

Ecuador  
Obligaciones de corto plazo  
Seguimiento

## Zaimella del Ecuador S.A.

### Calificación

Tipo Instrumento	mar.-22	sep.-22	mar.-23	sep.-23
Primer Programa de Papel Comercial 2022	AAA	AAA	AAA	AAA

Tipo Instrumento	dic.-22	mar.-23	sep.-23
Segundo Programa de Papel Comercial 2022	AAA	AAA	AAA

**Perspectiva:** Estable

### Definición de Calificación:

La 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.

### Resumen Financiero

(USD Millones)	dic./21	dic./22	jul./23
Activos	112.6	122.3	142.3
Ventas	102.3	114.6	66.4
Margen EBITDA (%)	15.67%	15.71%	19.91%
RDE (%) *	12.09%	14.13%	16.44%
Deuda / capitalización (%)	14.88%	14.62%	23.56%
CFD / Deuda Fin CP (X)	0.15	0.50	1.73
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.51	0.94	3.17
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	0.83	0.79	1.19
Deuda Financiera Total Ajustada / FFD (x)	0.93	0.98	1.51

\* Indicador anualizado para jul.-23

### Contactos:

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

Sonia Rodas  
(5932) 226 9767 ext. 111  
srodas@bwratings.com

### Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió **mantener la calificación de “AAA”** para el **Primer y Segundo Programa de Papel Comercial del 2022** de Zaimella del Ecuador S.A. analizados en este estudio. La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de las emisiones calificadas y demás compromisos financieros de la empresa.

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

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

**Generación y márgenes de operación relativamente estables en el tiempo.** La generación operativa del emisor es positiva y se debe en parte al éxito de las estrategias de la empresa en cuanto a la relación precio-calidad de sus productos, la distribución a través de diversos canales, control de gastos y costos, y a la adecuada diversificación por línea de negocio. Esta generación ha sido suficiente para cubrir sus requerimientos de capital de trabajo, inversiones en CAPEX, el pago de dividendos, e inversiones en otras empresas, registrando un flujo de caja libre positivo en la mayor parte de los años analizados.

**Bajo endeudamiento con relación a la generación.** El emisor mantiene niveles bajos de endeudamiento respecto a su generación y cuenta con un respaldo patrimonial importante.

**Sólidos niveles de liquidez.** En general, la liquidez de la Compañía ha sido holgada. La capacidad del emisor de generar flujos de caja libre positivos en entornos recesivos le ha permitido acumular excedentes de caja suficientes para cubrir el monto de deuda proyectada.

**Riesgo catastrófico:** La compañía no cuenta con un seguro que cubra riesgos de incendio y líneas aliadas de su planta industrial. Esto podría generar una exposición financiera significativa en caso de un evento catastrófico. La administración está explorando y negociando actualmente las opciones de cobertura de seguros que mejor se adapten a sus necesidades.

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

**CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS**

A continuación, se presenta un detalle de las emisiones calificadas en este informe.

Primer Programa de Papel Comercial 2022	
Emisor:	Zaimella del Ecuador S.A.
No. De seguimiento	Tercer Seguimiento
No. de Resolución	SCVS-IRG-DRMV-2022-00003699
Fecha de Aprobación SCVS	11-may-22
Monto Programa	8,000,000.00
Monto en circulación	5,139,000.00
Plazo del Programa	hasta 720 días
Plazo máximo del Papel	hasta 359 días
Fecha Vencimiento Programa	30-abr-24
Amortización	Al vencimiento
Cupón de Interés:	Cero cupón
Garantía:	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Agente Pagador :	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador
Calificadora de Riesgo:	BankWatch Ratings S.A.
Estructurador financiero y colocador:	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.
Rep. Obligacionistas:	Molina & Compañía Abogados S.A.
Destino de la Emisión	Capital de trabajo de la compañía emisores, consistente en pago a proveedores y servicios

Segundo Programa de Papel Comercial del 2022	
Emisor:	Zaimella del Ecuador S.A.
No. de seguimiento	Segundo Seguimiento
No. de Resolución	SCVS-IRG-DRMV-2022-00008998
Fecha de Aprobación SCVS	22-dic-22
Monto Programa	8,000,000.00
Monto en circulación	8,000,000.00
Plazo del Programa	hasta 720 días
Plazo máximo del Papel	hasta 359 días
Fecha Vencimiento Programa	11-dic-24
Amortización	Al vencimiento
Cupón de Interés:	Cero cupón
Garantía:	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador
Calificadora de Riesgo:	BankWatch Ratings S.A.
Estructurador Finnciero y colocador	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.
Destino de la Emisión	Capital de trabajo de la compañía emisora, consistente en pago a proveedoresdel exterior y pago a proveedores locales
Rep. Obligacionistas	Molina & Compañía Abogados S.A.

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

de largo plazo seguirán manteniendo las condiciones iniciales de la emisión.

**ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

**Entorno macroeconómico**

El entorno operativo del Ecuador se enfrenta a un escenario complejo, de incertidumbre en el corto y mediano plazo. La situación política que atraviesa el país a raíz de las elecciones adelantadas, y la ola de crímenes que va en aumento influyen en las perspectivas de crecimiento, estabilidad económica e incentivos para inversionistas. Este escenario se presenta después de un 2022, con un crecimiento económico de 2.9% en términos reales, lo cual superó las proyecciones de crecimiento del Banco Central de 2.7%, pero que no logró alcanzar los niveles previos a la pandemia.

Durante 2022 Ecuador accedió a diferentes créditos con entidades internacionales para el financiamiento de proyectos sociales (con CAF<sup>1</sup> y BM<sup>2</sup>) y concretó además líneas de crédito con dos sólidas entidades internacionales (FED y BIS) por USD 1,840 millones, que sirven como líneas de emergencia para requerimientos de liquidez. En septiembre de 2022 se anunció un acuerdo para la reestructuración de la deuda con China (Banco de Desarrollo de China y Banco de Exportaciones e Importaciones de China) de USD 3,227 millones, lo cual representa un ahorro de USD 1,400 millones entre 2022 y 2025. El acuerdo alcanzado contempla una extensión de tres años para el vencimiento, suspensión de las amortizaciones durante seis meses, y reducción de la tasa de interés de la deuda.<sup>3</sup>

El financiamiento del presupuesto 2023, aprobado en noviembre de 2022, incluyó principalmente deuda interna (50.7%), seguido de Multilaterales (40.5%) y Bonos a emitirse en mercados internacionales (7.9%). Además, planteó para 2023 un crecimiento del PIB del 3.1%, con un precio promedio del barril de petróleo de USD 65 y una producción diaria de 514,759 barriles (aproximadamente 5 mil barriles más que el incremento planteado por Petroecuador en 2022<sup>4</sup>), una inflación del 2.55% y un déficit fiscal del 2% del PIB (se previó que los gastos superen a los ingresos en USD 2,630 millones).

A inicios de mayo de este año se firmó un acuerdo de financiamiento con Credit Suisse por la emisión

<sup>1</sup> CAF - <https://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2022/03/ecuador-firma-creditos-con-caf-por-usd-175-millones/>

<sup>2</sup> Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banco-mundial-credito-ecuador-desnutricion/>

<sup>3</sup> Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-acuerdo-deuda-china/>

<sup>4</sup> Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-produccion-petroleo-ecuador-negocios/>

de Bonos Azules en favor de la reserva marina de las Galápagos y conservación del ecosistema marino. La emisión es una estrategia de recompra de parte de la deuda externa, la reduce en 5% a USD 16,685 millones, se compró en USD 0.40 cada dólar de deuda. Este financiamiento permite mejorar la gestión de deuda pública además de impulsar la inversión en sostenibilidad<sup>5</sup>.

