

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación AAA (-) para el Tercer Programa de Papel Comercial de NATLUK S.A. en comité No 110.-2025, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 21 de abril de 2025; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2021, 2022 y 2023, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha febrero 2024, diciembre 2024 y febrero 2025. (Aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2023-00042963 el 02 de octubre de 2023 por un monto de hasta USD 1.700.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- La pesca y acuicultura ha mostrado un desempeño económico superior al promedio de la economía ecuatoriana en los últimos años, convirtiendo al sector en uno de gran importancia y relevancia en el país considerando además que el camarón se ubica como el principal producto de exportación no petrolero. Durante el tercer trimestre de 2024, el sector registró un crecimiento interanual de 3,21%, siendo uno de los seis sectores que presentaron cifras positivas en un periodo en el cual la economía ecuatoriana se contrajo. El BCE del Ecuador espera que el sector reporte un crecimiento de 4,40% en 2025, lo que se ubicaría muy por encima del crecimiento esperado de 1,50% de la economía ecuatoriana. Por su parte, NATLUK S.A. se ha beneficiado del cambio climático por el Fenómeno del Niño que proliferó la pesca silvestre disminuyendo los costos de la materia prima y logrando vender a mejor precio el producto en el exterior, en el año 2023, no obstante, las condiciones climáticas han provocado una reducción en la cantidad de camarón en 2024.
- NATLUK S.A. cuenta con una larga trayectoria en el sector acuícola y en la comercialización de camarón en mercados internacionales, mantiene diversas certificaciones que respaldan su gestión operativa y estratégica. Actualmente la empresa no cuenta con prácticas formales de Gobierno Corporativo definidas en los estatutos, sin embargo, las directrices de la operación y gestión funcional han sido establecidas por la Junta de Accionistas y a través de reuniones periódicas de la administración.
- Durante el último trimestre de 2021 y en el año 2022, la compañía comercializó camarón de terceros en mercados internacionales, lo que impulsó los ingresos, aunque con márgenes reducidos, afectando el margen bruto. En 2023, al cesar esta actividad, se registró un ajuste en el nivel de ingresos, pero con una mejora en los márgenes bruto y operativo. A diciembre de 2024, los ingresos disminuyeron un 10,80% debido a una menor captura de camarón pomada. Sin embargo, en febrero de 2025 se observó un repunte del 33,77% gracias a la recuperación de esta línea. En cuanto a la rentabilidad, el ROE fue del 3%, un nivel moderado en relación con los estándares del sector.
- La cobertura de EBITDA sobre gastos financieros se ha mantenido por encima de la unidad, con una proyección creciente en los años futuros. Asimismo, los años de pago con EBITDA muestran una tendencia decreciente, ubicándose en aproximadamente 3,5 años durante el periodo de vigencia de la emisión. A partir de 2026, se proyecta una generación positiva de flujos operativos, lo que contribuirá a una disminución progresiva de la deuda neta. El apalancamiento se redujo de forma significativa en 2023 y se prevé que continúe en descenso en los próximos años. Es importante señalar que dentro del pasivo se incluyen cuentas por pagar a accionistas de largo plazo, que la compañía se ha comprometido a mantener sin pago durante la vigencia del Tercer Programa de Papel Comercial. En cuanto a la cartera, esta se mantiene saludable, con un 92% vigente (89% a febrero de 2025), y el saldo vencido corresponde a operaciones con antigüedad menor a 180 días.
- En línea con la estrategia definida para el futuro próximo, se proyecta un crecimiento en los niveles de inventario, cuentas por cobrar y cuentas por pagar en 2025, lo que generaría flujos operativos negativos durante ese año. Por ello, se prevé la necesidad de un mayor financiamiento para cubrir dichas inversiones. A partir de la estabilización de estas cuentas y con una recuperación en la generación de utilidades, se proyectan flujos operativos positivos en los años siguientes, lo que permitiría una reducción gradual de la deuda con costo, una disminución del apalancamiento y un ROE superior al 8%.
- El presente programa de papel comercial ha cumplido con los resguardos de ley, con los dos compromisos adicionales de mantener las obligaciones por pagar a accionistas y las inversiones de largo plazo registradas en la cuenta otros activos no corrientes durante la vigencia de la emisión y además el límite de endeudamiento referente a mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50.

CALIFICACIÓN:

Tercer Programa Papel Comercial	AAA
Tendencia	(-)
Acción de calificación	Revisión
Metodología	Valores de deuda
Fecha última calificación	noviembre 2024

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una 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 pertenece y a la economía en general.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones de la Circular de Oferta Pública, y del respectivo Contrato Privado y de más documentos habilitantes.

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN	FECHA	CALIFICADORA
AAA (-)	may-2023	GlobalRatings
AAA (-)	nov-2023	GlobalRatings
AAA (-)	may-2024	GlobalRatings
AAA (-)	nov-2024	GlobalRatings

CONTACTO

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

Mariana Ávila
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de la compañía presentaron crecimiento al pasar de USD 56,00 millones en el año 2021 a USD 121,93 millones en el año 2022. El crecimiento obedeció a la comercialización de productos de terceros que, si bien significó un gran volumen, tenía márgenes reducidos que significaron un margen bruto de 1,3% para ese último año. El convenio no se renovó en 2023 y NATLUK S.A. retomó los ingresos y los márgenes tradicionales, alcanzando USD 31,17 millones a diciembre con un margen bruto de 8,27%.

A agosto 2024, se produjo un decrecimiento de 10,80% con relación al año anterior, que se debió a una disminución de camarón pomada, por temas climáticos. En este caso la compañía incrementó la venta de camarón de acuicultura.

A febrero 2025, los ingresos registraron un crecimiento 33,77% con respecto a febrero 2024, coherente con retorno del camarón Pomada.

El costo de ventas presentó una mayor participación sobre las ventas durante el periodo de análisis, pasó de representar 96,21% en 2021 a 98,70% en 2022. Como se mencionó, el incremento se dio en respuesta a la comercialización de camarón de terceros en mercados internacionales, negocio de bajo margen y alto volumen. Producto de una orientación hacia un crecimiento orgánico de sus propias líneas de negocio, el costo de ventas disminuyó la participación sobre las ventas hasta representar un 91,41% a diciembre de 2023 y posteriormente se incrementó a 93,22% a diciembre 2024, coherente con el crecimiento de la línea de camarón piscina que mantiene un margen menor. Por su parte, entre los periodos febrero 2024 y febrero 2025, la participación incrementó de 89,07% a 92,55% respectivamente, explicado por el crecimiento de la línea de camarón piscina que tiene un menor margen.

El Fenómeno del Niño durante el segundo semestre de 2023 favoreció las líneas de camarón de mar (principalmente en langostino y camarón pomada) debido a que el camarón langostino es una especie que es atraída por el clima cálido en las costas, durante este proceso, las temperaturas de las aguas han incrementado considerablemente lo que ha permitido mayor proliferación de la especie y mayor facilidad de captura. Como consecuencia de lo anterior, la oferta se ha incrementado lo que ha permitido comprar la materia prima a mejores precios dando como resultado un mejor margen de ganancia en estas líneas.

Entre 2021 y 2024, los gastos operativos de la compañía crecieron en términos monetarios, principalmente por conceptos de nómina, honorarios, gestión y viajes, en línea con el crecimiento del negocio. Sin embargo, su participación relativa sobre las ventas disminuyó hasta 2022, aunque repuntó en 2023 por la reducción en las ventas. En 2024 y hasta febrero de 2025, esta participación mostró una tendencia a la baja y se estabilizó cerca del 4,4%.

El EBITDA mostró solidez, con una cobertura promedio de 1,65 veces sobre los gastos financieros entre 2021 y 2024, alcanzando 1,66 veces a febrero de 2025, reflejando la capacidad de la empresa para cubrir sus obligaciones financieras desde la operación.

En términos de flujo de efectivo, entre 2021 y 2022 se mantuvo negativo en la operación, lo que obligó a recurrir al financiamiento externo. En 2023, el flujo operativo fue ligeramente positivo, pero no suficiente para cubrir las inversiones. En 2024 volvió a ser negativo por el aumento de cuentas por cobrar e inventarios, situación que persistió parcialmente hasta febrero de 2025, pese a un flujo operativo positivo, debido a que no cubrió totalmente las necesidades de inversión.

Por su parte, la rentabilidad fue positiva en todo el periodo. El ROA osciló entre 1% y 3%, mientras que el ROE fue del 7% en 2022, 6% en 2023 y 3% en 2024. A febrero de 2025, el ROE se recuperó al 10% y el ROA al 2%, niveles considerados aceptables frente a alternativas de inversión con riesgo similar.

Entre 2021 y febrero de 2025, el activo de la compañía mostró una evolución acorde con su estrategia operativa. Creció entre 2021 y 2022, se redujo en 2023 por menores anticipos a proveedores y cuentas por cobrar, y retomó una senda positiva en 2024 y hasta febrero de 2025, impulsado por el aumento de inventarios y anticipos. El activo se concentró mayoritariamente en el corto plazo, con un promedio del 69,31% entre 2021 y 2024, y 64,10% a febrero de 2025. Los principales rubros fueron inventarios, propiedad, planta y equipo, y cuentas por cobrar comerciales.

La liquidez de la compañía superó consistentemente la unidad desde 2022, alcanzando 1,20 veces en diciembre de 2024 y manteniéndose en 1,19 a febrero de 2025, reflejando una posición financiera estable. La cartera de clientes,

aunque decreció hasta 2023, mostró recuperación en 2024 con el crecimiento de la línea de camarón piscina. La compañía mantiene una cartera saludable, con más del 89% vigente y el saldo vencido a menos de 180 días.

NATLUK S.A. ha financiado históricamente su crecimiento principalmente con recursos de terceros. A diciembre de 2024, el 81,17% de los activos se financiaron con pasivos, proporción que ascendió a 83,38% en febrero de 2025, mientras que el patrimonio cubrió el 20% restante. La estructura del pasivo estuvo inicialmente concentrada en el corto plazo, representando el 92,26% en 2021, lo que presionó el indicador de liquidez por debajo de la unidad. Esta concentración ha disminuido de forma progresiva, situándose en 64,70% a diciembre de 2024 y en 64,72% a febrero de 2025, en gran parte por el aumento de obligaciones con accionistas clasificadas a largo plazo.

Entre 2021 y 2022, el pasivo total creció por mayores anticipos de clientes y cuentas por pagar, en línea con la estrategia de comercialización de productos de terceros. En 2023, el pasivo se redujo significativamente en USD 11,56 millones tras el ajuste del modelo comercial. Sin embargo, para finales de 2024 y febrero de 2025, el pasivo volvió a crecer, alcanzando USD 14,64 millones, impulsado por mayores cuentas por pagar a accionistas, proveedores y nuevos anticipos de clientes.

El patrimonio de la compañía registró fluctuaciones pasó de financiar 14,46% de los activos en 2021 a financiar 11,74% al cierre de 2022 19,63% en 2023 y finalmente 18,83% a diciembre 2024. El patrimonio disminuyó entre los años 2021 y 2022 el 11% fundamentalmente por la reclasificación de los aportes a futuras capitalizaciones al pasivo. Finalmente, a diciembre 2023 la compañía presentó un incremento en el patrimonio de 23% frente a diciembre de 2022, por un nuevo reevalúo realizado en terrenos y propiedad, planta y equipos y el crecimiento de los resultados del ejercicio. Para el periodo interanual el patrimonio alcanzó USD 2,92 millones registrando un crecimiento de 1,66% respecto diciembre 2024.

RESULTADOS E INDICADORES	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	FEBRERO 2024	FEBRERO 2025
	REAL	REAL	PRELIMINAR	PRELIMINAR	PROYECTADO	PROYECTADO	PROYECTADO	INTERANUAL	INTERANUAL
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	56.000	121.931	31.170	27.804	31.974	34.532	36.259	3.875	5.184
Utilidad operativa (miles USD)	1.389	621	554	632	876	1.011	1.088	269	160
Utilidad neta (miles USD)	558	171	158	79	258	434	400	172	47
EBITDA (miles USD)	1.572	856	824	956	1.207	1.348	1.432	292	217
Deuda neta (miles USD)	3.816	4.856	3.927	4.640	4.966	4.815	4.565	4.338	4.510
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(665)	(1.614)	2	(563)	(200)	292	404	263	177
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	1.749	1.986	3.702	4.370	5.090	5.497	5.772	4.446	4.961
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	2.598	4.108	4.382	3.865	4.141	4.137	4.495	3.863	2.988
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,61	0,21	0,19	0,25	0,29	0,33	0,32	0,08	0,07
Capital de trabajo (miles USD)	(816)	475	1.431	1.628	2.477	2.319	4.291	1.274	1.780
ROE	21,52%	7,40%	5,58%	2,75%	8,26%	12,19%	10,12%	34,79%	9,70%
Apalancamiento	5,91	7,52	4,09	4,31	4,18	3,65	3,30	3,90	5,02

Fuente: Estados Financieros Auditados 2021- 2023; Estados Financieros Internos diciembre 2024, febrero 2024 y febrero 2025

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

El análisis financiero se fundamenta en proyecciones conservadoras basadas en resultados históricos, comportamiento reciente y estrategias delineadas por la administración de la compañía. Si bien estas estimaciones están sujetas a cambios por factores internos y externos, presentan un escenario razonable del desenvolvimiento esperado.

En un contexto moderadamente estresado, se proyecta un crecimiento de ingresos del 15% en 2025 gracias al retorno del camarón Pomada, seguido de incrementos del 8% y 5% en 2026 y 2027, respectivamente. El costo de ventas se mantendría en torno al 93,22% de las ventas, coherente con la optimización operativa y el enfoque estratégico.

Se prevé una mejora progresiva del EBITDA, con una cobertura sostenida sobre gastos financieros superior a 1,60 veces, reflejando una buena capacidad de pago. A su vez, se proyecta un incremento de activos debido al aumento de inventarios y cuentas por cobrar, con niveles estables de cartera (34 días) e inventarios (60 días).

Aunque se anticipan flujos operativos negativos en 2025 por mayores necesidades de capital de trabajo, estos se compensarían en años posteriores con generación de utilidades y estabilización de cuentas, permitiendo una reducción de la deuda con costo, disminución del apalancamiento y un ROE superior al 8%.

Finalmente, los Estados Financieros proyectados muestran una capacidad creciente para generar flujos operativos positivos, lo que facilitaría financiar inversiones con recursos propios y reducir la dependencia de financiamiento externo en los años 2026 y 2027.

FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de iliquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva, lo que es beneficioso para todas las empresas.
- La economía ecuatoriana es vulnerable a ciclos económicos pronunciados que producen fluctuaciones de precios no controlables de *commodities* duros y blandos. Entre ellos, el precio del petróleo volátil, por su propia naturaleza, constituye el principal elemento que influye en el devenir económico. Para mitigar este riesgo, el Estado y el sector privado deben diversificar sus fuentes de ingresos, reduciendo así la dependencia de *commodities* y desarrollando sectores más resilientes y sostenibles.
- La inestabilidad política afecta a la economía en general, fundamentalmente a la inversión extranjera directa, el establecimiento de nuevas empresas y al costo del financiamiento externo debido a incrementos en el riesgo país. La inseguridad jurídica es otro elemento que conspira en contra de la seguridad que todo inversionista busca. La mitigación de este riesgo pasa por políticas del Estado que fomenten la estabilidad política y que generen un marco legal claro a mediano y largo plazo, creando un entorno propicio para nuevas inversiones extranjeras o locales.
- Los desequilibrios fiscales en Ecuador producidos por egresos sin el financiamiento requerido obligan a un incremento de la deuda pública, tanto externa como interna. Tal como se mencionó, el riesgo país hace muy oneroso el financiamiento externo y el financiamiento interno tiene un límite dado por la disponibilidad de recursos líquidos en el mercado. El riesgo se debería mitigar a través de presupuestos debidamente financiados y la implementación de políticas fiscales tendientes a asegurar un cuidadoso control de los egresos públicos. Por ahora, debe considerarse que la ajustada situación de la caja fiscal podría redundar en medidas impositivas que ralenticen la actividad.
- La crisis de seguridad tiene impactos significativos en el país, especialmente en la economía por la ralentización de las actividades productivas, afectando la inversión, el turismo, la confianza empresarial, el empleo y la infraestructura. Las empresas y los individuos pueden incurrir en costos adicionales para protegerse contra la inseguridad, como la contratación de servicios de seguridad privada, la instalación de sistemas de seguridad avanzados y la implementación de medidas de protección, los que pueden afectar la rentabilidad de las empresas y reducir el poder adquisitivo de los consumidores. Las medidas gubernamentales tendientes a asegurar la seguridad interna son factores que tienden a mitigar el riesgo producido por esta situación.
- Las recurrentes sequías que causan cortes prolongados de energía eléctrica representan una amenaza para diferentes sectores del país. La declaración de emergencia en el sector eléctrico tiene efectos negativos ya que las empresas enfrentan pérdidas por interrupciones en la cadena de suministro, reducción de la productividad y/o pérdidas por equipos dañados. Estas interrupciones, además, pueden disuadir la inversión extranjera y disminuir la estabilidad en la productividad del país, generando un impacto económico a largo plazo.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. La compañía mantiene una variedad de líneas de negocio y una diversificación de proveedores, que permiten mitigar este riesgo.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de NATLUK S.A., lo anterior

representa un riesgo debido a que estos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la mayor parte de los contratos son suscritos con compañías privadas, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.

- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información; la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos para proteger la información, así como aplicaciones de *software* contra fallas que puedan ocurrir, para así posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin pérdida de la información.
- La propagación de enfermedades virales representa un riesgo significativo para la producción y la salud de las especies acuáticas, como camarones, peces y moluscos. La introducción de virus puede resultar en brotes rápidos y extensos que afectan negativamente la productividad, la calidad del producto y la sostenibilidad a largo plazo de la operación acuícola. Para mitigar este riesgo la realización de monitoreos periódicos es necesaria para detectar signos tempranos de enfermedades virales. Esto puede incluir pruebas de diagnóstico, observación de comportamientos anormales en los organismos acuáticos y análisis del entorno acuático.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son las cuentas por cobrar clientes, inventario y propiedad, planta y equipo. Los activos que respaldan la presente Emisión en su mayoría pueden ser liquidados, por la naturaleza y el tipo; sin embargo; las consideraciones sobre la capacidad de liquidación de un activo son subjetivas y difíciles de prever, lo que introduce un nivel de incertidumbre. Por lo tanto, los criterios y opiniones emitidos por esta calificadoradora sobre la capacidad de liquidación de los activos deben considerarse como referenciales. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos como propiedad, planta y equipo e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga a través de pólizas de seguros que mantienen sobre los activos.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la política de crédito que mantiene donde se definen los parámetros de cada cliente. Asimismo, dado el giro de negocio de la compañía las ventas se dirigen al mercado internacional por lo que tienen relaciones estratégicas de largo plazo.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene NATLUK S.A. se registran cuentas por cobrar accionistas por USD 230 mil, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden a 1,31% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo sobre la presente emisión no es representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, se podría generar un efecto negativo en los flujos de la empresa. Por esta razón, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

INSTRUMENTO

TERCER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL					
Características	MONTO (USD)	PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PLAZO PROGRAMA (DÍAS)	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERES
	1.700.000	Hasta 359	Hasta 720	Al vencimiento	Cero cupón
Saldo por pagar septiembre 2024	USD 1.650.851				
Garantía general	De acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores				
Garantía específica	N/A				
Destino de los recursos	100% capital de trabajo, compra de materia prima para la producción.				
Estructurador financiero	Real Casa de Valores de Guayaquil CASAREAL S.A.				

**TERCER PROGRAMA DE PAPEL
COMERCIAL**

Agente colocador	Real Casa de Valores de Guayaquil CASAREAL S.A.
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Representante de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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. ■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ■ 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.
Compromisos adicionales	<ul style="list-style-type: none"> ■ Mantener las obligaciones por pagar a accionistas durante la vigencia de la emisión. ■ Mantener las inversiones de largo plazo registradas en la cuenta otros activos no corrientes durante la vigencia de la emisión.
Límite de endeudamiento	El emisor se compromete a mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50, en todo momento mientras esté vigente la emisión.

Fuente: Circular de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos del Tercer Programa de Papel Comercial de NATLUK S.A. realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.
 Presidente Ejecutivo

PERFIL EXTERNO

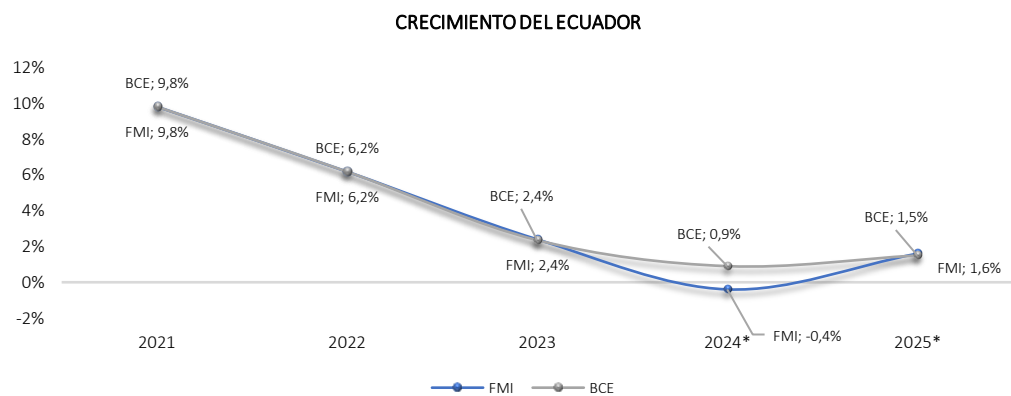
ECUADOR: ENTORNO MACROECONÓMICO 2024-2025

Contexto Mundial: El crecimiento sigue sendas dispares en un contexto de gran incertidumbre política.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé que el crecimiento mundial se mantenga estable, aunque en niveles bajos, con un pronóstico de 3,3% en 2025 y 2026¹, menor al promedio histórico (2000-2019) de 3,7%. Se anticipa que la inflación global se reduciría a un 4,2% en 2025 y a un 3,5% en 2026, acercándose más rápidamente a los objetivos en economías avanzadas que en mercados emergentes y economías en desarrollo. En cuanto a los riesgos a mediano plazo, los factores negativos predominan, mientras que a corto plazo los riesgos presentan efectos contrastantes. En EE. UU., se observan mejoras que podrían impulsar un crecimiento fuerte a corto plazo, mientras que, en otros países, las perspectivas podrían empeorar debido a la incertidumbre política. Las alteraciones generadas por políticas que afectan el proceso de desinflación podrían interrumpir el cambio hacia una política monetaria más flexible, afectando la sostenibilidad fiscal y la estabilidad financiera. Para manejar estos riesgos, las políticas deben enfocarse en equilibrar la inflación y la actividad económica, restaurar los márgenes fiscales y mejorar las perspectivas de crecimiento a mediano plazo mediante reformas estructurales y el fortalecimiento de normas y cooperación multilaterales.

De similar forma, el Banco Mundial² estima un crecimiento global estable a medida que la inflación se acerca a las metas de los bancos centrales y la relajación de la política monetaria apoya la actividad económica. Esto debería resultar en una expansión mundial moderada de 2,7 % en 2025-2026. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento parecen insuficientes para compensar el daño de varios años de impactos negativos. La mayor incertidumbre en la política económica y los cambios adversos en la política comercial representan riesgos a la baja importantes. Otros riesgos incluyen el aumento de las tensiones geopolíticas, una inflación más alta y fenómenos climáticos extremos. Se requieren medidas de política económica decisivas para proteger el comercio, abordar las vulnerabilidades derivadas de la deuda, combatir el cambio climático, promover la estabilidad de precios, aumentar la recaudación fiscal, racionalizar el gasto, mejorar el capital humano e impulsar la inclusión laboral.

[Ecuador: Según el FMI, la proyección de crecimiento para el país es de -0,4% al cerrar 2024 y de 1,6% en 2025.](#)



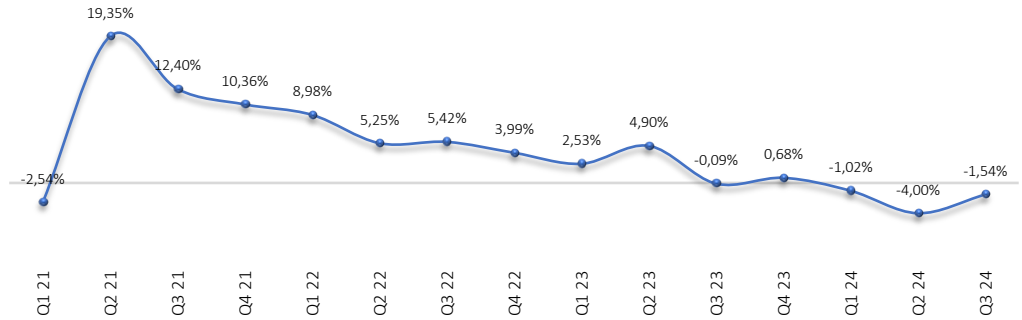
Según cifras del Banco Central del Ecuador (BCE), en 2023 el PIB presentó un incremento con respecto a 2022 de 2,36%, impulsado por mayor gasto de gobierno en 3,7% y de mayores exportaciones en 2,3%. El incremento del gasto de gobierno se relacionó directamente con el aumento en la compra de bienes y servicios y con el pago de remuneraciones de los sectores de educación y salud.³ En tanto que, la dinámica de las exportaciones estuvo influenciada por un incremento de las ventas externas de petróleo crudo, camarones, banano y productos mineros. Por otro lado, las importaciones presentaron una variación interanual negativa de 0,9%, debido principalmente a una disminución en la importación de materias primas en 12,1% como trigo, morcajo y otras manufacturas de metales; así como también en la disminución de donaciones provenientes del exterior en 57,7%.

¹ IMF *World Economic Outlook* (enero 2025)

² Banco Mundial, *Global Economic Prospects* (enero 2025)

³ <https://www.bce.fin.ec/boletines-de-prensa-archivo/la-economia-ecuatoriana-reporto-un-crecimiento-interanual-de-0-4-en-el-tercer-trimestre-de-2023>

VARIACIÓN ANUAL DEL VALOR AGREGADO BRUTO DEL ECUADOR



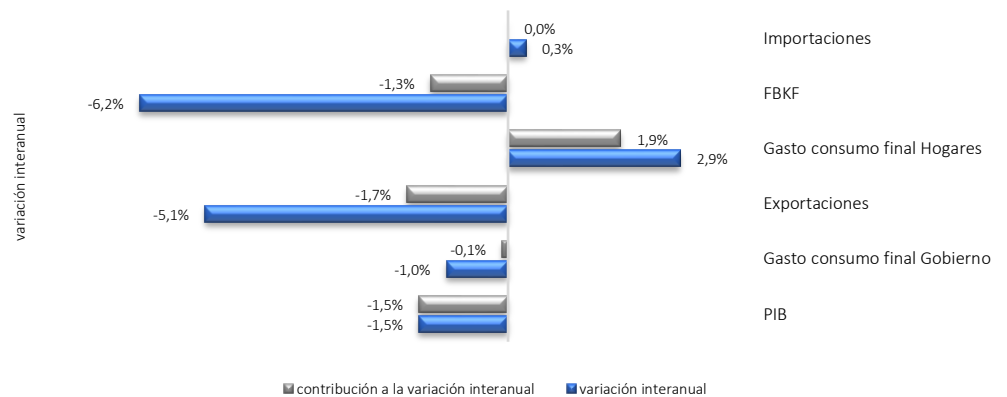
Fuente: BCE

En el tercer trimestre de 2024, el Producto Interno Bruto (PIB) del Ecuador decreció en -1,54% anual, la segunda caída más fuerte que ha tenido la economía ecuatoriana en términos interanuales desde el primer trimestre de 2021, cuando el país atravesaba la pandemia de Covid-19. Este comportamiento es atribuido⁴ las contracciones interanuales de los componentes del gasto: la formación bruta de capital fijo (FBKF) en -6,2%, de las exportaciones en -5,1%, del gasto de gobierno en -1,04%. En contraste, el consumo de los hogares creció en 2,9% y las importaciones en 0,3%.

El BCE presentó datos que indican que la disminución de la FBKF se debe a la caída interanual del sector de la construcción y a la baja en las ventas de insumos para dicho sector. En cuanto a las exportaciones, se redujeron principalmente por la disminución en las ventas de petróleo crudo, derivados de petróleo, camarón, productos mineros, entre otros. Asimismo, la disminución del gasto público estuvo asociada principalmente a la baja en las compras de bienes y servicios dentro del Presupuesto General del Estado. Por otro lado, el consumo de los hogares aumentó, impulsado principalmente por la mayor demanda de productos alimenticios manufacturados, servicios de arte y entretenimiento, bienes inmobiliarios, así como alojamiento y comidas. Finalmente, las importaciones crecieron levemente debido a la mayor demanda de materias primas, productos intermedios y bienes de capital para la industria y la agricultura.

A septiembre de 2024, a nivel de industrias solamente 6 de los 20 sectores presentaron un desempeño positivo, entre los cuales se destacan: Arte, entretenimiento y otras actividades en 3,7%; Pesca y Acuicultura en 3,2%; Alojamiento y comidas en 2,6%; Actividades inmobiliarias en 1,5%; Agricultura, ganadería y silvicultura en 0,8%; Manufactura de productos alimenticios en 0,1%.

VARIACIÓN Y CONTRIBUCIÓN INTERANUAL DE LOS COMPONENTES DEL PIB - Q3 2024



Fuente: BCE

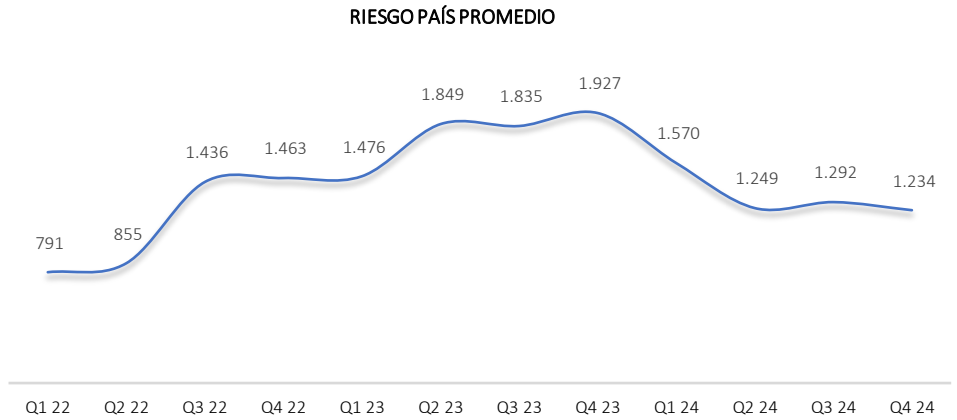
El FMI espera que Ecuador cierre el año 2024 con una contracción de -0,4% (crecimiento de 0,9% según el BCE), lo cual en ambos casos se podría definir como un estancamiento. Si se compara este valor con los países vecinos,

⁴ BCE, Informe de Resultados Cuentas Nacionales Trimestrales (diciembre 2024)

Ecuador crecería por debajo del promedio de la región, considerando cifras esperadas para América Latina y El Caribe de 2,1%. En 2025, se estima una leve recuperación, con un crecimiento de 1,6%⁵.

EVOLUCIÓN DEL RIESGO PAÍS

El riesgo país presentó una tendencia al alza en 2023 y cerró el año en torno a 2.000 puntos, reflejando una alta percepción de riesgo de default por parte de inversionistas⁶. El nivel alto que mantiene Ecuador significa que el país tiene posibilidades de financiamiento externo más caro, debido a que las tasas de interés son más elevadas, lo que representaría un problema considerando el déficit fiscal con atrasos de pagos a proveedores estatales, municipios y seguridad social.

