.A.** La calificación considera el posicionamiento como líder en la venta de pañales al igual que su diversificación en su portafolio de productos, aspectos que le han permitido mantener un sostenido crecimiento en ventas durante el periodo 2015 - 2019, generando flujos suficientes para cubrir sus actividades de inversión y financiamiento. A la fecha de corte, los ingresos se han reducido debido a la coyuntura económica, al igual que por mayores niveles en ventas realizados en diciembre de 2019. Cabe mencionar que el emisor ha sustentado la mayor parte del crecimiento de los activos mediante el uso y fortalecimiento de su patrimonio, razón por la cual presenta fuertes niveles de solvencia. Además, durante los últimos años, la compañía no se ha visto en la necesidad de adquirir deuda financiera. Las proyecciones se muestran adecuadas considerando que los supuestos están acorde a sus históricos.

### 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.
- La variación de los precios 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. 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.
- Concentración por parte de sus mayores proveedores, los cuales son principalmente de 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.

## Instrumento Calificado

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					
<b>Emisor:</b>	Zaimella del Ecuador S.A.				
<b>Monto de la Emisión:</b>	Hasta por US\$ 4.000.000,00				
<b>Unidad Monetaria:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América.				
<b>Características:</b>	<b>Clase</b>	<b>Monto a Emitir</b>	<b>Plazo</b>	<b>Pago de Intereses</b>	<b>Amortización de capital</b>
	A	4.000.000,00	359 días	cupón cero	al vencimiento
<b>Valor Nominal de cada Título</b>	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.				
<b>Contrato de Underwriting:</b>	La presente emisión de obligaciones no contempla contrato de Underwriting para su colocación.				
<b>Rescates anticipados:</b>	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.				
<b>Sistema de Colocación:</b>	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.				
<b>Agente Pagador:</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
<b>Estructurador Financiero</b>	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.				
<b>Representante de los Obligacionistas:</b>	Compañía Molina & Compañía Abogados S.A.				
<b>Destino de los recursos:</b>	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.				
<b>Resguardos de ley:</b>	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.				
<b>Límite de Endeudamiento</b>	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.				
<b>Garantía:</b>	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.				

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

## Resumen Ejecutivo

- Zaimella S.A. es una compañía que se dedica a la fabricación, comercialización, distribución, representación, importación, exportación de productos de uso higiénico. Los ingresos de la compañía provienen 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 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.
- La compañía se ha posicionado como una empresa líder dentro de su segmento debido a la constante innovación y ampliación de su portafolio de productos. Esto hecho ha sustentado un crecimiento continuo en las ventas durante el periodo 2015 - 2019. Sin embargo, a enero de 2020 se observa una contracción interanual en las ventas de 28,00% lo que permitió que totalicen US\$ 6,21 millones. Entre los principales factores que ha afectado a este desempeño se encuentran: una competencia agresiva que obligó a la compañía a reducir sus precios de venta para mantener su posicionamiento, abastecimiento en el mes de diciembre de 2019 por parte de sus proveedores que repercutió en menores ventas a la fecha de corte y el contexto económico vivido actualmente.
- El total de activos de Zaimella del Ecuador S.A. ha presentado una tendencia creciente, con una tasa de variación promedio anual del 18,80% durante el periodo 2015 – 2019. El emisor debido a sus altos niveles de inventario, al igual que por el financiamiento otorgados a sus clientes, se ha caracterizado por poseer una mayor concentración en sus activos corrientes, los mismos que representaron en promedio el 62,47% del total de activos durante los cinco primeros años del periodo de análisis. A enero de 2020, se evidencia una desaceleración en el crecimiento de los activos (6,76% en19), con lo que contabilizaron US\$ 93,45 millones. De este total, el 65,00% se encuentra en activos corrientes y el 35,00% en activos no corrientes.

- Durante los primeros cinco años de análisis, los pasivos se han concentrado principalmente en el corto plazo y han presentado una tendencia creciente, excepto por el 2016 en donde se contrajeron 16,63% producto de la amortización de las obligaciones con el mercado de valores. El emisor ha presentado deuda financiera únicamente durante en el periodo 2015 – 2017. Si bien los pasivos han estado en constante expansión, la mayor parte del financiamiento de los activos proviene del patrimonio y su fortalecimiento, razón por la cual los pasivos han mantenido una baja representatividad (35,46% promedio 2015 – 2019). A la fecha de corte, el total de pasivos contabilizó US\$ 28,99 millones, con lo que representó 31,03% el total de activos.
- La solvencia del emisor, analizada a partir de su evolución patrimonial, presenta un crecimiento promedio anual de 18,94% durante los últimos cinco años. Se destaca el hecho que en el 2018 se registra un incremento en el capital social por US\$ 7,00 millones, 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. La estructura del patrimonio se ha ido modificando a lo largo del periodo de análisis hacia una mayor ponderación de los resultados acumulados.
- En cuanto a las proyecciones, si bien las ventas en el año 2019 crecieron 1,81% y, a enero de 2020 la tendencia es decreciente con 32,48% menos que en enero 2019, las premisas del emisor se encuentran relacionadas a los planes de inversión en propiedad, planta y equipo, al igual que el contexto económico. Tomando en cuenta las proyecciones del años 2020, los ingresos presentaran un decrecimiento anual del 4,09% producto de la coyuntura económica, al igual que por la paralización generada por el coronavirus. Durante los periodos 2021 al 2024 se observa un crecimiento progresivo desde el 2,00% (2021) hasta el 5,00% (2024), los mismo que se consideran adecuados considerando los crecimientos históricos observados. La utilidad presentara un crecimiento anual del 7,77% 2020, para continuar con crecimientos entre 2,13% hasta el 5,75% durante los años 2021 - 2024. Es importante mencionar que el crecimiento de la utilidad se encuentra influenciado por el crecimiento en ingresos y por una mejora en su margen de gastos.
- Durante el año 2020, la empresa tiene previsto colocar únicamente US\$ 2,30 millones en el segundo trimestre (del total de US\$ 7 millones), correspondientes a la emisión de obligaciones y la totalidad del papel comercial en el cuarto trimestres (del total de US\$ 4 millones). El emisor tiene previsto invertir US\$ 11,00 millones durante el transcurso del año, dando cumplimiento al destino de los recursos de la emisión de obligaciones.
- PCR considera que el emisor presenta capacidad de generación de flujos dentro de sus proyecciones y de las condiciones del mercado, derivado de su posición de líder en el mercado, la adecuada administración de capital de trabajo y fuertes niveles de solvencia. Todo ello, permitirían al emisor cumplir en tiempo y forma con las obligaciones tanto con el mercado de valores como con las instituciones financieras en el caso de que adquieran.

Atentamente,



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