Adicionalmente, en el segundo trimestre de 2023 el Banco Mundial aprobó un préstamo para el país por USD 300 millones con tasa de interés variable, periodo de gracia de 3 años y medio y reembolsable en 20 años; el programa es para ampliar un proyecto de financiación con fines productivos para MIPYMES de CFN y con apoyo del sector financiero privado<sup>6</sup>. Sin embargo, el gobierno no considera que este financiamiento será suficiente para afrontar los posibles efectos adversos del fenómeno del niño, por lo que a julio Ecuador ya solicitó una ampliación del cupo disponible en el BID y espera que el Banco Mundial apruebe un crédito adicional por USD 150MM.<sup>7</sup>

Respecto a la recaudación tributaria, el SRI anunció un aumento en la recaudación de enero-agosto del 3.5% frente al mismo periodo de 2022. Esto como resultado de un control más intensificado en el cobro de impuestos como el ISD, que desde el 1 de julio bajó a 3.5% según la propuesta del Gobierno de eliminarlo paulatinamente hasta el final de su mandato, aunque esta iniciativa podría no continuar a futuro debido a las elecciones anticipadas de 2023<sup>8</sup>. Por otro lado, en junio de 2023 entró en vigor la Ley para el Fortalecimiento de la Economía Familiar, que contempla ocho cambios para los contribuyentes respecto principalmente al pago del impuesto a la renta (deducción de gastos y tabla de IR)<sup>9</sup>. Esta ley eliminó y redujo 15 impuestos, sin embargo, esto no afectó a la recaudación<sup>10</sup>.

Por otro lado, el precio del petróleo ha mantenido una tendencia creciente en los últimos meses alcanzando los USD 88.4 luego de mantenerse

estable alrededor de los USD 80 en el primer semestre del año. El FMI en el año 2022 estimaba que el precio del crudo ecuatoriano en 2023 sería de USD 75.3 por barril, y hasta 2027 disminuiría a los USD 63.8, lo que implicaría una reducción de ingresos para el país por este concepto<sup>11</sup>. El FMI destaca que posterior al acuerdo ejecutado, el país es menos dependiente de estos ingresos como un factor que alivia de cierta manera el impacto de la reducción de precios. Además, en 2023 la producción petrolera registra los niveles más bajos desde hace 20 años, debido a la suspensión de exportaciones de petróleo a finales de febrero y por conflictos en zonas de producción petrolera<sup>12</sup>. Es importante destacar que, en la consulta popular del 20 de agosto de 2023, la mayoría del país votó por detener la explotación petrolera en las áreas del campo ITT ubicadas dentro del Parque Nacional de Yasuni<sup>13</sup>. Hasta julio de 2023 el bloque 43 del campo, que debe cesar su producción, reportó más de 52.6 miles de barriles de petróleo diarios. El impacto económico de detener la actividad petrolera en esta zona no está definido claramente, pero las estimaciones por parte de analistas y de Petroecuador oscilan entre USD 148 millones hasta USD 690 millones anuales en promedio y 107mil empleos hasta 2025. Como alternativas para solventar el hueco en los ingresos por la explotación petrolera para las comunidades de la zona se espera invertir y promover actividades turísticas<sup>14</sup>.

La inestabilidad implícita en el comportamiento social y político ha tenido un impacto significativo en la confianza de los mercados, que se refleja en un mayor rendimiento exigido por inversionistas extranjeros. La división e inconformidad de la sociedad fue palpable en los resultados de las elecciones seccionales y la primera vuelta de las presidenciales adelantadas.

La incertidumbre ha mantenido al alza el riesgo país desde inicios de febrero de 2023, luego de la fallida consulta popular convocada por el Ejecutivo. Posterior a los resultados de la primera vuelta de las elecciones presidenciales, el

<sup>5</sup> El Comercio - <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador/canje-deuda-externa-bonos-azules-pondria-soberania-galapagos.html>

<sup>6</sup> Expreso - <https://www.ecuadorenvivo.com/index.php/economia/item/162131-el-banco-mundial-aprueba-credito-de-300-millones-de-dolares-para-ecuador>

<sup>7</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fenomeno-nino-multilaterales-creditos-emergencia/>

<sup>8</sup> Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/impuesto-salida-divisas-reduccion-julio/>

<sup>9</sup> Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/reforma-tributaria-impuesto-renta-pronosticos-deportivos/>

<sup>10</sup> <https://www.ecuavisa.com/noticias/economia/recaudacion-tributaria-incremento-enero-agosto-2023-AN5953367>

<sup>11</sup> Primicias: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fmi-caida-precio-petroleo-ecuador/>

<sup>12</sup> Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-fuerza-mayor-operacion/> y <https://www.primicias.ec/noticias/economia/por-conflictos-produccion-petrolera-cae-a-su-minimo-en-20-anos/>

<sup>13</sup> Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/orellana-sucumbios-consulta-itt-yasuni/>

<sup>14</sup> Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/orellana-sucumbios-consulta-itt-yasuni/> y <https://www.primicias.ec/noticias/economia/consulta-itt-petroleo-empleo-desempleo/>

indicador registra una pequeña mejora, pero se mantiene superior a los 1700 puntos (1,750 al 21 de agosto).

Por otro lado, la calificación de riesgo crediticio de largo plazo del país otorgada por Fitch Ratings fue reducida de B- a CCC+ en agosto de 2023. Esta modificación viene impulsada por la complejidad e incertidumbre del entorno operativo, lo cual incluye una perspectiva de deterioro en las finanzas públicas, presionadas por el resultado de la consulta sobre el Yasuní y las expectativas de mayor gasto fiscal. Esta acción de calificación incorpora el deterioro en la capacidad y alto costo de endeudamiento del país tanto de fuentes internas como externas y la dificultad de acceder a un nuevo acuerdo con el FMI, lo cual limitaría el financiamiento por ese lado. La calificadora considera también que el riesgo político y de gobernabilidad se mantendrán elevados durante los próximos 18 meses. Considerando lo expuesto la expectativa de crecimiento para el Ecuador durante el 2023, es de 1.5%<sup>15</sup> según el BCE con información a septiembre 2023.

Por otro lado, FITCH concuerda con otros analistas que las alternativas de financiamiento para el país provendrán de multilaterales, deuda interna y de la reducción de los depósitos en el Banco Central. Se considera que el país tendrá capacidad de honrar sus obligaciones en 2023 y 2024, pero que esta capacidad se ajustará en 2025 con las obligaciones al FMI y en el 2026 con los intereses de los bonos de deuda externa. En todo caso, el entorno operativo estará afectado por una contracción de liquidez la misma que ya se ha evidenciado desde este año.

### Cifras económicas y perspectivas

El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó un crecimiento del PIB de 2022 de 2.9%<sup>16</sup> frente al año precedente, porcentaje que incorpora el impacto negativo del paro nacional, sobre la economía del país. Las previsiones revisadas del BCE para 2023 consideran un crecimiento de 2.6%, porcentaje más conservador que el 3.1% planteado originalmente<sup>17</sup>. En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento real y esperado de las principales variables macroeconómicas, tomados de las cuentas trimestrales y previsiones del BCE.

Indicador	2022	2023 (p)	2022. IT	2023.IT
Producto Interno Bruto (PIB)	2.95%	1.50%	3.39%	0.69%
Exportaciones	2.54%	1.70%	-0.16%	0.44%
Importaciones	4.49%	2.60%	8.69%	-1.31%
Consumo final Gobierno	4.46%	0.60%	6.16%	0.54%
Consumo final Hogares	4.59%	2.80%	6.65%	1.57%
Formación Bruta de Capital Fijo	2.52%	-0.10%	3.07%	-5.24%

Fuente: BCE

Elaboración: BWR

Las principales industrias por su aporte al valor agregado en 2022 fueron: manufactura, comercio, enseñanza y servicios sociales y de salud, petróleo y minas y agricultura. En conjunto, el crecimiento de estos sectores respecto a 2021 fue del 1.79%.