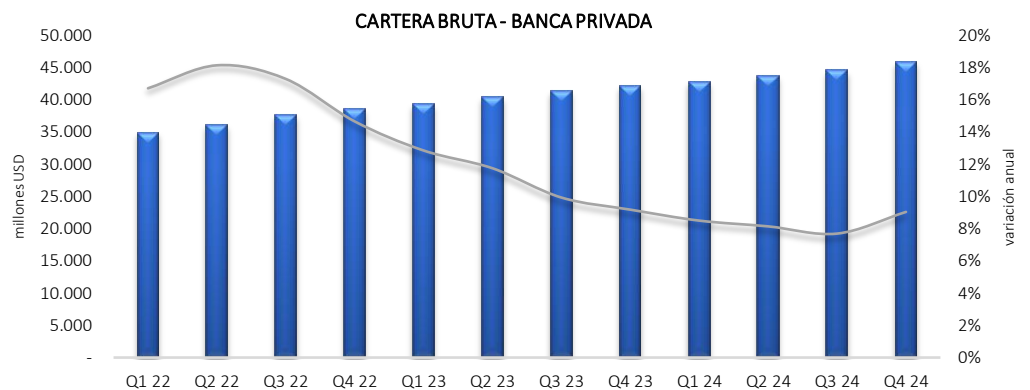


Fuente: BCE

No obstante, en 2024 se observó una tendencia ligeramente a la baja, cerrando el año con el riesgo país más bajo desde enero 2023, alcanzando un promedio de 1.337 puntos. Esta caída coincide con el anuncio del gobierno de Daniel Noboa, del alza del Impuesto al Valor Agregado (IVA) del 12% al 15% en enero de 2024 e implementada a partir de abril, lo cual incrementó los niveles de caja fiscal, proporcionando liquidez a corto plazo. En los meses de enero y febrero, el riesgo país disminuyó en promedio cerrando el mes de enero con 941 puntos, sin embargo, el último dato al finalizar febrero 2025 aumentó hasta 1.378 debido a la incertidumbre política.

NIVELES DE CRÉDITO

En 2023, el valor total de los préstamos en cartera bruta concedidos por entidades bancarias privadas alcanzó USD 42.129 millones. El crédito otorgado para sectores productivos fue de 44%, seguido por consumo con 41%, microcrédito con 8% e inmobiliario con 6% (el porcentaje restante se divide entre vivienda de interés social y público, educativo e inversión pública).⁷



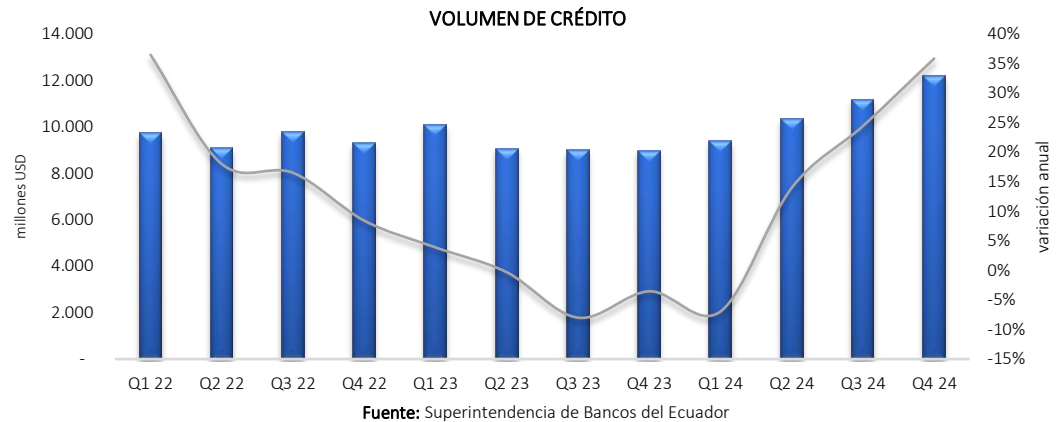
Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador

⁵ IMF, *World Economic Outlook* (octubre 2024)

⁶ El indicador de riesgo país, elaborado por el banco de inversión JP Morgan, muestra las probabilidades de que un país caiga e n mora en sus obligaciones de deuda externa. Mientras más alto el indicador, los acreedores e inversionistas perciben que hay mayor probabilidad de impago y 'default.'

⁷ Superintendencia de Bancos, Boletines de Series Mensuales

En 2024, el valor de préstamos en cartera bruta por entidades bancarias alcanzó USD 45.934 millones, un 9,03% mayor al valor de 2023. Considerando que la cartera bruta de crédito presentó alzas a lo largo de todo 2024, el volumen otorgado de crédito a nivel nacional aumentó en 16,07% a pesar de que factores como la inestabilidad política y el mayor costo en el acceso a financiamiento externo. Las industrias que más crédito recibieron en el año fueron el Comercio; Industrias Manufactureras; Consumo; Agricultura, Ganadería, Silvicultura y Pesca, y; Actividades Financieras y de Seguros.



Según el FMI⁸, se espera que el crédito de la banca privada crezca en los próximos años, aunque en menor porcentaje que años anteriores, impulsado por menor crecimiento de los depósitos y por ende menor dinero disponible para los bancos. Es por eso por lo que la evolución del crédito en 2025 dependerá de factores como el alza en las tasas de interés para atraer depósitos y las tasas de interés que deben pagar los bancos del Ecuador para fondearse en el exterior.

PERSPECTIVAS Y CONCLUSIONES

Las previsiones estiman un crecimiento mínimo de la economía del Ecuador para cerrar el año 2024, con cifras que podrían variar entre -0,4% y 0,9%, según el FMI y el BCE. La economía ecuatoriana entró a una clara fase de desaceleración a partir del tercer trimestre de 2022 e inició un proceso de recesión en el cuarto trimestre de 2023, el cual se mantuvo hasta el tercer trimestre de 2024⁹. La baja inversión privada e inversión extranjera directa, junto a la caída de la inversión pública, crisis en el sector petrolero y empleo estancado, son algunos de los factores por los que la economía entró en recesión en el primer semestre de 2024, según el informe publicado en julio de 2024 por el BCE.

En abril de 2024 el gobierno anunció una nueva crisis energética tras la de finales de 2023, crisis que trajo consigo nuevos apagones por racionamiento de energía. Desde octubre de 2024, un nuevo periodo de estiaje causó que los racionamientos energéticos empeoren, llegando a sumar 14 horas diarias en la mayoría de las regiones del país e incluso de 24 horas en ciertas zonas industriales. El déficit de generación eléctrica se estimó en alrededor de 1.747 megavatios, similar a la potencia total del mayor complejo hidroeléctrico del país, Paute Integral (1.757 megavatios), que representa casi un 38% de la demanda de Ecuador.¹⁰ Ante esta situación, el presidente Daniel Noboa, la ministra de Energía y Minas y varios actores del gobierno buscan soluciones como la compra de electricidad a privados o al gobierno colombiano. Según el Comité Empresarial Ecuatoriano (CEE), desde abril de 2024 el sector privado ha acumulado una pérdida económica de USD 4.000 millones en ventas.¹¹ A pesar de que el periodo de cortes energéticos terminó a finales de diciembre de 2024, se espera que los efectos negativos en la productividad de varios sectores se vean reflejados en el crecimiento económico de dicho periodo.

Es por esto por lo que el crecimiento futuro dependerá de factores externos como el precio del petróleo, el desembolso de recursos por parte de organismos multilaterales, el aumento en las exportaciones y el flujo de remesas. El reto del gobierno es generar políticas que fomenten la dinamización de la economía ante el aumento generalizado de los precios, las reformas tributarias, la crisis de inseguridad, y la crisis eléctrica que han desacelerado el consumo de los hogares privados y que llevaron a una contracción notable en la actividad económica del Ecuador durante 2024.

⁸ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banca-privada-credito-perspectivas/>

⁹ <https://www.primicias.ec/economia/cuatro-indicadores-muestran-economia-ecuador-recesion-74574/>

¹⁰ <https://www.primicias.ec/economia/cortes-luz-deficit-generacion-riesgos-aumento-apagones-83078/>

¹¹ <https://www.primicias.ec/economia/zonas-industriales-cortes-luz-12noviembre-empresas-perdidas-83064/>

En definitiva, el Ecuador se enfrenta a una diversidad de factores internos y externos que podrían tener influencia sobre el crecimiento y desarrollo de la economía; elecciones en 2025, tensiones geopolíticas, fragmentaciones en los mercados de materias primas, fenómenos climáticos, incertidumbre política y las crisis de inseguridad y energéticas son algunos de los factores decisivos. Las estrategias adoptadas por el sector privado y el gobierno serán claves para incidir en la atracción de inversión privada, en el desarrollo de obras públicas, en un mayor dinamismo del empleo y en el control de la crisis de inseguridad.

INDICADORES

SECTOR REAL	2022	2023	2024	VARIACIÓN ANUAL
Índice de precios del consumidor (IPC)	3,74	1,35	0,53	-0,82 p.p.
Índice de precios del productor (IPP)	6,14	0,91	7,53	6,62 p.p.
Empleo adecuado	36,0%	35,9%	33,0%	-2,90 p.p.
Desempleo	4,1%	3,4%	2,7%	-0,70 p.p.

Fuente: BCE, INEC

SECTOR EXTERNO	2022	2023	2024	VARIACIÓN ANUAL
Exportaciones - millones USD FOB	32.658	31.126	34.421	10,59%
Exportaciones petroleras - millones USD FOB	11.587	8.952	9.572	6,93%
Exportaciones no petroleras - millones USD FOB	21.071	22.175	24.849	12,06%
Importaciones - millones USD FOB	30.334	29.128	27.743	-4,76%
Balanza Comercial - millones USD FOB	2.325	1.998	6.678	234,25%
Precio promedio del petróleo (WTI) - USD	80,26	71,65	75,92	-2,21%
Riesgo país promedio	1.250	2.055	1.337	-24,60%

Fuente: BCE

SECTOR MONETARIO-FINANCIERO	2022	2023	2024	VARIACIÓN ANUAL
Oferta Monetaria (M1) - millones USD	30.191	30.489	31.462	3,19%
Cuasidnero - millones USD	45.120	49.855	57.023	14,38%
Liquidez total (M2) - millones USD	75.310	80.344	88.485	10,13%
Base Monetaria (BM) - millones USD	28.698	27.672	29.776	7,60%
Multiplicador monetario (M2/BM)	2,6	2,9	3,0	0,07 p.p.
Reservas internacionales -millones USD	8.459	4.454	6.900	54,91%
Reservas bancarias -millones USD	7.230	5.484	6.255	14,06%
Tasa activa referencial	8,48%	9,94%	10,43%	0,49 p.p.
Tasa pasiva referencial	6,35%	7,70%	7,46%	-0,24 p.p.

Fuente: BCE

SECTOR FISCAL	2021	2022	2023	SEPT 2023	SEPT 2024	VARIACIÓN ANUAL
Ingresos fiscales acumulados – millones USD	38.462	45.199	43.607	10.341	11.471	10,92%
Gastos fiscales acumulados– millones USD	40.245	45.222	47.883	11.824	12.348	4,43%
Resultado fiscal– millones USD	-1.782	-23	-4.277	-1.483	-877	-40,87%

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

PIB ECUADOR	2021	2022	2023	SEPT 2023	SEPT 2024	VARIACIÓN ANUAL
Crecimiento de la economía	9,8%	6,2%	2,4%	-0,1%	-1,5%	-1,4 p.p.

Fuente: BCE

SECTOR PESCA Y ACUICULTURA

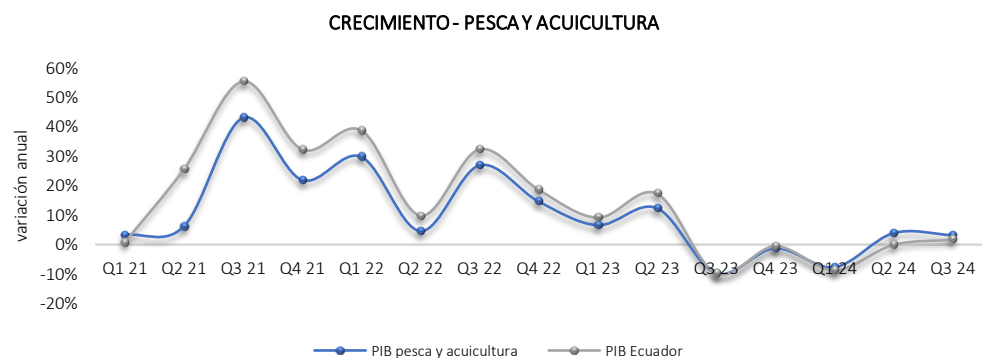
La acuicultura es definida como la cría, el cultivo y la recolección de organismos acuáticos en agua dulce y salada para el consumo humano y la conservación¹². La producción mundial de alimentos por acuicultura ha incrementado en los últimos años, y, en consecuencia, esta industria se considera como una de las industrias más lucrativas y de más rápido crecimiento en el Ecuador¹³. Según la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), en las últimas 3 décadas, la producción mundial de peces de cría se ha multiplicado por 12, con una tasa media anual de crecimiento superior a 8%, que la convierte en el sector de producción de alimentos con mejor desempeño y que ha permitido que 50% de los productos pesqueros destinados a la alimentación a nivel mundial provengan de esta actividad.

¹² <https://www.nationalgeographic.es/medio-ambiente/acuicultura>¹³ Revista Acuicultura #153 de la Cámara Nacional de Acuicultura (CNA)

Ecuador se encuentra en una posición privilegiada en el océano Pacífico, la cual provee una amplia variedad de especies de camarones y peces de alta calidad y sabor, haciendo del país un proveedor a nivel mundial. La eficiencia, capacidad de producción y constante inversión son unas de las razones que han llevado al país a posicionarse como el mayor productor y exportador de camarón a nivel mundial¹⁴. En 2020, el sector demostró ser uno de los más resilientes a la pandemia y, en 2021, el camarón se convirtió en el principal producto de exportación no petrolera del país, superando al banano.¹⁵ En 2023, destronó al petróleo crudo como primer producto de exportación¹⁶. En la actualidad, los países de Chile y Ecuador representan el 53% de la producción acuícola total de animales acuáticos de América Latina y el Caribe¹⁷.

CRECIMIENTO

A partir del segundo trimestre de 2021, el PIB del sector de pesca y acuicultura mostró un crecimiento positivo. En 2022, el sector experimentó una mayor volatilidad, fluctuaciones que llevaron a que el sector crezca 8,23% anual a partir del precio del camarón y pescado a nivel mundial y del nivel de exportaciones. En 2023, las condiciones mejoraron, mostrando una variación anual positiva durante los primeros dos trimestres del año, sin embargo, el sector tuvo una variación de -9,69% en el tercer trimestre del año, explicado por la disminución de ingresos es la caída de los precios internacionales de camarón, los cuales han alcanzado valores incluso inferiores a los registrados durante la pandemia¹⁸. Uno de los motivos principales que influyen en la baja del precio es la devaluación del yuan, lo que ha provocado que los importadores de China tengan menos dinero disponible ante un dólar que se presenta más caro y también que el consumo interno disminuya. En conjunto, el sector creció 5,85% en 2023, una cifra que a pesar de ser positiva muestra una ralentización.



Fuente: BCE

Al tercer trimestre de 2024, el sector marcó un nuevo crecimiento al registrar una variación interanual de 3,21% con relación al mismo trimestre del año anterior. Cabe destacar que la pesca y acuicultura fue uno de los apenas 6 sectores de 20 que presentaron crecimientos en un periodo en el cual la economía ecuatoriana reflejó una contracción económica. El BCE del Ecuador espera que la pesca y acuicultura reporte un crecimiento de 4,40% en 2025, cifra muy superior a 1,50% al esperado de la economía ecuatoriana.

CRÉDITO OTORGADO

Para evaluar el volumen de crédito otorgado para el sector acuícola, se toma en cuenta los subsectores de acuicultura de agua dulce y acuicultura marina, mientras que el de pesca toma en cuenta la pesca de agua dulce y pesca marina. Desde 2022, el volumen de crédito otorgado al sector mantiene una tendencia creciente, lo que denota el dinamismo y el desarrollo que las industrias relacionadas a la pesca y acuicultura han experimentado en los últimos años. En 2023 el volumen de crédito de la acuicultura presentó una variación positiva de 3,16% con respecto a 2022 y contabilizó USD 1.301 millones.