Los primeros días de junio el Banco Mundial ajustó la perspectiva de crecimiento para el país en 2023 de 3% a 2.6%. Los factores de riesgo para el crecimiento que señala la entidad a nivel regional son las tensiones financieras en mercados emergentes y en desarrollo por altas tasas de interés a nivel mundial. La inestabilidad política y el acceso limitado a capital internacional y financiamiento a altos costos por riesgo país son factores que afectan además a las perspectivas económicas<sup>18</sup> según Banco Mundial. Por otro lado, En Agosto la CAF elevó su proyección de crecimiento para Ecuador al 2.3% (2% en su informe de abril)<sup>19</sup>.

A continuación, se muestra la evolución de la Reserva Internacional manejada por el Banco Central del Ecuador, según la política del gobierno de turno. Podemos mencionar que las reservas actualmente presentan niveles superiores a los observados antes de la pandemia, luego de hacer los pagos que corresponden y a pesar de la coyuntura económica desfavorable de los últimos años.



Fuente: BCE

Elaboración: BWR

Por otro lado, los candidatos presidenciales han mencionado su intención de usar parte de estas reservas para diversos objetivos. Por un lado, la

<sup>15</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-crecimiento-pib-banco-central/>

<sup>16</sup> BCE - Información estadística mensual No.2058

<sup>17</sup> Previsiones macroeconómicas del BCE descargadas a abril de 2023.

<sup>18</sup> Expreso - <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/banco-mundial-proyecta-menor-crecimiento-economico-ecuador-2023-162879.html>

<sup>19</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/cepal-ecuador-america-latina/>

candidata del Movimiento Revolución ciudadana dijo en declaraciones que existe un excedente de USD 6,900MM<sup>20</sup> y de este se usarían USD 2,500MM en gasto público<sup>21</sup>. Por otro lado, el candidato del movimiento Acción Democrática Nacional, tiene una posición más conservadora y ajustada a los criterios de economistas expertos que consideran que se podrían gastar hasta USD 1.500 millones para enfrentar el fenómeno del niño<sup>22</sup>, sin afectar al encaje bancario y a los depositantes.

Es importante destacar que la ONU estima un 80% de probabilidad que el fenómeno de El Niño empiece entre julio y septiembre de 2023. Por otra parte, El INOCAR (Instituto Oceanográfico y Antártico de la Armada) en agosto informó que existe una probabilidad del 99% de ocurrencia de este fenómeno entre septiembre y diciembre con intensidad moderada. El impacto para Ecuador prevé pérdidas a nivel agrícola en varios cultivos como arroz, caña, cacao, plátano entre otros. Las fuertes lluvias del invierno en la costa han afectado en USD 200 millones, y la Cámara de Agricultura estima que el Niño provocará pérdidas por más de USD 500 millones, con más impacto en el arroz. Se están evaluando planes de contingencia y asistencia a los agricultores para reducir la proporción de la afectación como por ejemplo un bono para pérdidas a pequeños agricultores<sup>23</sup>. Los daños registrados y la expectativa de pérdidas a nivel nacional en el corto y mediano plazo tienen impactos significativos en los precios de varios productos de la canasta básica. Por este motivo se esperaría que los niveles de inflación sean superiores a los pronosticados, y que no disminuyan mientras los fenómenos meteorológicos extremos no cesen. Ante la emergencia provocada por el fenómeno, la FAO ha presupuestado un apoyo por USD 36.9 millones para las comunidades vulnerables que se verán afectadas; este apoyo comprende a varios países dentro de los cuales participa Ecuador. La organización destinará estos fondos para familias rurales vulnerables y además financiará capacitaciones para gestión de recursos hídricos, protección de ganado, pesca artesanal y cultivos, además de incentivar a los gobiernos a proveer de semillas resistentes a sequías y tomar medidas para proteger la seguridad alimentaria<sup>24</sup>.

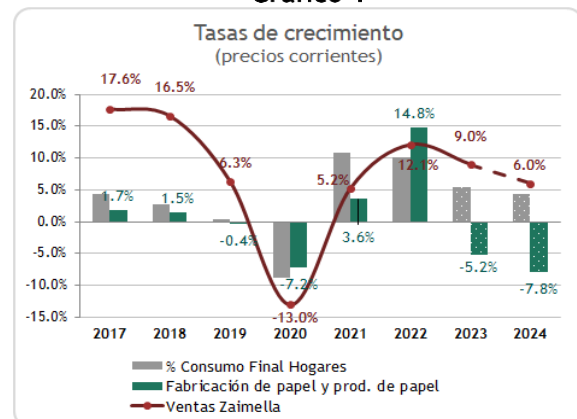
### Análisis de la industria

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

Según las últimas estimaciones del BCE, en 2022 tanto la industria fabricación de papel y productos de papel como el sector manufacturero a nivel general, habrían logrado un crecimiento de 14.8% y 8.3% respectivamente. Sin embargo, para 2023 se esperaría una contracción de 5.2% en la industria de fabricación de papel y productos de papel, mientras que en la industria manufacturera (excepto refinación de petróleo) sí se alcanzaría un crecimiento de 3.8%.

El sector mantiene una correlación positiva frente al PIB y particularmente con el consumo de hogares.

**Gráfico 1**



Fuente: BCE. Elaboración: BWR.

Nota: 2023-2024 corresponde a previsiones del BCE y proyecciones de la empresa.

<sup>20</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/elecciones-presidenciales-2023/luisa-gonzalez-fondos-reserva-internacional/>

<sup>21</sup> <https://www.lahora.com.ec/pais/luisa-gonzalez-si-llega-presidencia-utilizara-2-500-millones-reservas-banco-central-gasto-publico/>

<sup>22</sup> <https://www.lahora.com.ec/pais/frena-tendencia-baja-riesgo-pais-declaraciones-noboa-reservas-internacionales/>

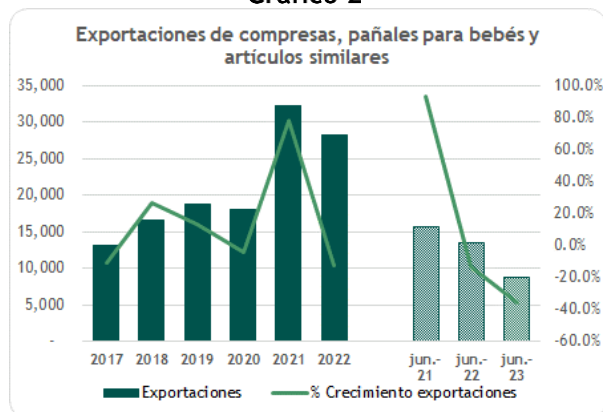
<sup>23</sup> Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fenomeno-nino-agricultores-perdidas/>

<sup>24</sup> Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fao-apoyo-fenomeno-nino-ecuador/>

Las exportaciones de pañales y artículos similares entre 2017 y 2020 alcanzaron USD 16.64 millones en promedio anual, mostrando una tendencia creciente, que llegó a su pico en 2021, con un crecimiento extraordinario de 78%, luego de superar los problemas logísticos y de demanda después de la pandemia. El año 2022 estas exportaciones llegan a USD 28.2MM, disminuyeron en -13%, pero fueron superiores a las del 2020.

A junio-2023 se registran exportaciones de pañales para bebé y artículos similares, por un monto total de USD 8.71MM. Los principales países de destino son Colombia, Perú y Bolivia, que abarcan más del 69% de exportaciones. En el primer semestre de 2023 se advierte una drástica reducción de 36% respecto del mismo período del año anterior, la exportación a Brasil no se registra en este semestre.

**Gráfico 2**



Fuente: BCE. Elaboración: BWR.

Por otro lado, las importaciones de este tipo de productos entre 2017 y 2021 llegaron a un valor promedio de USD 36.8MM. Conforme la industria ecuatoriana gana participación frente a las marcas internacionales, las importaciones presentan una tendencia a decrecer en el tiempo. Sin embargo, en 2022 las importaciones alcanzaron un valor de USD 51.8MM, con un crecimiento de 34% anual. Se destaca que este incremento conlleva un efecto precio observado durante ese año.

A junio-2023 en valor las importaciones se reducen 12% en comparación con el mismo período del año anterior, mientras que en volumen lo hicieron en 13.3%, el principal proveedor es Colombia con más del 87% de las importaciones de estos productos.