¹⁴ <https://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-65247655>

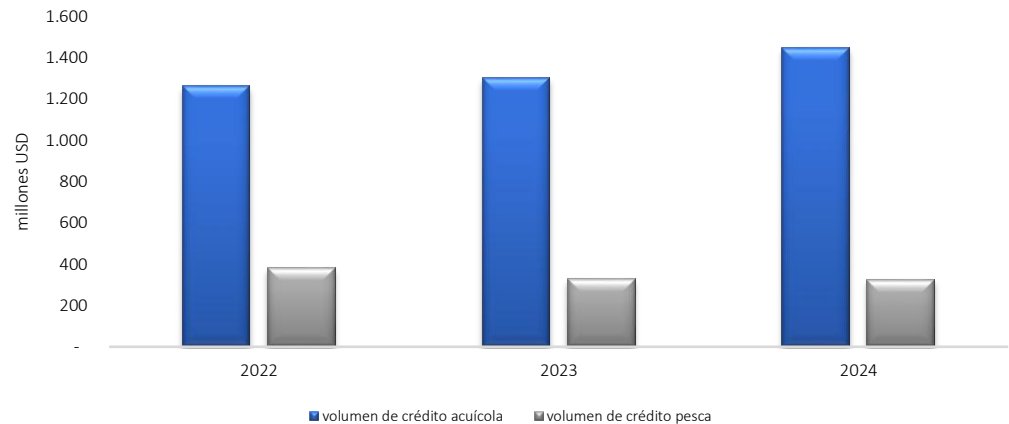
¹⁵ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/ecuador-es-el-mayor-productor-mundial-de-camaron-segun-revista-aquaculture-nota/>

¹⁶ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/por-314-millones-el-camaron-destrono-por-primera-vez-al-petroleo-como-primer-producto-de-exportacion-nota/>

¹⁷ <https://www.fao.org/ecuador/noticias/detail-events/en/c/1696495/>

¹⁸ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/camaroneros-perdidas-millonarias-asaltos/>

VOLUMEN DE CRÉDITO SECTOR ACUÍCOLA



Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador

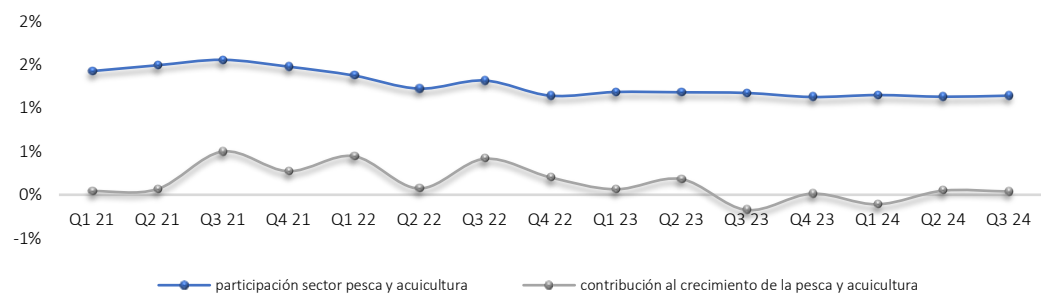
En 2024, el sector acuícola experimentó un nuevo aumento en 11,34% en el monto de crédito otorgado, al contabilizar USD 1.449 millones. Las actividades que más crédito recibieron fueron Explotación de Criaderos de Camarones (Camaroneras) y Criaderos de Larvas de Camarón, Actividades de Acuicultura en Agua del Mar o en Tanques de Agua Salada, y Cría y Explotación de Criaderos de Peces (de Agua Dulce). Los bancos que más crédito otorgaron a la acuicultura fueron Banco Bolivariano C.A., Banco Guayaquil S.A. y Banco Internacional S.A.

Por otro lado, el sector de la pesca evidencia una disminución de -0,98% en el monto de crédito otorgado en 2024. La Pesca Marina recibió la mayor cantidad de crédito, que fue otorgada principalmente por Banco Guayaquil S.A, Banco de la Producción S.A. Produbanco, y Banco Internacional S.A.

TAMAÑO E INTEGRACIÓN

El sector de pesca y acuicultura ha mantenido una participación promedio de 1,27% sobre el PIB total del Ecuador durante los últimos tres años; al tercer trimestre de 2024, esta cifra se ubicó en 1,14%. En cuanto a la contribución al crecimiento interanual del PIB ecuatoriano, este sector tuvo una cifra de 0,04% en el mismo periodo, manteniendo una tendencia positiva de 0,14% en promedio de contribución al crecimiento en los últimos años.

TAMAÑO E INTEGRACIÓN DEL PESCA Y ACUICULTURA



Fuente: BCE

PERSPECTIVAS Y CONCLUSIONES

La importancia de la acuicultura dentro de la cadena alimenticia nacional e internacional la convirtieron en la segunda industria con mayor relevancia para las exportaciones del Ecuador. La producción camaronera estuvo favorecida por el aumento en la demanda externa en los últimos años, especialmente en mercados como China y EE. UU., a través de la exportación de camarón congelado. Las exportaciones no petroleras continúan mostrando una dinámica creciente y positiva, beneficiando a productos como el camarón, atún y pescado. Según la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), se prevé un aumento en la producción y el consumo de los productos de origen acuático a nivel mundial lo cual favorecería al Ecuador¹⁹.

¹⁹ <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/ecuador-entre-mayores-exportadores-productos-acuaticos.html>

Aun así, las exportaciones de camarón cayeron en 2,96% anual en 2024 ante fluctuaciones en el precio, demandas internacionales y sanciones²⁰. Por esta razón, de cara a 2025, es necesario que las empresas dentro de la pesca y la acuicultura profundicen en estrategias que permitan expandir cartera de clientes y aumentar el dinamismo de las ventas al exterior. El BCE del Ecuador prevé un crecimiento de 5,80% para la pesca y acuicultura al cerrar 2024 y de 4,40% en 2025, cifras superiores al estimado de la economía ecuatoriana. Sin embargo, esta cifra podría variar de acuerdo con factores externos como la crisis de inseguridad y la crisis energética, que afectan la productividad de varias industrias en el país. Por otro lado, los acuerdos comerciales con China, Costa Rica, Canadá y otros países podrían beneficiar las exportaciones al abrir puertas de forma preferencial a distintos mercados.

CRECIMIENTO ECONÓMICO	2021	2022	2023	2024*	2025*	VARIACIÓN ANUAL
Crecimiento - PIB Pesca y Acuicultura	22,72%	8,23%	5,85%	5,80%	4,40%	-2,38%

Fuente: BCE

INDICADORES	2022	2023	2024	VARIACIÓN ANUAL
Inflación peces y productos de la pesca (IPP)	-6,10%	0,76%	21,41%	20,65 p.p.
Precio global camarón (USD/Kg)	7,75	7,05	8,39	19,00%
Inflación del precio camarón global (variación anual)	-8,06%	-9,01%	19,00%	28,01 p.p.
Exportaciones camarón (USD FOB millones) *	7.289	7.205	6.992	-2,96%
Exportaciones atún y pescado (USD FOB millones) *	385	294	333	13,27%
Empleo adecuado – agricultura, silvicultura, ganadería y pesca	11,10%	11,40%	10,60%	-0,80 p.p.
Desempleo - agricultura, silvicultura, ganadería y pesca	0,50%	0,60%	0,40%	-0,20 p.p.

Fuente: BCE, INEC, Ministerio de Producción, FRED

POSICIÓN COMPETITIVA

En cuanto a la posición competitiva la compañía considera como su competencia a las siguientes empresas, las que ofrecen en el mercado un producto similar.

COMPAÑÍAS	INGRESOS (USD)	ACTIVOS (USD)	UTILIDAD (USD)	PATRIMONIO (USD)	ROE
Sociedad Nacional de las Galápagos C.A.	616.143.599	193.483.446	3.234.474	45.174.707	7,16%
Naturisa S.A.	212.247.561	168.279.286	3.090.595	100.598.499	3,07%
Empacadora del Pacífico S.A. EDPACIF	116.123.064	51.019.849	467.310	10.767.310	4,34%
NATLUK S.A.	31.170.202	14.383.046	157.517	2.823.425	5,58%
Empacadora Bilbo S.A. BILBOSA	30.545.833	39.304.959	175.769	10.954.758	1,60%

Fuente: SCVS

Con lo antes expuesto, es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que el sector al cual pertenece el Emisor es un sector que ha experimentado varios altibajos a lo largo de los años debido a factores como los precios internacionales, regulaciones gubernamentales y problemas ambientales. Sin embargo, en general, ha sido una industria sólida y en crecimiento.

PERFIL INTERNO

GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN

NATLUK S.A. es una empresa ecuatoriana con domicilio en la ciudad de Guayaquil, que se dedica principalmente al empaque y procesamiento de camarón y otros productos del mar.

2024 ACTUALIDAD

NATLUK S.A. se ubica en el mercado ecuatoriano como el primer emparador y exportador de camarón pomada.

2020-2022 MERCADO DE VALORES

La compañía incursionó en el Mercado de Valores ecuatoriano con el Primer Programa de Papel Comercial en el año 2020 y con el Segundo Programa de Papel Comercial en el año 2021. Durante 2022 emitió la Primera y Segunda Emisión de Obligaciones.

2017 OFERTA PÚBLICA ACCIONES

La oferta pública secundaria de acciones fue autorizada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2017-00023377 con fecha 28 de noviembre.

2017 AUMENTO DE CAPITAL

Mediante Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas celebrada el 31 de agosto se resolvió aumentar el capital social por USD 753.200, por lo que el capital suscrito de la compañía alcanzó USD 800.000.

²⁰ <https://www.forbes.com.ec/rankings/el-top-ten-exportadoras-camaron-primer-semestre-2024-n57294>

2014 INSTAURACIÓN DE OFICINAS COMERCIALES	NATLUK S.A. instauró dos oficinas comerciales en la ciudad de Guayaquil, dentro del Parque Empresarial Colón.
2013 AUMENTO DE CAPITAL	Mediante Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas celebrada el 05 de agosto se resolvió aumentar el capital social por USD 46.000, por lo que el capital suscrito de la compañía alcanzó USD 46.800.
2010 INICIO DE ACTIVIDADES	Inició sus operaciones el 01 de septiembre en la ciudad de Playas, motivados por el apoyo al desarrollo socioeconómico de la zona y de las ciudades aledañas.
2002 CONSTITUCIÓN	Con fecha 09 de mayo mediante escritura pública fue constituida en la provincia de Guayas-Ecuador la compañía denominada NATLUK S.A. Se inscribió en el Registro Mercantil el 03 de junio del mismo año.

Fuente: NATLUK S.A.

La misión de NATLUK S.A. es “Proporcionar productos de mar y acuícolas de la mejor calidad. Buscando satisfacer las necesidades de nuestros clientes como aliados estratégicos y contribuir al bienestar de las comunidades locales a través de la generación de empleo y producción responsable. Nos comprometemos a ser líderes en la industria manteniendo altos y rigurosos estándares de seguridad alimentaria y sostenibilidad”, mientras que la visión es “Convertirnos en la empacadora líder a nivel mundial de productos del mar ecuatorianos y productos acuícolas personalizados, reconocidos por nuestra excelencia en: calidad, servicio, responsabilidad social y sostenibilidad. Asegurar que nuestros productos sean la preferencia de consumidores, distribuidores y procesadores consientes, haciendo nuestra empresa un modelo de responsabilidad en la cadena de suministro de alimentos.”

NATLUK S.A. mantiene inscritas sus acciones en las bolsas de valores del país, con fecha 28 de noviembre de 2017 la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprobó la inscripción mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2017-00023377.

A la fecha del presente informe, registró como capital suscrito y pagado por USD 800.000, conformado por 800.000 acciones ordinarias y nominativas de valor USD 1,00 cada una. En lo que respecta al compromiso de los accionistas, es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que las personas naturales que están detrás del principal accionista están comprometidos, hecho que se refleja en el apoyo constante en la administración.

ESTRUCTURA ACCIONARIAL NATLUK S.A.	PAÍS	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Holding Alsofocorp S.A.	Ecuador	777.150	97,14%
Real Casa de Valores de Guayaquil S.A. (Casareal)	Ecuador	15.204	1,90%
J. Rosero Toris	Ecuador	2.000	0,25%
B. Lascano Loor	Ecuador	1.894	0,24%
Otros con una participación inferior al 0,20%	Ecuador	3.752	0,47%
Total		800.000	100,00%

Fuente: SCVS

HOLDING ALSOFOCORP S.A.	PAÍS	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
M. Dahik Ayoub	Ecuador	272	34,00%
M. Dahik Ayoub	Ecuador	264	33,00%
M. Dahik Ayoub	Ecuador	264	33,00%
Total		800	100,00%

Fuente: SCVS

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, se detalla las compañías que presentan vinculación representativa en otras compañías, ya sea por accionariado o por administración. Las personas naturales que en definitiva conforman la compañía se muestran con amplia trayectoria empresarial evidenciada a través de las numerosas compañías que administran y/o son dueñas.

COMPAÑÍAS RELACIONADAS	TIPO DE VINCULACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
Termoli S.A.	Accionariado y administración	Activa
Sonnengold S.A.	Accionariado y administración	Activa
Hielalib S.A.	Accionariado y administración	Activa
Bandiolito S.A.	Administración	Activa
Holding Alsofocorp S.A.	Accionariado y administración	Activa
Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima	Accionariado	Activa
Sociedad Agrícola e Industrial San Carlos S.A.	Accionariado	Activa

COMPAÑÍAS RELACIONADAS	TIPO DE VINCULACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
Trasporte y logística Álvarez S.A.	Accionariado	Activa
Punto Experiencia EXPOINT S.A.	Accionariado y administración	Activa

Fuente: SCVS

En la actualidad, NATLUK S.A. mantiene inversiones en Sociedad Agrícola e Industrial San Carlos S.A. con una participación inferior al 1% del capital total.

La compañía se encuentra gobernada por la Junta General de Accionistas, que es el órgano supremo de la compañía, y esta administrada por el Presidente, del Gerente General y del Vicepresidente. La representación legal, judicial y extrajudicial de la compañía la ejerce el Presidente y el Gerente General.

Con fecha del presente informe la empresa no cuenta con prácticas formales de Buen Gobierno Corporativo definidas en sus estatutos, sin embargo, las directrices de su operación y gestión funcional han sido establecidas por la Junta de Accionistas y a través de reuniones periódicas de la administración. La compañía cuenta con un directorio no estatutario como órgano colegiado de administración, cuya actividad principal es la supervisión y control. Se han realizado avances en la implementación formal de lineamientos de Gobierno Corporativo, por lo que mantiene un seguimiento interno de las políticas, medidas y acciones que permiten identificar el grado de cumplimiento en los siguientes pilares: derechos y trato equitativo de los accionistas, funciones y competencias de la Asamblea General de Accionistas, atribuciones y funciones del Directorio, información financiera y no financiera y previsión en los estatutos del arbitraje como forma de arreglo de competencias. Los principales ejecutivos tienen una amplia experiencia y conocimientos suficientes para el correcto desenvolvimiento de sus funciones.

A febrero 2025, NATLUK S.A. cuenta con un total de 186 empleados de los cuales 31 pertenecen al área administrativa y 155 al área operativa. Cabe mencionar que, a la fecha del presente informe, NATLUK S.A. no cuenta con sindicatos ni tiene conflictos laborales. El personal es evaluado de manera periódica con el objetivo de reforzar competencias y/o habilidades en sus puestos de trabajo según lo establece el Plan de Capacitaciones.

NATLUK S.A. está enfocada en el desarrollo de su gente y para ello trabaja en el desarrollo personal y profesional a través de capacitaciones constantes en aspectos laborales y personales, manejo alimenticio, buenas prácticas de manufactura, servicio al cliente y trabajo en equipo.

La compañía mantiene un Reglamento Interno de trabajo que rige todas las relaciones laborales existentes. Los trabajadores realizan sus labores bajo la dirección y control de del jefe inmediato según el área al que pertenecen.



Fuente: NATLUK S.A.

NATLUK S.A. cuenta con un sistema de información contable, administrativa y productiva denominada "smAdmin" que mantiene como característica general almacenar y procesar la información de administración, contabilidad, inventarios, compras, propiedad, planta y equipo, entre otros.