El mercado de pañales para bebé en el Ecuador es maduro, aunque todavía crece a un ritmo mayor al de la población, ya que los hábitos de uso han permitido una ampliación de las ventas. Según las últimas cifras disponibles sobre de la proyección poblacional del Ecuador publicados por el INEC, para el año 2020 el 7.6% de la población ecuatoriana habría estado en edades entre 0 y 3

años (1.32 millones); el grupo ha caído en 0.24% en la última década.

Por su parte, el mercado de pañales de adulto mayor ha crecido en los últimos años en un porcentaje superior que los pañales de bebé por el aumento de la población de tercera edad, y la tendencia de uso de estos para manejar problemas de incontinencia. El INEC considera que el 7.5% (1.31 millones) de la población habría estado en edades comprendidas entre 65 años y más para 2020; este grupo poblacional registra un crecimiento promedio de 2.88% anual en diez años.

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

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

**PERFIL DE LA COMPAÑÍA**

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

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

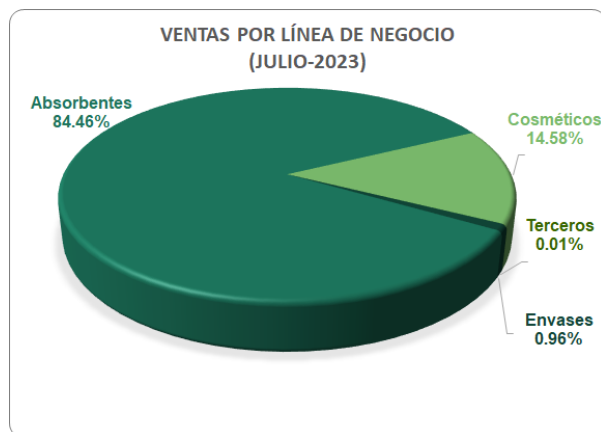
Dentro de la estructura departamental del emisor, colaboran 534 personas entre directivos, administrativos, técnicos y operarios. El emisor no ha tenido problemas laborales ni posee sindicato.

Su planta de producción cuenta con una capacidad instalada para producir 284 millones de unidades de productos (44.5% absorbentes y 0.4% cosmética, toallas húmedas 55.1%). La utilización a julio-2023 es del 46% de la capacidad instalada.

La planta de producción y oficinas administrativas se encuentran ubicadas en Amaguaña, y cuenta con la presencia de sus productos en todas las provincias del país.

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

**Gráfico 3**



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.

La línea de absorbentes, que se refiere a pañales (bebés y adultos), toallas sanitarias y absorbentes para mascotas, constituye el negocio más importante para el emisor; durante los últimos 5 años su participación promedio fue de 81.0% de sus ventas. Dentro de esta línea de negocio, los pañales son el producto estrella, abarcando a la fecha de corte el 96.5% de las ventas. Los pañales de bebé son el negocio principal y más antiguo de la Compañía y representan el 63.48% del total de ingresos de la línea absorbentes.

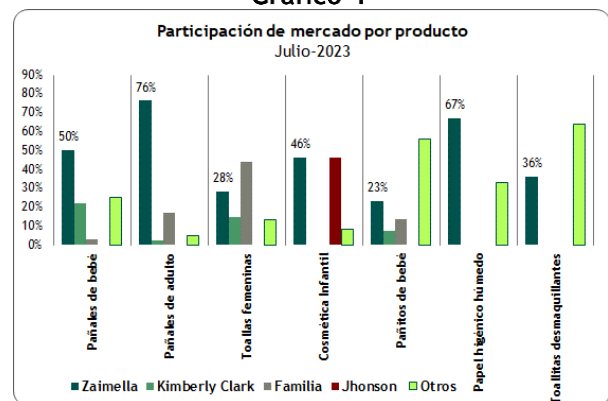
Le sigue en representatividad de ventas la línea de cosmética, que incluye productos de higiene personal, toallas húmedas, protección antibacterial y mascarillas. Cosméticos cuenta con una participación promedio de 14.6% sobre las ventas totales en los últimos 5 años. Los paños húmedos son el principal generador de ingresos de la división, con una participación de 59.5%. En los años anteriores fue significativa la participación de mascarillas y protección antibacterial dentro de la línea de cosméticos, cuya comercialización inició en mayo 2020. Estos productos han bajado su participación de acuerdo con lo previsto por la disminución de las restricciones por COVID, y a la fecha de corte constituyen el 3.2% de esta línea a julio 2023 (8.6% julio 2022)

Actualmente cinco compañías controlan la totalidad del mercado de pañales para bebé en el Ecuador y las dos principales poseen el 72.0% del

mismo. Zaimella se destaca como líder de mercado en este segmento con el 50.3% de las ventas. De igual manera, en el segmento de pañales para adultos, Zaimella es el participante principal con la venta de sus productos Prudential, con una participación de 76%, y en cosmética infantil su participación es del 46%. Estas participaciones se han mantenido en el tiempo.

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

**Gráfico 4**



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.

Además de ser líder en el mercado local, Zaimella cuenta con una fortaleza por sus ventas a otros destinos. Históricamente, las ventas locales han representado cerca del 85% y las exportaciones el 15% de sus ventas. A julio-2023 el 14% de sus ventas corresponde a exportaciones. Sus principales destinos son: Perú (35%), República Dominicana (25%), Panamá (10.56%) y Colombia (11.3%).

Los canales de distribución que utiliza localmente son distribuidores mayoristas, autoservicios y farmacias, y cuenta con contratos con *pañaleras*, que son almacenes franquiciados especializados en la comercialización al por menor de productos de higiene y cuidado personal.

Los principales clientes de la Compañía son empresas bien posicionadas en sus nichos de mercado y conocidas en el medio, que distribuyen a distintos locales o son autoservicios grandes. A julio-2023, los 10 principales clientes representan el 82% de los ingresos, el cliente con mayor participación sobre ventas concentra el 19%. Debido a que sus productos son de uso masivo no se aprecian riesgos de concentración considerando al cliente final.

**ESTRUCTURA DEL GRUPO**

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

Las empresas relacionadas por sus accionistas mantienen una importante presencia internacional sus plantas de producción están en Ecuador y cuenta con oficinas comerciales en Perú, Venezuela y República Dominicana, y con distribuidores en seis países de Latinoamérica.

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

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

A la fecha de corte, las inversiones en acciones de Zaimella del Ecuador S.A. representan 4.9% del activo total.

**ACCIONISTAS Y SOPORTE**

A julio-2023, el patrimonio de Zaimella del Ecuador S.A. es de USD 87.6MM, monto del cual el 34.9% corresponde a capital social.

Las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

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

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

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

En 2021 se distribuyeron como dividendos USD 11MM correspondientes a utilidades acumuladas de 2017 y 2018. Para 2022 el valor de dividendos pagados fue de USD 4MM.

En septiembre-2022 se realizó un cambio accionario, mediante el cual Gian Carlo di Mella cedió la totalidad de sus acciones (3.01%) a la empresa ecuatoriana de su propiedad, Stratella

S.A.S. Por otro lado, el 14 de diciembre de 2022 los accionistas Eduardo Farraye, Eduardo Farraye, Javier Farraye y Gabriel Farraye cedieron la totalidad de sus acciones (9.03%) a la empresa ecuatoriana Hemaja Investments S.A.S.

**ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO**

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

La administración de la Compañía está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante. El Directorio mantiene parte de sus miembros independientes, lo cual favorece la objetividad en el seguimiento administrativo y la toma de decisiones. En cuanto a los órganos de fiscalización y control, cuentan con un Comisario Principal y un Comisario Suplente. Estos vigilan las operaciones sociales y son independientes de la Administración.

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

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

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

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

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

La estrategia de la Compañía se enfoca en el posicionamiento, la oferta y desarrollo de productos de conveniencia (la mejor relación entre calidad y precio) para el mercado latinoamericano. Para ello, el emisor ha



mantenido una constante actualización tecnológica de su planta y de sus procesos, robustece sus metodologías y sistemas para poder ser más competitivos, mejorar constantemente sus productos y desarrollar nuevos productos. Además, los accionistas han ampliado el negocio a través de otras empresas relacionadas en Latinoamérica y Estados Unidos.

Actualmente Zaimella no cuenta con una póliza de seguro de todo riesgo para cubrir la infraestructura y otros riesgos relacionados a la planta de producción y oficinas administrativas, mantiene únicamente pólizas de transporte y vehículos. El riesgo de un siniestro catastrófico o de incendio es de baja probabilidad de ocurrencia, pero en caso de darse su impacto puede ser elevado. A manera de mitigante, la empresa actualmente cuenta con un *Plan de Contingencias para el Control de Emergencias* para controlar el riesgo de incendios y minimizar posibles impactos de este siniestro.

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

Es importante destacar que, si bien el riesgo de incendio se mitiga parcialmente con el sistema con el que Zaimella cuenta, el riesgo catastrófico persiste. Por la baja recurrencia de este tipo de siniestros y el corto plazo de la emisión, al momento no tiene un impacto en la calificación. De acuerdo con la administración, el emisor ha tomado la decisión de contratar una póliza de seguro todo riesgo. La Administración indica que se encuentra buscando alternativas para cubrir este riesgo en los próximos meses, aunque la coyuntura del mercado internacional de reaseguros ha dificultado dicha gestión. Nos mantenemos al pendiente de dicha contratación en los siguientes seguimientos.

**PERFIL FINANCIERO**

**Presentación de Cuentas**

Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros de Zaimella del Ecuador S.A. de 2018, 2019 y 2020 auditados por la firma

PricewaterhouseCoopers del Ecuador, del año 2021 auditados por KPMG del Ecuador y del año 2022 por la empresa auditora BDO Ecuador. Estos son presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y no presentan observaciones ni salvedades.

Adicionalmente se han analizado los estados financieros directos individuales a julio-2023.

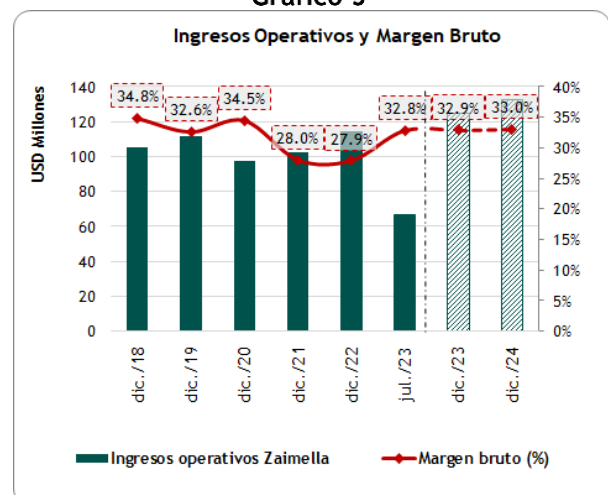
Hemos recibido por parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para los periodos 2023 y 2024. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

**Gestión Operativa y Tendencias**

Zaimella es una empresa que históricamente ha mostrado una generación operativa positiva y un margen operativo relativamente estable. Esto lo ha conseguido gracias a sus estrategias comerciales, posicionamiento de mercado, diversificación de su mercado por las exportaciones y la variedad de productos de calidad a precios convenientes.

Las ventas de Zaimella han presentado un crecimiento sostenido, con excepción de 2020, primer año de pandemia. Es importante destacar que desde 2021 se presentó un incremento considerable en el precio de la materia prima, que conllevó a un crecimiento en ventas por efecto de costos, que fueron parcialmente transferidos al precio final, además la empresa incrementó el volumen de ventas.

**Gráfico 5**



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

En 2021 las ventas se incrementaron en 5.2% y en 2022 lo hicieron en un 12.06%, principalmente por el traslado parcial de los costos a los precios de venta al público. A la fecha de corte las ventas de

Zaimella presentan un crecimiento interanual de 6.36%.

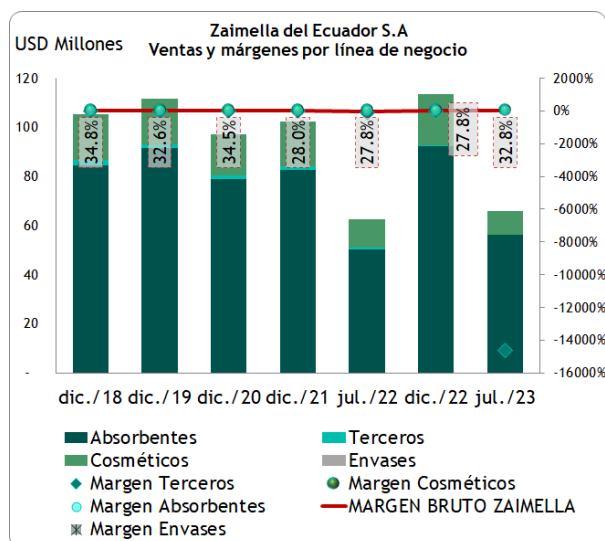
La compañía ha ajustado las proyecciones presentadas de 2023 y 2024 con respecto a las presentadas en el último seguimiento. Estas consideran el panorama actual del país, la estabilización del precio a la baja de parte de sus materias primas, la presión por parte de competidores y el hecho de que gran parte del portafolio de productos de la empresa es de primera necesidad y con productos sustitutos limitados.

Considerando el crecimiento alcanzado a julio y los supuestos de las proyecciones de la empresa BWR ha sensibilizado el crecimiento para el año 2023, a niveles de 9% y de 6% para el año 2024.

Durante 2021 se evidenció una contracción del margen bruto, por el incremento en precios de materias primas, fenómeno que persistió en 2022 aunque con una leve mejora debido a estrategias comerciales de ajuste de precios.

A la fecha de corte los costos de la materia prima se han estabilizado y se aprecia una recuperación del margen bruto gracias a mayores ingresos por ventas y al efecto del ajuste en precios realizado en el período anterior. El menor costo de dos de sus materias primas y la estrategia comercial de Zaimella se refleja en el crecimiento del margen bruto y nuestra proyección considera, de forma conservadora, que se mantenga hasta final del año en un porcentaje similar, aunque el emisor considera que es probable que siga mejorando en los últimos meses del año.

**Gráfico 6**



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.

La división de absorbentes aporta con mayor volumen de facturación, pero los mayores

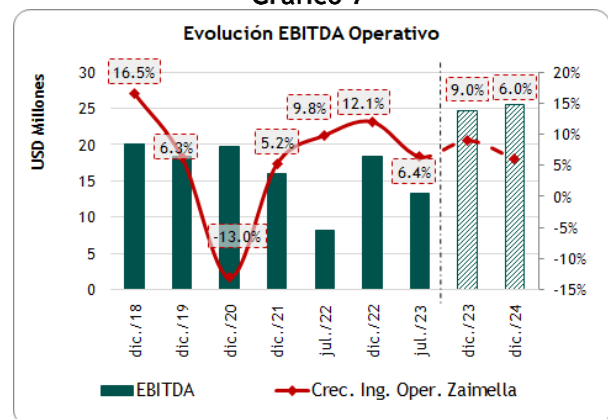
márgenes porcentuales provienen de la venta de productos cosméticos.

La Administración considera que el gasto operacional es controlado y se encuentra acorde con sus estrategias de ventas pues existen periodos con mayor gasto de comercialización debido a campañas de publicidad e incentivos a sus canales de distribución.

En 2022 su gasto operativo anual mostró un crecimiento de 12.4%, acompañando al crecimiento en ventas, a pesar de lo cual este incremento fue menor al proyectado para ese año. A la fecha de corte, se evidencia un crecimiento interanual de 8.61%, principalmente por el incremento de provisiones para gastos de participación de trabajadores en las utilidades, regalías y gastos administrativos.