Con todo lo expuesto anteriormente, es opinión de GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que la compañía mantiene una estructura gerencial establecida, que se desarrolla a través de sistemas de administración y planificación que se han afirmado en el tiempo.

La empresa se involucra en varios ámbitos como parte de su responsabilidad social, entre los que destacan: entrega de materiales requeridos por el Centro Educativo General José de Villamil, donaciones de cómodas, equipos deportivos, juguetes navideños, mallas de pesca y ayudas económicas a pescadores.

Por otra parte, NATLUK S.A presenta certificaciones del gobierno ecuatoriano y estadounidense avalando la calidad e inocuidad de los productos que elabora y mantiene un certificado de calidad y estándares globales de seguridad alimenticia entregado por CONTROLUNION en agosto de 2018 con validez hasta 2024 y FDA que certifica que el producto alimenticio ha sido inspeccionado y cumple con los requisitos y los estándares de calidad relevantes. Además, la empresa mantiene un certificado de la Subsecretaría de Calidad e Inocuidad (SCI) como autoridad competente en materia sanitaria de los productos de la pesca y acuicultura del Ecuador, que certifica que las líneas de camarón de mar (langostino y pomada), camarón de acuicultura entero, cola y valor agregado, corvina y merluza congelados, langosta y calamar congelado, cuentan con todos los requerimientos del plan HACCP para las garantías oficiales relacionadas a la exportación de los productos de la pesca. Adicionalmente, mantiene diversas certificaciones, entre los que destacan *BRC Certification* y *SEDEX Certification*, enfocadas en estándares internacionales de metodologías e inocuidad de los productos alimenticios.

A la fecha de corte del informe, se ha presentado certificados de no mantener obligaciones patronales en mora con el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, mantiene deudas en firme con Servicio de Rentas Internas por un valor de cinco cifras bajas y un certificado del buró de crédito evidenciando que la compañía se encuentra al día con las obligaciones, no registra demandas judiciales, no registra cartera castigada ni saldos vencidos. Cabe mencionar que a la fecha la compañía presenta dos juicios de carácter laboral, evidenciando que, bajo un orden de prelación la compañía no tiene compromisos pendientes que podrían afectar los pagos del instrumento en caso de quiebra o liquidación.

NEGOCIO

NATLUK S.A. es una empresa procesadora, empacadora y exportadora de camarón, siendo sus productos principales el camarón silvestre (Langostino y Pomada), segmentos del mercado en que lidera las exportaciones a nivel nacional. Dado el nivel de especialización, mantiene dos plantas que fueron diseñadas a partir de la infraestructura necesaria para la maximización de la producción de estas dos líneas:

Plata de producción “NK1: Langostino”: la producción de Langostino es 100% artesanal, es decir, clasificado, pelado, decorado y empacado a mano, teniendo un promedio de 55 personas trabajando en procesos continuos de procesamiento de este producto.

Planta de producción “NK2: Pomada”: es mucho más tecnificada, cuenta con 4 máquinas peladoras de pomada con una capacidad de 850 libras hora cada una, esta línea cuenta con 90 personas promedio trabajando en la inspección y empaque de este producto que se vende en grandes volúmenes.

La línea de camarón de acuicultura: es una línea de ventas secundaria que les permite mejorar la utilización de planta debido a las fluctuaciones normales que tiene la captura del camarón de mar, y la compra del producto se la realiza a pequeños productores. Por lo tanto, NATLUK S.A. no se considera como una camaronera puesto que su producción no depende del cultivo de larvas de camarón en piscinas.

Los principales destinos de exportación de NATLUK S.A. son Canadá, Estados Unidos, Guatemala, Chile, España, Reino Unido, Bélgica, Holanda, Italia, Dinamarca, Tailandia, India, Japón, Taiwán y China. La empresa comercializa distintos tipos de camarón bajo las marcas Playas Gold, Playas *Gold Farm*, Canoa y Las Balsas.

LÍNEA DE NEGOCIO	DESCRIPCIÓN
CAMARONES GIGANTES CAPTADOS EN LA NATURALEZA	<ul style="list-style-type: none"> ■ <i>Shrimp P&D (tail on).</i> ■ <i>Pink Shrimp P&D.</i> ■ <i>Pink Shrimp P&D/HLSO/HOSO.</i> ■ <i>Brown Shrimp HOSO/HLSO.</i> ■ <i>White Shrimp Butterfly/ Ez Peel/ P&D/ Less Shell/ Shell On.</i> ■ <i>Blue Shrimp HOSO/HLSO.</i>
LANGOSTINOS TITI CAPTURADO SALVAJEMENTE	<ul style="list-style-type: none"> ■ <i>Titi Shrimp PTO (Protachypene Precipua).</i> ■ <i>Titi Shrimp PUD (Protachypene Precipua).</i>
CAMARONES CRIADOS EN GRANJAS	<ul style="list-style-type: none"> ■ <i>Shrimp PUD tail off.</i> ■ <i>Shrimp P&D Tail Off.</i> ■ <i>Shrimp Skewers.</i> ■ <i>Shrimp Farm Butterfly.</i> ■ <i>P&D Tail On.</i> ■ <i>Shrimp Head Less Shell On.</i>

LÍNEA DE NEGOCIO	DESCRIPCIÓN
OTROS	■ <i>Shrimp Farm HOSO.</i>
	■ <i>Whole Squid (loligo gayi).</i>
	■ <i>Skewers Mix.</i>
	■ <i>Squid Skewers.</i>
	■ <i>Squid Tubes.</i>

Fuente: NATLUK S.A.

La compañía estructuró un plan estratégico hasta el año 2025 que está enfocado principalmente en lograr la consolidación y eficiencia en todas sus unidades de negocio (pomada, langostino y camarón de piscina) y establecer el direccionamiento estratégico y aspectos clave que lleven a crear valor y generar mayor rentabilidad.

- El costo de ventas debe estar relacionado con la proyección de EBITDA con relación a las ventas y aumentar de 3% (2022) a 6% (2025), creciendo un punto porcentual por año.
- Aumentar el nivel de posicionamiento de la marca o nivel de recordación tanto de clientes como de posibles compradores
- Lograr eficiencia operativa: Capacidad en uso sobre capacidad instalada, calidad (lotes conforme/lotes producidos) y velocidad (libras procesadas sobre capacidad de procesamiento por hora).
- Reducir la rotación del personal.

RIESGO OPERATIVO

NATLUK S.A. cuenta con pólizas de seguros vigentes que cubren diferentes áreas del negocio incluyendo edificios, instalaciones, adecuaciones y seguro contra multirriesgo con la Compañía Seguros Equinoccial S. A.

RAMOS-PÓLIZA DE SEGURO	ASEGURADORA	FECHA DE VENCIMIENTO
Multirriesgo	Seguros Equinoccial S. A.	30/07/2025
Transporte	Seguros Equinoccial S. A.	30/07/2025
Fidelidad	Seguros Equinoccial S. A.	30/07/2025
Equipo y maquinaria	Seguros Equinoccial S.A..	30/07/2025
Responsabilidad civil	Seguros Equinoccial S.A..	30/07/2025
Vehículo	Seguros Equinoccial S.A..	30/07/2025
Valores y dinero	Seguros Equinoccial S. A	30/07/2025

Fuente: NATLUK S.A.

PRESENCIA BURSÁTIL

A la fecha del presente informe, NATLUK S.A. mantiene vigente la Tercera Emisión de Obligaciones el Tercer Programa de Papel Comercial y Cuarto Programa de Papel Comercial.

PRESENCIA BURSÁTIL	AÑO	APROBACIÓN	MONTO (USD)	ESTADO
Acciones Ordinarias	2017	SCVS-INMV-DNAR-2017-00023377	-	Vigente
Primer Programa de Papel Comercial	2020	SCVS-INMV-DNAR-2020-00002970	2.000.000	Cancelado
Segundo Programa de Papel Comercial	2021	SCVS-INMV-DNAR-2021-00008012	2.000.000	Cancelado
Primera Emisión de Obligaciones	2022	SCVS-INMV-DNAR-2022-00003518	1.500.000	Cancelado
Segunda Emisión de Obligaciones	2022	SCVS-INMV-DNAR-2022-00008430	1.500.000	Cancelado
Tercer Programa de Papel Comercial	2023	SCVS-INMV-DNAR-2023-00042963	1.700.000	Vigente
Tercera Emisión de Obligaciones	2024	SCVS-INMV-DNAR-2024-00011463	2.500.000	Vigente
Cuarto Programa de Papel Comercial	2025	SCVS-INMV-DNAR-2025-00001074	2.000.000	vigente

Fuente: SCVS

En el siguiente cuadro se evidencia la liquidez que presentaron los instrumentos que NATLUK S.A. ha mantenido en circulación en el Mercado de Valores a la fecha de corte:

LIQUIDEZ PRESENCIA BURSÁTIL	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO (USD)
Primer Programa de Papel Comercial	191	37	2.000.000
Segundo Programa de Papel Comercial	57	27	2.000.000
Primera Emisión de Obligaciones	72	18	1.500.000
Segunda Emisión de Obligaciones	141	21	1.500.000
Tercer Programa de Papel Comercial	91	48	1.511.421
Tercera Emisión de Obligaciones	199	49	1.017.981
Cuarta Emisión de Obligaciones	3	2	215.350

Fuente: SCVS

En función de lo antes mencionado, GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. opina que se observa consistencia en la presencia bursátil.

INSTRUMENTO

La Junta General Extraordinaria de Accionistas en su sesión del 17 de abril de 2023, resolvió aprobar el Tercer Programa de Papel Comercial, por un monto de USD 1.700.000 en los términos y condiciones propuestos. La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprobó el Tercer Programa de Papel Comercial mediante resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2023-00042963 con fecha 2 de octubre de 2023.

Con fecha 26 de octubre de 2023 se inició con la colocación de los valores, logrando colocar el 100% del monto aprobado.

TERCER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL					
Características	MONTO (USD)	PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PLAZO PROGRAMA (DÍAS)	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERES
	1.700.000	Hasta 359	Hasta 720	Al vencimiento	Cero cupón
Saldo por pagar Febrero 2025	USD 1.547.075				
Garantía general	De acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores				
Garantía específica	N/A				
Destino de los recursos	Los recursos obtenidos de la Tercera Emisión de Papel Comercial serán destinados, en un 100% a capital de trabajo, compra de materia prima para la producción.				
Valor nominal	Múltiplos de USD 1,00				
Base de cálculos de intereses	Cero cupón.				
Rescates anticipados	La presente emisión no contempla rescates anticipados				
Underwriting	La presente emisión no contempla un contrato de underwriting.				
Estructurador financiero	Real Casa de Valores de Guayaquil CASAREAL S.A.				
Agente colocador	Real Casa de Valores de Guayaquil CASAREAL S.A.				
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
Representante de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.				
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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. ■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ■ 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. 				
Compromisos adicionales	<ul style="list-style-type: none"> ■ Mantenerlas obligaciones por pagar a accionistas durante la vigencia de la emisión. ■ Mantener las inversiones de largo plazo registradas en la cuenta otros activos no corrientes durante la vigencia de la emisión. 				
Límite de endeudamiento	El emisor se compromete a mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50, en todo momento mientras esté vigente la emisión.				

Fuente: Circular de Oferta Pública

La siguiente tabla detalla las colocaciones que mantiene vigente a la fecha del presente informe del Tercer Programa de Papel Comercial de NATLUK S.A.

FECHA COLOCACIÓN	MONTO COLOCADO (USD)	PLAZO (DÍAS)	FECHA VENCIMIENTO
5/4/2024	17.388,00	357	28/3/2025
23/4/2024	5.500,00	359	17/4/2025
29/4/2024	11.000,00	359	23/4/2025
9/5/2024	6.000,00	357	1/5/2025
22/5/2024	32.719,00	359	16/5/2025
23/5/2024	17.000,00	358	16/5/2025
31/5/2024	10.000,00	356	22/5/2025

FECHA COLOCACIÓN	MONTO COLOCADO (USD)	PLAZO (DÍAS)	FECHA VENCIMIENTO
18/6/2024	10.840,00	359	12/6/2025
11/7/2024	5.000,00	358	4/7/2025
18/7/2024	7.700,00	358	11/7/2025
31/7/2024	15.000,00	359	25/7/2025
26/8/2024	7.100,00	359	20/8/2025
26/8/2024	3.900,00	359	20/8/2025
5/9/2024	21.000,00	358	29/8/2025
16/9/2024	16.500,00	359	10/9/2025
17/9/2024	7.514,41	359	11/9/2025
18/9/2024	8.500,00	359	12/9/2025
10/10/2024	8.900,00	344	19/9/2025
16/10/2024	4.400,00	180	14/4/2025
21/10/2024	11.600,00	182	21/4/2025
21/10/2024	9.900,00	333	19/9/2025
28/10/2024	62.168,13	134	11/3/2025
30/10/2024	15.749,00	180	28/4/2025
8/11/2024	35.600,00	133	21/3/2025
8/11/2024	21.000,00	133	21/3/2025
11/11/2024	2.096,00	182	12/5/2025
9/12/2024	2.200,00	182	9/6/2025
9/12/2024	5.300,00	284	19/9/2025
13/12/2024	11.211,00	280	19/9/2025
13/12/2024	1.298,00	280	19/9/2025
19/12/2024	49.969,00	274	19/9/2025
20/12/2024	27.500,00	273	19/9/2025
27/12/2024	53.250,00	182	27/6/2025
27/12/2024	30.000,00	266	19/9/2025
31/12/2024	52.200,00	181	30/6/2025
17/1/2025	35.000,00	90	17/4/2025
16/1/2025	11.000,00	246	19/9/2025
17/1/2025	53.500,00	245	19/9/2025
20/1/2025	1.570,00	182	21/7/2025
22/1/2025	62.175,00	61	24/3/2025
23/1/2025	21.325,00	239	19/9/2025
28/1/2025	137.500,00	181	28/7/2025
28/1/2025	15.000,00	181	28/7/2025
28/1/2025	14.000,00	181	28/7/2025
29/1/2025	210.811,00	180	28/7/2025
4/2/2025	2.320,00	181	4/8/2025
7/2/2025	36.400,00	181	7/8/2025
12/2/2025	6.000,00	181	12/8/2025
13/2/2025	46.094,00	182	14/8/2025
14/2/2025	100.000,00	181	14/8/2025
18/2/2025	82.627,00	213	19/9/2025
21/2/2025	32.300,00	210	19/9/2025
24/2/2025	56.450,00	207	19/9/2025
25/2/2025	16.000,00	181	25/8/2025
Total	1.547.075		

Fuente: SCVS

Mientras se encuentre en vigencia la Emisión, el Emisor deberá establecer, de manera obligatoria, ciertas medidas orientadas a mantener el valor de la Garantía General, por lo que se resolvió:

RESGUARDOS DE LEY	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.	Con corte febrero 2025, la empresa mostró un índice dentro del compromiso adquirido, siendo la relación activos reales/ pasivos de 1,02.	CUMPLE
No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora	No se han repartido dividendos y no hay obligaciones en mora.	CUMPLE
Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos depurados sobre obligaciones en circulación mayor o igual a 1,25.	Al 28 de febrero 2025, presentó una relación de activos depurados (USD 11,02 millones) sobre obligaciones en circulación (USD 4,53 millones) de	CUMPLE

RESGUARDOS DE LEY	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
	2,43 veces, cumpliendo así lo determinado en la normativa.	

Fuente: NATLUK S.A.

COMPROMISOS ADICIONALES	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Mantener las obligaciones por pagar a accionistas durante la vigencia de la emisión.	A febrero 2025 mantuvo obligaciones por pagar a accionistas por USD 3,74 millones.	CUMPLE
Mantener las inversiones de largo plazo registradas en la cuenta otros activos no corrientes durante la vigencia de la emisión.	A febrero 2025 mantuvo inversiones a largo plazo por USD 1,57 millones.	CUMPLE

Fuente: NATLUK S.A.

LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
El emisor se compromete a mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50, en todo momento mientras esté vigente la emisión.	Al 28 de febrero 2025, la compañía presentó un indicador de pasivos con instituciones financieras sobre activos de 0,31 veces.	CUMPLE

Fuente: NATLUK S.A.