Las proyecciones apuntan a un incremento del gasto operativo del 16% en 2023 y 8.8% en 2024. La administración indica que el crecimiento previsto de 2023 se debe a contrataciones puntuales de asesoría para cumplir con planes de expansión de la empresa.

**Gráfico 7**



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

El EBITDA operativo en 2021 se contrajo en 19% por la reducción del margen bruto, mientras que en 2022 este indicador se recuperó en 14.07% respecto a 2021. Esto se dio gracias al mayor dinamismo de las ventas, el incremento de precios y la consecuente mayor absorción de los gastos operativos.

A julio 2023 el EBITDA presenta un crecimiento de 63% respecto al mismo período del año anterior, por el incremento del margen bruto, y la mayor generación de ingresos que absorben con amplitud el aumento del gasto operacional.

Para el cierre del presente año y para el 2024 se espera que el indicador llegue al valor más alto de los últimos cinco años impulsado por mayores ingresos operativos y una recuperación del margen

bruto hacia niveles cercanos a los que manejaba antes de la pandemia del COVID-19. La proyección del emisor es más optimista en función de un mayor crecimiento de las ventas y mayor eficiencia esperada de sus gastos operativos.

Por otra parte, el ROA y ROE a la fecha de corte son de 10.65% y 14.44% respectivamente. En ambos casos, los indicadores son mayores respecto a julio-2022, y reflejan una rentabilidad adecuada. Los indicadores proyectados para el año 2023 y 2024 se mantienen en niveles similares.

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

A la fecha de corte, los activos de la empresa (USD 142.3MM) son en su mayoría de naturaleza operativa. En función de su clasificación contable el 67.4% tendría una recuperación esperada de un año o menos, por lo que podrían ser liquidados en el corto plazo. El 31% corresponde a fondos disponibles e inversiones de corto plazo. Los inventarios reducen la participación a 11.1% a la fecha de corte, el stock de inventarios ha ido regularizándose y han llegado a niveles promedio de años anteriores, luego del crecimiento extraordinario preventivo realizado por problemas de la crisis de la cadena logística y alza de precios de materia prima durante 2022.

ACTIVOS	dic./19	dic./20	dic./21	jul./22	dic./22	jul./23
Total Activo Corriente	65.0%	66.3%	60.3%	63.6%	60.6%	67.4%
Fondos Disponibles	22.5%	27.0%	15.0%	11.7%	14.0%	30.8%
CxC Comerciales	25.5%	21.0%	20.6%	20.0%	22.3%	20.1%
Inventarios Neto	15.9%	15.1%	17.7%	24.5%	19.0%	11.1%
Gastos anticipados	1.1%	3.2%	6.9%	7.5%	5.4%	5.3%
Total Activo No Corriente	35.0%	33.7%	39.7%	36.4%	39.4%	32.6%
Propiedad, planta y equipo	34.7%	33.4%	37.0%	32.1%	34.5%	27.1%
Propiedades de inversión	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Activos Intangibles y Diferidos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Otros activos	0.3%	0.3%	0.3%	0.7%	0.4%	0.6%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

PASIVO Y PATRIMONIO	dic./19	dic./20	dic./21	jul./22	dic./22	jul./23
Total Pasivo Corriente	31.6%	26.4%	29.4%	36.7%	29.1%	31.7%
Deuda Financiera CP	0.0%	3.9%	11.3%	9.6%	11.7%	14.8%
Deuda Comercial	18.9%	16.5%	13.0%	19.1%	12.4%	9.5%
Otros Pasivos CP	12.8%	5.9%	5.0%	8.1%	5.0%	7.4%
Total Pasivo LP	2.0%	2.4%	3.2%	3.4%	2.4%	6.7%
Deuda Financiera LP	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%
Otros pasivos LP	2.0%	2.1%	3.2%	3.4%	2.4%	3.0%
<b>PATRIMONIO</b>	<b>66.4%</b>	<b>71.3%</b>	<b>67.5%</b>	<b>59.9%</b>	<b>68.5%</b>	<b>61.6%</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.

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

### Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

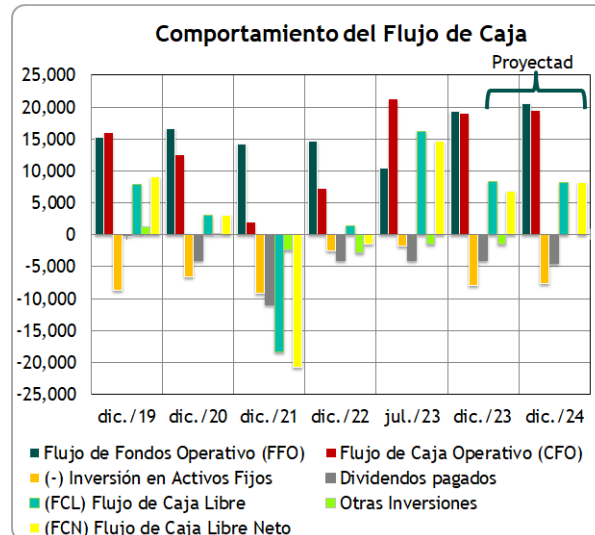
En los años analizados, la empresa ha logrado una generación operativa sólida que le ha permitido cubrir sus requerimientos de capital de trabajo e inversión sin necesidad de recurrir a

endeudamiento financiero. Ha presentado flexibilidad financiera a lo largo del tiempo y sus inversiones han sido adecuadamente planificadas y ejecutadas de acorde con planes de crecimiento y participación de mercado. El *flujo de caja operativo* (CFO) ha sido históricamente holgado puesto que el crecimiento normalmente no ha implicado requerimientos significativos de capital de trabajo para la Compañía.

En dic-2022, tanto el FFO (*flujo de fondos operativo*) como el CFO se mantuvieron positivos y mayores al año previo. A julio-2023 se mantiene la misma tendencia positiva para el FFO y el CFO. El CFO se beneficia de la liberación de capital de trabajo generada por la disminución del stock de inventarios y el aumento estacional de gastos acumulados por pagar, entre los que se encuentran provisiones de gastos comerciales, de regalías asesorías y otros de honorarios y gastos de operación.

Esperamos que la tendencia de generación durante 2023 y 2024 se mantenga positiva como en años anteriores, gracias a los menores requerimientos de capital de trabajo previstos en 2023 y 2024.

**Gráfico 8**



Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.

Nota: Proyecciones ajustadas por BWR.

Históricamente los días de cobro se han ubicado cerca de los 83 a 85 días en promedio. No obstante, en los últimos meses se incrementan llegando a julio-2023 a 90.63 días de cuentas por cobrar, principalmente por las ventas al exterior. El emisor no prevé cambios en la política de cuentas por cobrar, por lo tanto, se espera que a finales de 2023 y 2024 se mantengan alrededor de 90 días.

Con respecto a las cuentas por pagar, el año 2022 cerró en 65.7 días debido al alto abastecimiento

de inventarios fue a mediados del año y las cuentas por pagar se diluyeron a mayor ritmo que el inventario. Las condiciones que manejan con proveedores no han variado por lo que se espera que los días se mantengan alrededor de los 72 y 75 días para 2023 y 2024, acorde al rango histórico.

En relación con el nivel de inventario, se espera que este cubra al menos 100 días de ventas, aunque en los últimos cinco años se ha ubicado en promedio en 92 días. En el año 2022 se mantuvo un mayor stock para resguardar su materia prima (100.5 días). A julio 2023, como parte del proceso de optimizar el manejo de los días de inventario, se registra 74.7 días y para los años 2023 y 2024 estimamos que estarían alrededor de 90 días.

El pago de dividendos a los accionistas ha sido conservador en los años analizados, por lo que la Compañía mantiene un patrimonio tangible<sup>25</sup> sólido y un bajo nivel de endeudamiento. Si bien la empresa no cuenta con una política formal de distribución de dividendos, la Junta General de Accionistas aprobó el pago de USD 4MM en 2022. Para los años subsecuentes se espera un nivel similar de dividendos.

Por su parte, las inversiones de capital (CAPEX), en 2022 alcanzaron USD 5MM y con corte a julio-2023, estas registran un valor de USD 1,697M. Según las proyecciones actualizadas por parte de Zaimella, a finales de año se espera alcanzar USD 7.98MM y USD 7.7MM en 2024. Estas corresponden a la adquisición de maquinaria, construcciones e inversiones para incrementar su capacidad instalada y productividad. Parte de las inversiones en CAPEX de 2023 y 2024 corresponden a maquinarias de pañales para adulto, que estaba prevista en 2022, cuando se realizó un anticipo, la diferencia será pagada en este año. La inversión para el año 2023 corresponde a maquinaria de pañales de otros segmentos.

El flujo de caja libre a julio-2023, antes de inversiones en otros negocios, es de USD 16.21MM. En 2022 el emisor invirtió USD 2.8MM en la compra de participación minoritaria de una empresa norteamericana que permitirá concretar sus planes de crecimiento y posicionamiento en el mercado estadounidense, mientras que en 2023 se invirtió USD 1.5MM en acciones de otra empresa peruana.

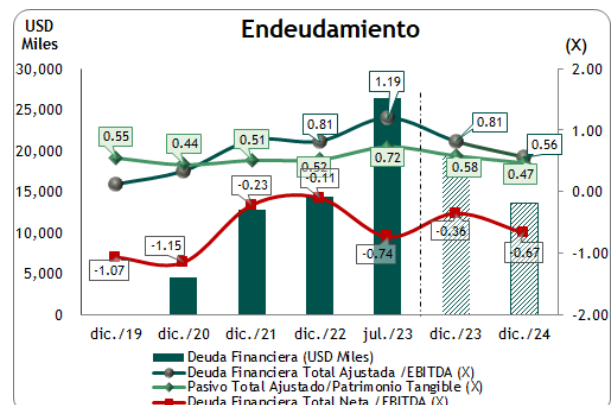
A mediano plazo se espera realizar inversiones en el exterior que permitirían a Zaimella seguir expandiendo su mercado en la zona de Centroamérica principalmente. Sin embargo, al

momento no se han concretado aún estas operaciones.

Se espera que para 2023 y 2024 el emisor mantenga flujos operativos positivos y suficientes para cubrir sus inversiones proyectadas y dividendos. Los planes de expansión internacional que mantiene la empresa requieren financiamiento externo o la utilización de los excedentes de liquidez que mantiene. Por este motivo se incrementó la deuda en este año, no obstante, la empresa desistió de la inversión que estaba en proceso, por lo que luego de la fecha de corte de este informe ha cancelado parte de la deuda financiera contratada y mantiene un importante monto de liquidez disponible.

De acuerdo con las proyecciones ajustadas por la calificadora, la deuda financiera a finales de 2023 llegaría a USD 19.4MM, un incremento de USD 5.13MM frente 2022. En contraste, en 2024 se contempla una reducción de la deuda de alrededor de USD 5.9MM. A la fecha de corte el 90% de la deuda contratada está en el corto plazo.

**Gráfico 9**



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

El indicador de Deuda Financiera Ajustada / EBITDA ha sido históricamente menor a uno, lo que refleja una amplia flexibilidad financiera, consistente con la calificación asignada. En 2022 el mismo fue de 0.81 veces; a la fecha de corte, por el incremento de deuda mencionado, este indicador se ubica en 1.19 veces. Para los años 2023 y 2024 se estima que el indicador de deuda se mantenga en 0.81 y 0.56 respectivamente, que reflejan un bajo endeudamiento.

Por otro lado, se resalta que a la fecha de corte la empresa mantiene importantes excedentes en fondos disponibles, que superan al monto total de las obligaciones financieras y que, al considerar la

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

<sup>25</sup> El patrimonio tangible se calcula restando del patrimonio los activos intangibles, diferidos, y aquellos que no se relacionan a la gestión comercial del negocio y cuya

deuda neta de fondos disponibles el indicador anterior es negativo en julio 2023 (-0.74) y se mantendría así en 2023 (-0.36) y 2024 (-0.67), lo que significaría que la caja es suficiente para cubrir la totalidad de la deuda.

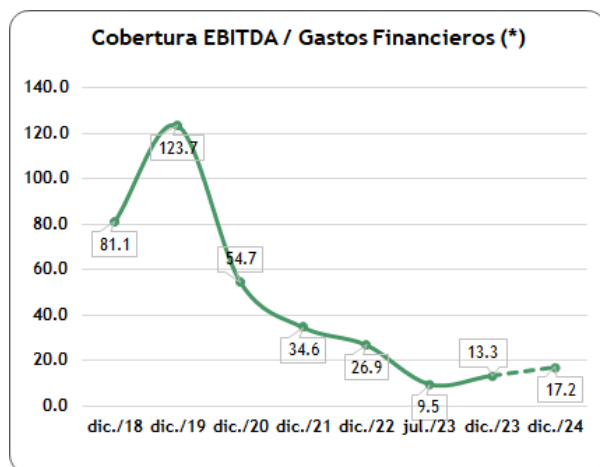
La fuerte generación y alta flexibilidad financiera del emisor le permite mitigar los riesgos del sector y de la economía en general.

**Capacidad de Pago y Liquidez**

Históricamente el gasto financiero de la empresa con relación al EBITDA no es significativo, lo cual refleja la alta flexibilidad financiera por parte de la empresa.

El EBITDA en los últimos años ha cubierto ampliamente al gasto financiero (26.9 veces en 2022 y 9.5 veces en julio-2023). Para los próximos años esperamos que esta cobertura se mantenga holgada. Si bien sería menor a sus históricos por financiamiento que la empresa ha asumido, sigue siendo sólida, a lo que se suma el amplio nivel de fondos disponibles que mantiene el emisor.

**Gráfico 10**



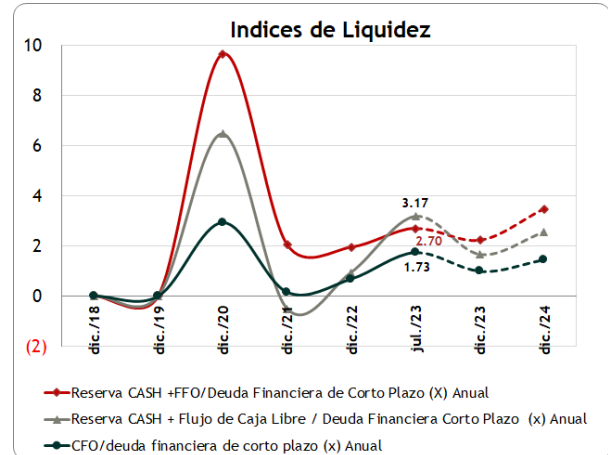
Fuente: Zaimella S.A. Elaboración: BWR.  
Nota: Proyecciones ajustadas por BWR.

Con corte julio-2023, Zaimella mantiene fondos disponibles por USD 43.78MM. La Compañía requiere una caja mensual de aproximadamente USD 5MM para su operatividad normal, pero proyecta mantener excedentes en los próximos años como estrategia defensiva antes los riesgos del entorno y también para el aprovechamiento de oportunidades de expansión internacional.

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

Por último, la Compañía mantiene líneas de crédito no utilizadas con las principales entidades bancarias del país.

**Gráfico 11**



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

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

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

Fecha de corte	jul./23
Activo Ajustado (USD M)	131,455
Activo Total (USD M)	142,273

julio/23				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acumulado (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	7,019	7,019	18.73
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	7,019	18.73
3era	Deuda sin garantía específica de balance	47,678	54,697	2.40
<b>TOTAL</b>		<b>54,697</b>	<b>54,697</b>	<b>2.40</b>

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 2.40 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

Las emisiones tienen garantía general, por tanto, están garantizadas con los activos libres de la empresa.

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

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 67.4% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 32.6% restante representa principalmente activo fijo, cuya capacidad de ser liquidado, así como sus valores de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

### **RESGUARDOS**

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

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. A la fecha de corte el emisor confirma que este indicador es de 6.21.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
3. Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1.25, indicador que se cumple a la fecha del presente informe y es de 10.10.