ACTIVOS DEPURADOS

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía. Al 28 de febrero 2025, la compañía mantuvo un total de activos por USD 17,55 millones, de los cuales USD 11,00 millones fueron activos depurados, lo que representa una cobertura sobre el saldo en circulación de 2,43 veces.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. verificó la información del certificado de activos libres de gravamen de la empresa, con información financiera cortada al 28 de febrero 2025, evidenciando que la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación en instrumentos amparados con Garantía General deben mantener una razón mayor o igual a 1,25. Se entiende como 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, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este 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 o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias".

ACTIVOS DEPURADOS (FEBRERO 2025)	MONTO (USD)
Activo Total	17.552.728
(-) Activos o impuestos diferidos	2.518.153
(-) Activos gravados	3.833.141
(-) Activos en litigio	
(-) Monto de las impugnaciones tributarias	198.478
(-) Derechos fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros	
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación y derechos fiduciarios compuestos de bienes gravados	
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social	
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor	
Total Activos Depurados	11.002.956
Saldo de obligaciones en circulación	4.534.855
Cobertura Activos Depurados / Obligaciones en circulación	2,43

Fuente: NATLUK S.A.

Por otro lado, "El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120% el monto excedido". Se pudo evidenciar que el valor del Tercer

Programa de Papel Comercial de NATLUK S.A., representaron el 77,72% del 200% del patrimonio al 28 de febrero de 2025 y el 155,44% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO (FEBRERO 2025)	MONTO (USD)
Patrimonio	2.917.352
200% Patrimonio	5.834.705
Saldo Titularización de Flujos en circulación	-
Tercera Emisión de Obligaciones	834.855
Tercer Programa de Papel Comercial	1.7000.000
Cuarto Programa de Papel Comercial	2.000.000
Total Emisiones	4.534.855
Total Emisiones/200% Patrimonio	77,72%

Fuente: NATLUK S.A.

Fuente: NATLUK S.A.

PERFIL FINANCIERO

PERFIL HISTÓRICO

El presente análisis financiero fue realizado con base a los Estados Financieros Auditados del año 2021 por Campos & Asociados Cía. Ltda. y 2022 y 2023 por RVL Consultores & Auditores Cía. Ltda. Estos estados financieros no presentaron salvedades en su opinión. Adicionalmente se utilizaron estados financieros internos con corte febrero 2024, diciembre 2024 y febrero 2025.

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS

NATLUK S.A. se dedica como actividad principal al empaque y procesamiento de camarón. Los ingresos de la compañía presentaron crecimiento en los dos primeros años de análisis al pasar de USD 56,00 millones en el año 2021 a USD 121,93 millones en el año 2022. El crecimiento obedeció a la comercialización de productos de terceros que, si bien significó un gran volumen, tenía márgenes reducidos que significaron un margen bruto de 1,3% en 2022. El convenio no se renovó en 2023 y NATLUK S.A. retomó los ingresos y los márgenes tradicionales, alcanzando USD 31,17 millones a diciembre con un margen bruto de 8,27%.

Los ingresos de la compañía provienen principalmente de la exportación de camarón, segmentados por tipo de línea de producto: camarón piscina, langostino y pomada. Una parte marginal de cada línea de negocio es destinada para el mercado nacional, para agosto 2024 menos de 1% de las ventas. Durante diciembre del año 2022 la principal línea de ingresos fue camarón piscina NP (China), que representó más de 71% de los ingresos percibidos. Sin embargo, a diciembre 2023, la participación de esta línea se redujo a cero debido al término del convenio con terceros por lo que las ventas retomaron su composición tradicional en líneas de negocios con mejores márgenes. A diciembre de 2024, se registró un decremento del 10,80% en comparación con el año anterior, atribuido a la escasez de camarón pomada debido a factores climáticos que afectaron la producción

COMPOSICIÓN INGRESOS	DICIEMBRE 2022		DICIEMBRE 2023		DICIEMBRE 2024	
	(USD)	PART	(USD)	PART	(USD)	PART
Exportaciones	121.258.003	99,45%	29.799.682	95,60%	27.033.275	97,23%
Camarón piscina	13.996.095	11,48%	8.290.396	26,60%	16.454.231	59,18%
Langostino	8.058.854	6,61%	10.994.145	35,27%	6.193.520	22,28%
Pomada	11.480.158	9,42%	10.515.141	33,73%	4.385.524	15,77%
Camarón piscina NP (China)	87.722.896	71,94%	-	-	-	-
Venta local	418.954,53	0,34%	555.223	1,78%	235.230	0,85%
Camarón piscina	322.985,48	0,26%	274.950	0,88%	41.502	0,15%
Langostino	50.768,85	0,04%	184.996	0,59%	35211	0,13%
Pomada	45.200,20	0,04%	95.276	0,31%	158.517	0,57%
Otros	254.324	0,21%	815.298	2,62%	535.177	1,92%
Total Ventas	121.931.281	100,00%	31.170.202	100,00%	27.803.682	100,00%

Fuente: NATLUK S.A.

A febrero 2025, los ingresos registraron un crecimiento 33,77% con respecto a febrero 2024, coherente con retorno del camarón Pomada.

COMPOSICIÓN INGRESOS	FEBRERO 2024		FEBRERO 2025	
	(USD)	PART	(USD)	PART
Exportaciones	3.729.108	96,22%	5.069.934	97,80%
Camarón piscina	2.357.230	60,82%	3.505.254	67,61%
Langostino	1.049.772	27,09%	294.472	5,68%

COMPOSICIÓN INGRESOS	FEBRERO 2024		FEBRERO 2025	
	(USD)	PART	(USD)	PART
Pomada	322.106	8,31%	1.270.208	24,50%
Venta local	43.445	1,12%	61.887	1,19%
Camarón piscina	10.290	0,27%	4.817	0,09%
Langostino	4.523	0,12%	10.502	0,20%
Pomada	28.632	0,74%	46.568	0,90%
Otros	102.884	2,65%	52.350	1,01%
Total Ventas	3.875.437	100,00%	5.184.171	100,00%

Fuente: NATLUK S.A.

El costo de ventas presentó una mayor participación sobre las ventas durante los años 2021 y 2022, pasó de representar 96,21% a 98,70%, respectivamente. Como se mencionó, el incremento se dio en respuesta a la comercialización de camarón de terceros en mercados internacionales, negocio de bajo margen y alto volumen. Producto de una orientación hacia un crecimiento orgánico de sus propias líneas de negocio, el costo de ventas disminuyó la participación sobre las ventas hasta representar un 91,41% a diciembre de 2023 y posteriormente se incrementó a 93,22% a diciembre 2024, coherente con el crecimiento de la línea de camarón piscina que mantiene un margen menor. Por su parte, entre los periodos febrero 2024 y febrero 2025, la participación incrementó de 89,07% a 92,55% respectivamente, explicado por el crecimiento de la línea de camarón piscina que tiene un menor margen.

El Fenómeno del Niño durante el segundo semestre de 2023 ha favorecido las líneas de camarón de mar (principalmente langostino y camarón pomada) debido a que el langostino es una especie que es atraída por el clima cálido en las costas, durante este proceso, las temperaturas de las aguas han incrementado considerablemente lo que ha permitido mayor proliferación de la especie y mayor facilidad de captura. Como consecuencia de lo anterior, la oferta se ha incrementado considerablemente lo que ha permitido comprar la materia prima a mejores precios dando como resultado un mejor margen de ganancia.

En consecuencia, debido al comportamiento mencionado anteriormente, el margen bruto se contrajo en términos relativos entre 2021 y 2022. Pasó de representar un 3,79% de las ventas en 2021 a un 1,30% en el año 2022. Sin embargo, durante diciembre de 2023, el margen bruto aumentó significativamente, representando un 8,27% de las ventas, el valor más alto durante el periodo de análisis. Esta situación se alinea con la estrategia de la compañía de aumentar la rentabilidad del negocio. Hasta diciembre de 2024, el indicador alcanzó el 6,78%, manteniendo mejores márgenes ante la optimización de procesos y la estabilidad de los precios del camarón silvestre. Margen que se mantuvo en 7% al cierre de febrero 2025.



Fuente: Estados Financieros Auditados 2021-2023 e interno 2024

GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

Los principales componentes de los gastos operativos históricamente han sido por concepto de nómina, honorarios, gestión y viajes, los cuales incrementaron con el paso de los años, coherente con el crecimiento de la compañía.

Los gastos operativos mostraron una tendencia creciente en términos monetarios durante los años 2021 y 2023, pasando de USD 736 mil a USD 2,02 millones. Sin embargo, en términos relativos, su participación en las ventas disminuyó cada año, pasando del 1,31% en 2021 al 0,79% en 2022. A pesar del incremento monetario de la

estructura operativa en 2022, su impacto relativo fue menor, y la participación creciente del costo de ventas resultó en una utilidad operativa de USD 621 mil (0,51% de las ventas), un 5% inferior a la registrada en 2021 (USD 1,39 millones).

Para diciembre de 2023, la estructura operativa aumentó su participación en las ventas, alcanzando el 6,49%, debido a la disminución en las ventas. Sin embargo, al centrar sus actividades en sus propias líneas, la utilidad operativa superó la de 2022, alcanzando una participación del 1,78% sobre las ventas (frente al 0,5% de 2022), impulsada por la ventaja competitiva de la compañía al no depender del cultivo de larvas y enfocarse en la pesca silvestre, que se benefició del Fenómeno del Niño, además de la baja de inventario.

En diciembre de 2024, la participación de los gastos operativos sobre las ventas fue del 4,51%, mostrando una reducción debido a la no repetición de la baja de inventario. Para el periodo interanual hasta febrero de 2025, esta participación fue del 4,37%, manteniendo estabilidad, mientras que el gasto operativo se estabilizó alrededor del 3%.

A diciembre de 2023, la compañía registró otros ingresos no operacionales por USD 470 mil, desglosados en USD 42 mil por intereses ganados, USD 135 mil por reclamos de seguros y USD 293 mil por descuentos y multas a empleados. Por su parte, a diciembre de 2024, se registraron otros ingresos por USD 197 mil. Hasta febrero de 2025, se reportó un valor de USD 18 mil, superior al registrado en febrero de 2024.

El EBITDA, en línea con la utilidad operativa, experimentó fluctuaciones entre 2021 y 2024, pero mantuvo valores sólidos que permitieron una cobertura promedio de 1,65 veces sobre los gastos financieros. Esto refleja la capacidad de la empresa para afrontar los costos financieros desde sus resultados operativos. Hasta febrero de 2025, gracias a la reducción de los gastos financieros se alcanzó un indicador de 1,66 veces.

El comportamiento de los gastos financieros durante el periodo analizado refleja la evolución de la deuda con costo, tanto con entidades financieras como con el mercado de valores. En 2022, se observó una disminución debido a los intereses pagados a la CFN, correspondientes a gastos financieros no reconocidos en períodos anteriores, los cuales fueron precancelados en 2022 y registrados en otros activos no corrientes. En 2023, estos gastos se incrementaron nuevamente, alcanzando los USD 758 mil, principalmente debido a los intereses derivados del papel comercial. A diciembre de 2024, los gastos financieros disminuyeron un 14,78% en comparación con el año anterior, como resultado de la amortización de la deuda con costo y una mayor participación en el mercado de valores, que ofrece mejores tasas. A febrero de 2025, los gastos financieros ascendieron a USD 131 mil, lo que representa un crecimiento superior al 100% respecto a lo registrado en febrero de 2024.

La compañía llevó a cabo diversas emisiones durante el periodo analizado. En 2020, emitió el Primer Programa de Papel Comercial por un monto de hasta USD 2 millones, seguido del Segundo Programa de Papel Comercial en 2021 por USD 2 millones. Además, realizó la Primera y Segunda Emisión de Obligaciones en 2022, cada una por USD 1,5 millones y el Tercer Programa de Papel Comercial por USD 1,70 millones. Estas emisiones y los pagos realizados contribuyeron a una deuda neta fluctuante a lo largo del periodo analizado. A la fecha de corte, se colocó la USD 1,02 millones de la Tercera Emisión de Obligaciones y 215 mil del Cuarto Programa de Papel Comercial.

En 2021 y 2022, la compañía mantuvo un flujo de efectivo negativo en actividades de operación, principalmente debido a un mayor efectivo pagado a proveedores en comparación con el efectivo cobrado a clientes. Esto llevó a la empresa a recurrir al endeudamiento con terceros para financiar su operación y realizar inversiones, lo que resultó en un flujo de financiamiento positivo con mayores niveles de deuda neta y apalancamiento. En 2023, el flujo de efectivo de actividades de operación fue ligeramente positivo, pero no suficiente para cubrir las inversiones requeridas, por lo que fue necesario adquirir financiamiento adicional. Al cierre de 2024, se registró un flujo operativo negativo debido al crecimiento de cuentas por cobrar e inventarios, lo que requirió mayor financiamiento, principalmente a través del mercado de valores. A febrero de 2025, aunque existió un flujo operativo positivo, este no fue suficiente para cubrir el total de flujo de inversión, lo que resultó en un incremento en el flujo de financiamiento.

Los resultados netos fueron consistentemente positivos. El ROA se mantuvo entre 1% y 3%, mientras que el ROE fue del 7% en 2022, 6% en 2023 y 3% en 2024, valores que indican una rentabilidad aceptable al compararlos con inversiones alternativas de perfil de riesgo similar. A febrero de 2024, los indicadores de ROE alcanzaron el 10% y el ROA el 2%.

CALIDAD DE ACTIVOS

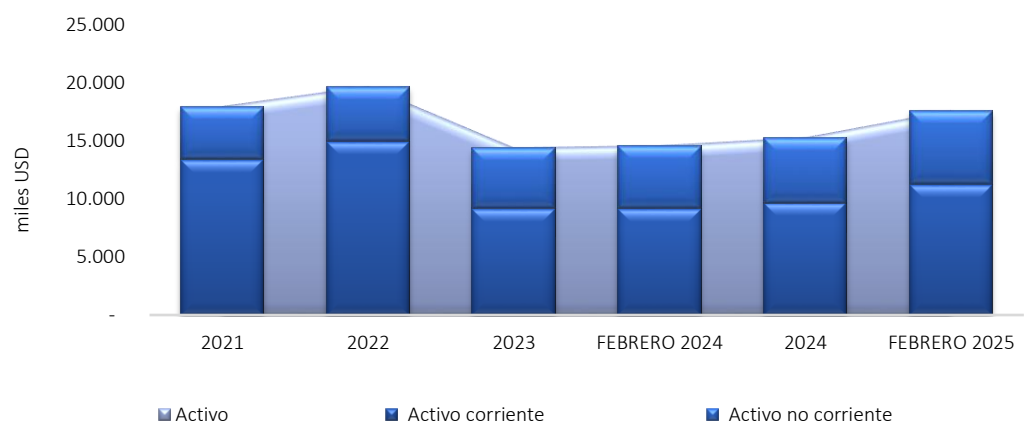
El activo mostró un comportamiento creciente entre los años 2021 y 2022, pasando de USD 17,92 millones a USD 19,63 millones. Sin embargo, para diciembre de 2023, el activo disminuyó a USD 14,38 millones debido a la

reducción en anticipos entregados a proveedores y menores cuentas por cobrar de clientes, en línea con el cambio de estrategia. A diciembre de 2024, el activo aumentó nuevamente, alcanzando USD 15,24 millones, impulsado por el crecimiento de inventarios y anticipos a proveedores. Este comportamiento positivo continuó hasta febrero de 2025, cuando el activo llegó a USD 17,55 millones.

Históricamente, el activo se concentró mayoritariamente en el corto plazo, representando en promedio el 69,31% del total del activo entre 2021 y 2024 (64,10% a febrero de 2025). Dado el giro del negocio, las cuentas más representativas del activo fueron los inventarios (28,83%), la propiedad, planta y equipo (27,46%) y las cuentas por cobrar comerciales (15,67%).

Desde 2022, el índice de liquidez superó la unidad, alcanzando 1,03 en ese año, 1,19 en diciembre de 2023 y 1,20 veces en diciembre de 2024, manteniéndose en 1,19 a febrero de 2025. La cartera mostró un comportamiento decreciente, pasando de USD 6,50 millones en 2021 a USD 2,57 millones en 2023, debido a los cambios estratégicos. Al cierre de 2024, como resultado del crecimiento de la línea de camarón piscina, las cuentas por cobrar aumentaron a USD 2,64 millones, alcanzando USD 2,75 millones a febrero de 2025. Es importante destacar que la compañía mantiene vigente alrededor del 92% de la cartera (89% a febrero de 2025), con la diferencia vencida a un plazo inferior a 180 días.

EVOLUCIÓN EL ACTIVO



Fuente: Estados Financieros Auditados 2021-2023 y Preliminares febrero 2024, diciembre 2024 y febrero 2025

Las cuentas por cobrar comerciales están representadas por facturas generadas a los clientes y el plazo depende de los acuerdos comerciales con cada uno. En general, los clientes son empresas internacionales con quienes se mantienen relaciones comerciales de largo plazo. El Índice de *Herfindahl* con base a los principales clientes registró un valor de 1.571 puntos entre los 15 clientes, lo que representa una concentración moderada.

En cuanto a la calidad de la cartera, se evidencia que la cartera por vencer en los periodos anuales se mantiene una concentración de 92,72%, (89% a febrero 2025) la diferencia se concentró en plazos vencidos entre 0 y 180 días y corresponde a dos clientes internacionales Gava Foods LLC y Productora Mar Vivo S.A., determinado que la cartera es sana y de fácil recuperación. Se registró una provisión para cuentas incobrables por USD 29 mil.

Históricamente, la compañía ha mantenido un adecuado calce de plazos entre los días de pago a proveedores y los días de cobro a clientes. El período de recuperación de cartera presentó fluctuaciones, pasando de 42 días en 2021 a 16 días en 2022. Sin embargo, los días de pago a proveedores se redujeron de 48 días en 2021 a 19 días en 2022. Estos valores estuvieron condicionados por el nivel de ingresos y, en consecuencia, por los costos registrados durante 2021 y 2022, asociados a la comercialización de productos de terceros en el exterior.

A diciembre de 2023, se observa un menor descalce de plazos entre la recuperación de cartera y los pagos a proveedores, con diferencias de apenas 3 días. Para 2024, la recuperación de cuentas por cobrar fue de 34 días (32 días a febrero 2025), frente a 35 días (36 días a febrero 2025) de pago a proveedores, lo que refleja un equilibrio saludable en los ciclos de cobro y pago, y sugiere una mejora en la gestión del capital de trabajo.

NATLUK S.A. mantiene otras cuentas por cobrar, compuestas en su mayoría por préstamos otorgados a proveedores. Estos no se consideran propiamente como cartera, ya que no existe un documento comercial que los respalde.

Los inventarios registran principalmente valores por productos terminados, materiales e insumos, repuestos y herramientas. Los niveles de rotación del inventario aumentaron durante el periodo de análisis, en función de las mayores ventas, situación que se mantiene para el periodo 2023 por la estrategia de abastecimiento ante mejores precios en el camarón silvestre. La compañía no cuenta con provisión para el deterioro de inventarios. La rotación de días de inventario fue de 48 a diciembre 2023 y 60 días a diciembre 2024 (63 días a febrero 2025).

La propiedad, planta y equipo presentó un comportamiento creciente entre 2021 y 2023, al pasar de USD 3,41 millones en diciembre de 2021 a USD 4,39 millones al cierre de 2023. Este incremento se debió principalmente a la adquisición de maquinaria y equipos por USD 606 mil en 2021, así como a una revalorización de edificios por USD 173 mil. Durante 2022, la compañía continuó incrementando este rubro mediante inversiones en maquinaria y equipos por USD 58 mil, vehículos por USD 38 mil, y muebles y enseres por USD 16 mil, entre otras adiciones menores. En 2023 se realizó una revalorización de terrenos, edificios e instalaciones por un valor de USD 1,2 millones, lo cual también tuvo impacto en el patrimonio al cierre del año.

A diciembre de 2024, la propiedad, planta y equipo alcanzó un valor de USD 4,73 millones, con terrenos valorizados en USD 311 mil y depreciaciones acumuladas por USD 1,29 millones. Para febrero de 2025, este rubro registró un valor de USD 4,82 millones, manteniéndose sin variación el valor de los terrenos.

Otro rubro de interés son los otros activos no corrientes, correspondientes principalmente a varias inversiones de construcción realizadas entre los años 2015 y 2020 que se encuentran pendientes de regularizar. Existen montos menores por concepto de gastos financieros medidos al costo amortizado que también se registran en este rubro.

ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

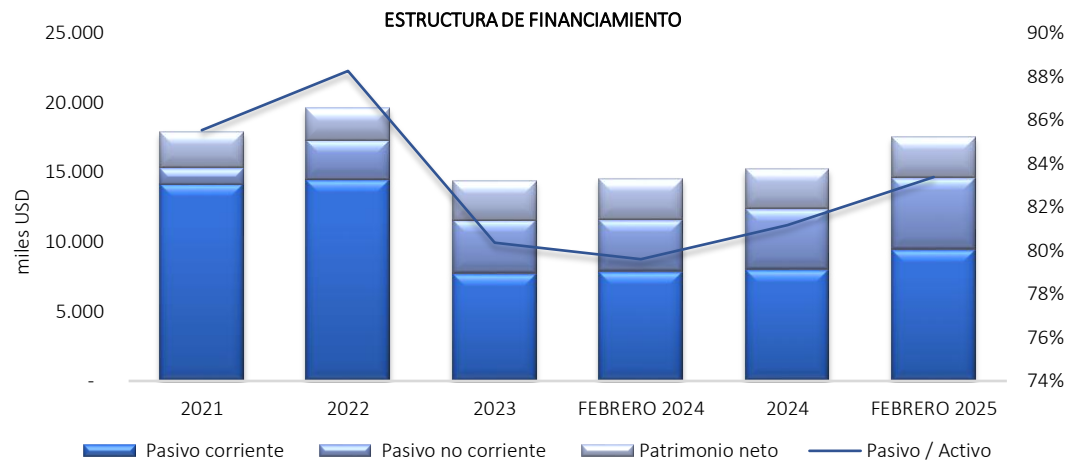
Históricamente, NATLUK S.A. fondeó el crecimiento de las actividades en mayor proporción mediante recursos de terceros, el pasivo financió 81,17% de los activos de la compañía a diciembre de 2024 (83,38% en febrero 2025), mientras que el patrimonio financió 20% restante.

El pasivo de la compañía se concentró principalmente en el corto plazo, representando el 92,26% del pasivo total en 2021. Esta estructura influyó en un indicador de liquidez inferior a la unidad durante ese año. No obstante, dicha concentración fue disminuyendo progresivamente, alcanzando el 83,62% en 2022, el 66,57% en 2023 y el 64,70% en 2024. A febrero de 2025, esta proporción se mantuvo estable en torno al 64,72%. Esta evolución se explica principalmente por el incremento de obligaciones con accionistas registradas en el largo plazo.

Los pasivos totales crecieron entre 2021 y 2022, principalmente por mayores anticipos de clientes y un aumento en las cuentas por pagar comerciales, en coherencia con la estrategia adoptada durante esos años, en los que la compañía comercializó productos de terceros en el exterior.

En 2023, el valor de los anticipos de clientes disminuyó considerablemente y las cuentas por pagar se ajustaron al giro de negocio propio de la empresa, lo que produjo una reducción del pasivo por USD 11,56 millones. Sin embargo, al cierre de diciembre de 2024, el pasivo se incrementó a USD 12,37 millones, debido al crecimiento de las cuentas por pagar a accionistas, al mercado de valores y a nuevos anticipos de clientes.

A febrero de 2025, esta tendencia creciente se mantuvo, alcanzando un total de USD 14,64 millones, impulsado por aumentos en anticipos de clientes y cuentas por pagar a proveedores.



Fuente: Estados Financieros Auditados 2021 -2023 e internos febrero 2024, diciembre 2024 y febrero 2025

El apalancamiento creció desde 5,91 veces en el año 2021 a 7,52 veces en el año 2022, datos que recogen la reclasificación de los aportes para futuras capitalizaciones de cuentas patrimoniales al pasivo en 2022. Cabe destacar que el apalancamiento está condicionado por las cuentas por pagar relacionadas con los principales accionistas de la compañía, lo que disminuye la exposición con terceros, la compañía se ha comprometido a mantener las cuentas por pagar accionistas de largo plazo durante la vigencia del Tercer y Cuarto Programa de Papel Comercial. Para diciembre de 2023 y producto del cambio de estrategia el apalancamiento alcanzó un valor de 4,09 veces, se prevé una tendencia decreciente para períodos futuros. A diciembre 2024, este indicador fue de 4,31 veces (5,02 veces a febrero 2025).

Las cuentas por pagar representan las facturas por la adquisición de bienes y servicios para la operación, sin generar intereses y con plazos que dependen de los acuerdos comerciales con cada proveedor. En cuanto a la posible concentración en proveedores, es relevante mencionar que durante el año 2022 hubo una concentración con Operadora y Procesadora de Productos Marinos OMARSA S.A., debido a un proceso de comercialización de productos para esta empresa en el extranjero. Sin embargo, en 2023 y hasta diciembre de 2024, no se observa una concentración alta en ninguno de los proveedores. Esto se confirma mediante el cálculo del Índice de *Herfindahl* para los 10 principales proveedores, el cual registra un indicador de 1.119 puntos, considerado como una baja concentración.

Los días de pago fluctuaron entre 19 y 48 durante el período 2021–2023, en coherencia con el comportamiento de las cuentas por pagar. Cabe destacar que estos indicadores estuvieron influenciados por las operaciones realizadas con Operadora y Procesadora de Productos Marinos OMARSA S.A., así como por el impacto que dichas operaciones tuvieron en los ingresos y en el costo de ventas. Durante 2023, este indicador se estabilizó en torno a los 33 días de pago, manteniéndose en 35 días a diciembre de 2024 y alcanzando los 36 días a febrero de 2025. Esta evolución refleja el comportamiento de las líneas de negocio propias de la compañía.

La deuda neta de la empresa, es decir la deuda con costo financiero menos el efectivo disponible, tuvo una fluctuación coherente con las ventas durante el periodo 2021 – 2024, empujada por nuevos préstamos bancarios locales de corto plazo para financiar las operaciones en 2022, una disminución en el año 2023 y crecimiento en 2024, coherente con la necesidad de financieras capital de trabajo.

La compañía emitió el Segundo Programa de Papel Comercial en 2021, la Primera Emisión de Obligaciones en 2022, la Segunda Emisión de Obligaciones en 2023 y la Tercera Emisión de Obligaciones en 2024. A diciembre de 2023, la deuda con costo experimentó una disminución, registrando un valor de USD 4,80 millones, frente a los USD 5,49 millones al cierre de 2022. A la fecha de corte del presente informe, la tendencia creciente de la deuda se mantiene, alcanzando los USD 5,51 millones y se comenzó a colocar el Cuarto Programa de Papel Comercial.

NATLUK S.A. mantiene una adecuada diversificación de la deuda con Instituciones financiera, mantenido líneas de crédito abiertas con los principales bancos del país, con tasa de interés que oscilan entre el 7,00% y el 11,78% y plazos de vencimiento de las obligaciones hasta el año 2028.

DEUDA FINANCIERA	2021 (USD)	2022 (USD)	2023 (USD)	2024 (USD)	FEBRERO (USD)
Banco Bolivariano C.A.	-	1.408.275	1.882.689	1.775.813	1.876.765
Banco Guayaquil S.A.	295.280	468.716	-	-	-
Banco Internacional S.A.	-	470.616	394.502	436.394	345.117
Banco Delbank S.A.	-	-	546.215	572.459	543.587
Corporación Financiera Nacional (CFN)	495.286	-	-	-	-
Tarjeta de crédito	12.094	19.447	29.951	29.390	-
Obligaciones con el Mercado de Valores	3.840.211	3.121.620	1.944.566	2.462.858	2.742.844
Otros	21.264	4.849	-	-	-
Total	4.664.135	5.493.523	4.797.923	5.276.914	5.508.313

Fuente: Estados Financieros Auditados 2021 -2023 e internos diciembre 2024 y febrero 2025

Las cuentas por pagar a accionistas registraron USD 2,57 millones en diciembre de 2023 y USD 2,70 millones en 2024 (USD 3,74 millones a febrero de 2025), generadas principalmente por préstamos destinados a financiar el crecimiento en activos productivos. En el corto plazo no se prevé la liquidación de estos valores, ya que constituyen una parte fundamental de la estructura de financiamiento de la inversión empresarial. Además, reflejan la confianza de los accionistas en la gestión actual y su compromiso de mantener estos recursos durante la vigencia de la emisión.

Finalmente, el patrimonio de la compañía registró fluctuaciones pasó de financiar 14,46% de los activos en 2021 a financiar 11,74% al cierre de 2022 19,63% en 2023 y finalmente 18,83% a diciembre 2024. El patrimonio disminuyó entre los años 2021 y 2022 el 11% fundamentalmente por la reclasificación de los aportes a futuras capitalizaciones al pasivo. Finalmente, a diciembre 2023 la compañía presentó un incremento en el patrimonio de 23% frente a diciembre de 2022, por un nuevo reevalúo realizado en terrenos y propiedad, planta y equipos y el crecimiento de los resultados del ejercicio. Para el periodo interanual el patrimonio alcanzó USD 2,92 millones registrando un crecimiento de 1,66% respecto diciembre 2024.

PERFIL PROYECTADO

PROYECCIONES DEL EMISOR

En la estructuración original, el emisor realizó proyecciones del Estado de Resultados Integrales, un aspecto clave para analizar la capacidad de pago de la emisión. Se observa que dichas proyecciones fueron optimistas: las ventas alcanzaron el 75% del valor estimado, mientras que los costos mantuvieron una representatividad similar a la inicialmente proyectada. La participación del costo en el total proyectado fue del 93,19%, frente al 93,22% registrado en los resultados reales.

PROYECCIONES DE RESULTADOS	2024	
	ORIGINALES	REALES
	(MILES USD)	
Ventas netas	37.083	27.804
Costo de ventas	34.556	25.918
Margen bruto	2.527	1.886
Gastos de administración y ventas	(865)	(1.254)
Utilidad operativa	1.662	632
Gastos financieros	(688)	(646)
Otros ingresos (egresos)	0	197
Utilidad antes de participación e impuestos	974	183
Participación trabajadores	(145)	(27)
Impuesto a la renta	(207)	(76)
Utilidad neta	621	79

Fuente: Prospecto de Oferta Pública/NATLUK S.A.

Por su parte, la estructura operativa mantuvo una participación sobre los ingresos percibidos alrededor de 2,33% en el periodo proyectado, mientras que en el periodo real alcanzó 4,51%, debido al decrecimiento de las ventas que absorbe en menor proporción los gastos fijos. La utilidad antes de impuestos y participación se encontró por debajo de los datos inicialmente proyectados; la diferencia radica fundamentalmente en el comportamiento de los gastos operativos y en mayores ingresos a los proyectados inicialmente, por su parte existieron ingresos no operacionales, situación que difiere del escenario proyectado inicialmente. La utilidad neta difiere de la proyectada inicialmente.

PROYECCIONES GLOBALRATINGS

En consideración a lo anterior, el análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de la situación financiera del Emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión en análisis. Estas premisas se basan en los resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico adoptado durante el periodo analizado. Aunque estas proyecciones podrían variar en función del comportamiento real de la compañía en los próximos años, proporcionan un escenario conservador del desenvolvimiento esperado para periodos futuros.

Las proyecciones de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. tienen como base las estimaciones y las estrategias delineadas por la administración y fueron elaboradas a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de forma que las conclusiones expuestas, así como el análisis que las acompañan no son definitivas. En este sentido, cambios en el marco legal, económico, político y financiero tanto a nivel local como internacional, podrían ocasionar fluctuaciones significativas en el comportamiento de las variables proyectadas.

En un escenario moderadamente estresado, se espera que los ingresos crezcan 15% en 2025 en comparación con 2024, debido al retorno del camarón Pomada que ha provocado un crecimiento de los ingresos hasta febrero 2025. Para los años siguientes, 2026 y 2027, se prevé un incremento de 8% y 5% en los ingresos respectivamente, siguiendo una estrategia conservadora y el crecimiento natural del negocio.