Se hace constar que el incumplimiento de los resguardos dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión aprobada. Para el efecto se procederá conforme a lo previsto en el respectivo contrato de emisión para la solución de controversias.

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

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

Zaimella declara bajo juramento que mantiene el compromiso de mantener la relación de activos libres de gravámenes sobre las emisiones de circulación, así como el compromiso de reposición y mantenimiento de los activos libres de gravámenes consistentes en inventarios.

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

Por último, cabe indicar que el emisor mantiene un monto de programas de papel comercial que representa el 18.3% de su patrimonio a julio-2023, por lo cual cumple con el requerimiento legal de que este indicador sea inferior al 200%.

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

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil; en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez de papel en el mercado y no al contrario.

La empresa ha participado en el mercado de valores desde el año 2008 y mantiene un historial de pago limpio en cuanto al pago en tiempo y forma de sus obligaciones.

Adicionalmente a los instrumentos analizados en el presente informe, Zaimella no posee emisiones adicionales en el mercado de valores.

De acuerdo con la información recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito, no se han registrado transacciones en el mercado secundario de ninguno de los Programas analizados en el semestre correspondiente a la fecha de corte (febrero-2023 a julio-2023).

ZAIMELLA DEL ECUADOR S.A.						PROYECCIONES BWR	
(Miles de USD)	dic./19	dic./20	dic./21	dic./22	jul./23	dic./23	dic./24
<b>Resumen Balance</b>							
Caja y Equivalentes de Caja	21,757	29,387	16,918	17,020	43,784	28,945	31,245
Cuentas por Cobrar Comerciales	24,670	22,911	23,224	27,149	28,634	32,331	34,205
Inventarios	15,414	16,453	19,969	23,091	15,862	20,959	22,184
Activos fijos	33,516	36,331	41,647	42,039	38,545	45,328	48,243
Otros Activos	1,350	3,827	10,858	12,536	15,447	15,828	16,428
<b>Total Activos</b>	<b>96,707</b>	<b>108,910</b>	<b>112,616</b>	<b>121,834</b>	<b>142,273</b>	<b>143,391</b>	<b>152,305</b>
Cuentas por Pagar Proveedores	18,229	17,978	14,665	15,097	13,547	18,371	20,090
Deuda Financiera Total	0	4,507	12,780	14,287	26,320	19,418	13,539
Deuda Financiera Corto Plazo	0	4,257	12,780	14,287	20,987	19,418	13,539
Deuda Financiera Largo Plazo	0	250	0	0	5,333	0	0
Otros Pasivos	14,251	8,806	9,198	8,996	14,830	10,151	10,994
<b>Total Pasivos</b>	<b>32,480</b>	<b>31,291</b>	<b>36,644</b>	<b>38,380</b>	<b>54,697</b>	<b>47,939</b>	<b>44,623</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>64,226</b>	<b>77,618</b>	<b>75,973</b>	<b>83,454</b>	<b>87,576</b>	<b>95,452</b>	<b>107,682</b>
Contingentes	2,050	2,050	500	670	670	670	670
<b>Resumen de Resultados</b>							
Ventas	111,802	97,236	102,289	114,628	66,356	124,945	132,442
Costo de ventas	-75,391	-63,728	-73,675	-82,697	-44,584	-83,838	-88,736
Otros ingresos operativos	0	0	0	0	0	0	0
Egresos operativos	-21,695	-17,802	-16,627	-18,697	-11,529	-21,644	-23,540
<b>EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>14,716</b>	<b>15,706</b>	<b>11,987</b>	<b>13,234</b>	<b>10,243</b>	<b>19,463</b>	<b>20,165</b>
Gasto Financiero del período	-149	-362	-463	-683	-1,388	-1,854	-1,483
Impuestos a la renta	-2,866	-2,719	-1,926	-1,986	-1,416	-2,836	-2,952
<b>RESULTADO NETO DE LA GESTION</b>	<b>12,312</b>	<b>13,531</b>	<b>9,284</b>	<b>11,250</b>	<b>8,202</b>	<b>16,072</b>	<b>16,730</b>
Otros resultados integrales	158	-139	0	232	0	0	0
<b>RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO</b>	<b>12,470</b>	<b>13,392</b>	<b>9,284</b>	<b>11,482</b>	<b>8,202</b>	<b>16,072</b>	<b>16,730</b>
<b>Resumen Flujo de Caja</b>							
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>18,376</b>	<b>19,785</b>	<b>16,031</b>	<b>18,387</b>	<b>13,210</b>	<b>24,703</b>	<b>25,512</b>
(-) Gasto Financiero del período	-149	-362	-463	-683	-1,388	-1,854	-1,483
(-) Impuesto a la renta del período	-2,911	-2,768	-1,299	-2,045	-1,416	-3,501	-3,452
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>15,316</b>	<b>16,656</b>	<b>14,269</b>	<b>15,659</b>	<b>10,407</b>	<b>19,348</b>	<b>20,577</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	618	-4,192	-12,310	-5,981	10,820	-317	-1,183
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>15,934</b>	<b>12,464</b>	<b>1,960</b>	<b>9,678</b>	<b>21,227</b>	<b>19,031</b>	<b>19,394</b>
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	611	906	0	686	763	1,300	1,000
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-314	0	0	0	0
(+ (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	296	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-53	-4,003	-10,929	-4,000	-4,081	-4,075	-4,500
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-8,659	-6,547	-9,120	-5,011	-1,697	-7,980	-7,715
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0	0	0
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>7,834</b>	<b>3,116</b>	<b>-18,403</b>	<b>1,353</b>	<b>16,212</b>	<b>8,276</b>	<b>8,179</b>
<b>VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA</b>	<b>0</b>	<b>4,507</b>	<b>8,273</b>	<b>1,507</b>	<b>12,033</b>	<b>5,130</b>	<b>-5,879</b>
<b>OTRAS INVERSIONES NETO</b>	<b>1,235</b>	<b>7</b>	<b>-2,339</b>	<b>-2,759</b>	<b>-1,480</b>	<b>-1,481</b>	<b>0</b>
<b>VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>	<b>9,069</b>	<b>7,630</b>	<b>-12,469</b>	<b>102</b>	<b>26,764</b>	<b>11,925</b>	<b>2,300</b>
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)</b>	<b>12,689</b>	<b>21,757</b>	<b>29,387</b>	<b>16,918</b>	<b>17,020</b>	<b>17,020</b>	<b>28,945</b>
<b>Indicadores</b>							
Patrimonio Tangible	62,950	75,993	72,868	75,126	76,758	83,831	95,461
% crecimiento en ventas	6.29%	-13.03%	5.20%	12.06%	6.36%	9.00%	6.00%
MARGEN EBIT (%)	13.16%	16.15%	11.72%	11.55%	15.44%	15.58%	15.23%
MARGEN EBITDA (%)	16.44%	20.35%	15.67%	16.04%	19.91%	19.77%	19.26%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	104.06	47.05	31.84	23.91	8.50	11.44	14.87
EBITDAR/ cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	123.65	54.70	34.65	26.90	9.52	13.33	17.20
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	123.65	54.70	34.65	26.90	9.52	13.33	17.20
Deuda Financiera Total AJUSTADA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.11	0.33	0.83	0.81	1.19	0.81	0.56
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	(1.07)	(1.15)	(0.23)	(0.11)	(0.74)	(0.36)	(0.67)
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	3.09%	7.79%	14.88%	15.20%	23.56%	17.39%	11.66%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	N/A	9.64	2.05	1.94	2.70	2.23	3.46
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	N/A	2.93	0.15	0.68	1.73	0.98	1.43
Reserva en CASH-líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	N/A	6.46	(0.51)	0.94	3.17	1.66	2.54
Reserva en CASH-líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO ( luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	N/A	6.46	(0.69)	0.74	3.05	1.58	2.54

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

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados con relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2023.