En cuanto al costo de ventas, se proyecta una participación del 93,22% sobre las ventas para 2025 y para los años restantes de vigencia de la emisión. Este porcentaje está alineado con la estrategia definida por la empresa hacia 2025 y resulta coherente con el cambio en la composición de las ventas y la optimización de procesos. Por su parte, los gastos operativos fluctuarán en función del comportamiento de las ventas, siguiendo una tendencia acorde al historial de la compañía. En cuanto a los gastos financieros, estos estarán determinados por la colocación y amortización de créditos bancarios con entidades financieras y el Mercado de Valores, conforme a las necesidades de fondeo estimadas, así como por otros costos financieros asociados.

Se proyecta un EBITDA creciente para periodos futuros por una mayor utilidad operativa y mayores gastos por depreciación y amortización. La cobertura de EBITDA sobre gastos financieros se mantiene por sobre 1,60 veces para los años proyectados, denotando una sólida posición de solvencia de la compañía; así también los años de pago con EBITDA se proyectan decrecientes.

Se proyecta un aumento en el nivel de activos entre 2025 y 2027, principalmente impulsado por mayores saldos en cuentas por cobrar comerciales e inventarios. Se estima que la cartera de clientes se mantendrá en un promedio de 34 días durante los próximos años, mientras que los inventarios se proyectan en un nivel equivalente a 60 días a lo largo de la vigencia de la emisión. Las inversiones previstas son de menor magnitud y corresponden principalmente a mantenimiento, aunque podrían variar en función de los lineamientos estratégicos que adopte la compañía. Cabe señalar que las premisas utilizadas en estos rubros se consideran conservadoras frente al comportamiento histórico y a las condiciones actuales del negocio.

En línea con la estrategia de la empresa para el futuro próximo, se estiman crecimientos en inventarios y cuentas por cobrar para 2025, al igual que crecimiento de proveedores lo que produciría flujos operacionales negativos, sin embargo, sería necesario un aumento en el financiamiento, para cubrir las inversiones. Por otra parte, la estabilización de las cuentas mencionadas y la generación de utilidades producirían la generación de flujos operativos positivos en los años subsiguientes lo que permitiría una disminución paulatina de los niveles de deuda con costo, un decrecimiento del apalancamiento y ROE por sobre 8% para los próximos tres años.

Los Estados Financieros proyectados revelan que la compañía estaría en capacidad de generar flujos positivos mediante actividades operativas. Estos recursos le permitirían a la compañía financiar las inversiones planificadas y disminuir la deuda con costo para periodos futuros, situación que generaría un flujo de actividades de financiamiento negativo en los años 2026 y 2027.

Es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que la compañía tiene la capacidad de generar flujos dentro de las proyecciones del Emisor y las condiciones del mercado.

CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN
AAA (-)

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y a la economía en general.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones de la Circular de Oferta Pública, y del respectivo Contrato Privado y de más documentos habilitantes.

El Informe de Calificación de Riesgos del Tercer Programa de Papel Comercial de NATLUK S.A. ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.
Presidente Ejecutivo

ANEXOS

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	FEBRERO 2024	FEBRERO 2025
	REAL			PRELIMINAR	PROYECTADO			INTERANUAL	
ACTIVO	17.918	19.629	14.383	15.237	16.201	16.526	17.022	14.559	17.553
Activo corriente	13.325	14.962	9.126	9.629	10.740	11.215	11.863	9.111	11.251
Efectivo y equivalentes al efectivo	848	638	871	634	639	435	622	730	996
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	6.502	5.293	2.566	2.635	3.020	3.261	3.424	2.520	2.751
Documentos y cuentas por cobrar clientes relacionados CP	180	203	159	222	227	231	236	659	230
Anticipos a proveedores	1.629	3.689	316	367	374	381	389	376	1.338
Inventarios	2.439	3.097	3.792	4.284	4.968	5.365	5.633	3.983	5.060
Activos por impuestos corrientes	1.127	1.044	774	712	726	741	756	809	830
Otros activos corrientes	599	998	648	775	787	800	803	33	45
Activo no corriente	4.593	4.667	5.257	5.608	5.460	5.310	5.159	5.447	6.302
Propiedades, planta y equipo	3.414	3.538	4.386	4.743	4.886	5.032	5.183	4.584	4.820
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	(508)	(739)	(970)	(1.290)	(1.617)	(1.951)	(2.291)	(959)	(1.347)
Terrenos	215	215	311	311	311	311	311	311	311
Otros activos no corrientes	1.472	1.652	1.530	1.844	1.881	1.918	1.957	1.512	2.518
PASIVO	15.327	17.324	11.560	12.368	13.075	12.968	13.066	11.589	14.635
Pasivo corriente	14.141	14.487	7.695	8.001	8.263	8.896	7.572	7.837	9.471
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	7.193	6.405	2.656	2.548	2.898	3.130	3.286	2.058	2.850
Cuentas y documentos por pagar relacionadas CP	-	-	-	-	-	-	-	-	254
Obligaciones con entidades financieras CP	328	1.749	2.099	1.846	1.551	2.284	2.889	1.998	1.907
Obligaciones emitidas CP	3.840	2.747	1.757	2.210	2.417	2.085	-	2.378	2.427
Anticipo de clientes CP	1.598	3.039	392	855	855	855	855	764	1.472
Provisiones por beneficios a empleados CP	334	276	355	328	328	328	328	380	364
Otros pasivos corrientes	848	271	437	214	214	214	214	259	197
Pasivo no corriente	1.186	2.837	3.864	4.366	4.812	4.072	5.494	3.752	5.164
Obligaciones con entidades financieras LP	496	623	754	968	1.640	883	2.300	690	859
Obligaciones emitidas LP	-	375	188	253	-	-	-	-	315
Cuentas y documentos por pagar relacionadas LP	120	129	283	363	382	389	389	1.095	155
Provisiones por beneficios a empleados LP	41	75	71	86	94	104	109	69	91
Cuentas y documentos por pagar accionistas LP	529	1.635	2.568	2.696	2.696	2.696	2.696	1.898	3.743
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PATRIMONIO NETO	2.591	2.305	2.823	2.870	3.126	3.557	3.956	2.970	2.917
Capital suscrito o asignado	800	800	800	800	800	800	800	800	800
Reserva legal	37	92	109	124	132	158	201	109	124
Ganancias o pérdidas acumuladas	367	812	562	676	745	976	1.364	694	754
Ganancia o pérdida neta del periodo	558	171	158	79	258	434	400	172	47
Otras cuentas patrimoniales	830	430	1.194	1.190	1.190	1.190	1.190	1.194	1.192

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	FEBRERO 2024	FEBRERO 2025
	REAL			PRELIMINAR	PROYECTADO			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias	56.000	121.931	31.170	27.804	31.974	34.532	36.259	3.875	5.184
Costo de ventas y producción	53.875	120.344	28.594	25.918	29.806	32.191	33.800	3.452	4.798
Margen bruto	2.125	1.587	2.577	1.886	2.168	2.341	2.458	423	386
(-) Gastos de administración	(736)	(966)	(2.023)	(1.254)	(1.292)	(1.331)	(1.371)	(155)	(227)
Utilidad operativa	1.389	621	554	632	876	1.011	1.088	269	160
(-) Gastos financieros	(617)	(577)	(758)	(646)	(727)	(607)	(750)	(97)	(131)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	1	226	470	197	256	276	290	0	18
Utilidad antes de participación e impuestos	773	270	265	183	405	680	628	172	47
(-) Participación trabajadores	(116)	(41)	(40)	(27)	(61)	(102)	(94)	-	-
Utilidad antes de impuestos	657	230	226	155	344	578	534	172	47
(-) Gasto por impuesto a la renta	(99)	(59)	(68)	(76)	(86)	(145)	(133)	-	-
Utilidad neta	558	171	158	79	258	434	400	172	47
EBITDA	1.572	856	824	956	1.207	1.348	1.432	292	217

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	FEBRERO 2024	FEBRERO 2025
	REAL			PRELIMINAR	PROYECTADO			INTERANUAL	
Flujo Actividades de Operación	(665)	(1.614)	2	(563)	(200)	292	404	263	177
Flujo Actividades de Inversión	(736)	(133)	(160)	(359)	(142)	(147)	(151)	(353)	(76)
Flujo Actividades de Financiamiento	2.188	1.536	391	685	347	(350)	(66)	(51)	261
Saldo Inicial de Efectivo	62	848	638	871	634	639	435	871	634
Flujo del período	787	(211)	234	(237)	5	(204)	187	(142)	362
Saldo Final de efectivo	848	638	871	634	639	435	622	730	996

ÍNDICES	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	FEBRERO 2024	FEBRERO 2025
	REAL		PRELIMINAR		PROYECTADO			INTERANUAL	
MÁRGENES									
Costo de Ventas / Ventas	96%	99%	92%	93%	93%	93%	93%	89%	93%
Margen Bruto/Ventas	4%	1%	8%	7%	7%	7%	7%	11%	7%
Utilidad Operativa / Ventas	2%	1%	2%	2%	3%	3%	3%	7%	3%
LIQUIDEZ									
Capital de trabajo (miles USD)	(816)	475	1.431	1.628	2.477	2.319	4.291	1.274	1.780
Prueba ácida	0,77	0,82	0,69	0,67	0,70	0,66	0,82	0,65	0,65
Índice de liquidez	0,94	1,03	1,19	1,20	1,30	1,26	1,57	1,16	1,19
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(665)	(1.614)	2	(563)	(200)	292	404	263	177
SOLVENCIA									
Pasivo total / Activo total	86%	88%	80%	81%	81%	78%	77%	80%	83%
Pasivo corriente / Pasivo total	92%	84%	67%	65%	63%	69%	58%	68%	65%
EBITDA / Gastos financieros	2,55	1,48	1,09	1,48	1,66	2,22	1,91	3,02	1,66
Años de pago con EBITDA (APE)	2,43	5,67	4,77	4,86	4,12	3,57	3,19	2,47	3,47
Años de pago con FLE (APF)	-	-	1.802,11	-	-	16,48	11,31	16,52	25,43
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	2.598	4.108	4.382	3.865	4.141	4.137	4.495	3.863	2.988
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,61	0,21	0,19	0,25	0,29	0,33	0,32	0,08	0,07
Capital social / Patrimonio	31%	35%	28%	28%	26%	22%	20%	27%	27%
Apalancamiento (Pasivo total / Patrimonio)	5,91	7,52	4,09	4,31	4,18	3,65	3,30	3,90	5,02
ENDEUDAMIENTO									
Deuda financiera / Pasivo total	30%	32%	42%	43%	43%	41%	40%	44%	38%
Deuda largo plazo / Activo total	3%	5%	7%	8%	10%	5%	14%	5%	7%
Deuda neta (miles USD)	3.816	4.856	3.927	4.640	4.966	4.815	4.565	4.338	4.510
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	1.749	1.986	3.702	4.370	5.090	5.497	5.772	4.446	4.961
RENTABILIDAD									
ROA	3%	1%	1%	1%	2%	3%	2%	7%	2%
ROE	22%	7%	6%	3%	8%	12%	10%	35%	10%
EFICIENCIA									
Ingresos operacionales/Gastos operacionales	76	126	15	22	25	26	26	25	23
Días de inventario	16	9	48	60	60	60	60	69	63
CxC relacionadas / Activo total	1,00%	1,04%	1,11%	1,46%	1,40%	1,40%	1,39%	4,53%	1,31%
Días de cartera CP	42	16	30	34	34	34	34	39	32
Días de pago CP	48	19	33	35	35	35	35	36	36

DEUDA NETA (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	FEBRERO 2024	FEBRERO 2025
	REAL		PRELIMINAR		PROYECTADO			INTERANUAL	
Obligaciones con entidades financieras CP	328	1.749	2.099	1.846	1.551	2.284	2.889	1.998	1.907
Obligaciones emitidas CP	3.840	2.747	1.757	2.210	2.417	2.085	-	2.378	2.427
Préstamos con terceros CP	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones con entidades financieras LP	496	623	754	968	1.640	883	2.300	690	859
Obligaciones emitidas LP	-	375	188	253	-	-	-	-	315
Préstamos con terceros LP	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Subtotal deuda	4.664	5.494	4.798	5.277	5.608	5.252	5.189	5.067	5.509
Efectivo y equivalentes al efectivo	848	638	871	634	639	435	622	730	996
Inversiones temporales CP	-	-	-	2	2	2	2	-	2
Deuda neta	3.816	4.856	3.927	4.640	4.966	4.815	4.565	4.338	4.510
NECESIDAD OPERATIVA DE FONDOS (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	FEBRERO 2024	FEBRERO 2025
	REAL		PRELIMINAR		PROYECTADO			INTERANUAL	
Inventarios	2.439	3.097	3.792	4.284	4.968	5.365	5.633	3.983	5.060
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	6.502	5.293	2.566	2.635	3.020	3.261	3.424	2.520	2.751
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	7.193	6.405	2.656	2.548	2.898	3.130	3.286	2.058	2.850
NOF	1.749	1.986	3.702	4.370	5.090	5.497	5.772	4.446	4.961
SERVICIO DE LA DEUDA (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	FEBRERO 2024	FEBRERO 2025
	REAL		PRELIMINAR		PROYECTADO			INTERANUAL	
Obligaciones con entidades financieras CP	830	328	1.749	2.099	1.846	1.551	2.284	1.749	2.099
Obligaciones emitidas CP	2.000	3.840	2.747	1.757	2.210	2.417	2.085	2.747	1.757
Préstamos con terceros CP	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Gastos financieros	617	577	758	646	727	607	750	97	131
Efectivo y equivalentes al efectivo	848	638	871	637	642	437	624	730	998
SERVICIO DE LA DEUDA	2.598	4.108	4.382	3.865	4.141	4.137	4.495	3.863	2.988

La calificación otorgada por GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. está realizada en base a la siguiente metodología, aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros:

EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en mayo 2020

Para más información con respecto de esta metodología, favor consultar: <https://www.globalratings.com.ec/sitio/metodologias/>

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. a partir de la información proporcionada, procedió a aplicar su metodología de calificación que contempla dimensiones cualitativas y cuantitativas que hacen referencia a diferentes aspectos dentro de la calificación. La opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. al respecto ha sido fruto de un estudio realizado mediante un set de parámetros que cubren: perfil externo, perfil interno y perfil financiero, generando un análisis de la capacidad de pago, por lo que no necesariamente reflejan la probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de un emisor para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago con lo cual los acreedores y/o tenedores se verían forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés. GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. guarda estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa, se basa en el hecho de que la información es obtenida de fuentes consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, ni garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La información que se suministra está sujeta, como toda obra humana, a errores u omisiones que impiden una garantía absoluta respecto de la integridad de la información. GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora www.globalratings.com.ec, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

INFORMACIÓN QUE SUSTENTA EL PRESENTE INFORME	
INFORMACIÓN MACRO	Entorno macroeconómico del Ecuador. Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
INFORMACIÓN EMISOR	Información cualitativa. Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida. Información financiera auditada de los últimos tres años, e interanual con corte máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza. Proyecciones Financieras. Detalle de activos menos deducciones firmado por el representante legal.
INFORMACIÓN EMISIÓN	Documentos legales de la Emisión.
OTROS	Otros documentos que la compañía consideró relevantes.
REGULACIONES A LAS QUE SE DA CUMPLIMIENTO CON EL PRESENTE INFORME	
FACTORES DE RIESGO	Literal g, h, i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
IMPACTO DEL ENTORNO	Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
IMPACTO DEL SECTOR	Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
EMPRESAS VINCULADAS	Numeral 3, Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política y Regulación Financiera.
OPERACIÓN DE LA EMPRESA	Literales c, e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Numerales 3, 4 y 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
INSTRUMENTO	Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera. Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
ACTIVOS DEPURADOS	Artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera. Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
200% PATRIMONIO	Artículo 9, Capítulo I, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.

De acuerdo con el Artículo 5, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera, la calificación de riesgos de la Emisión en análisis deberá ser revisada semestralmente hasta la remisión de los valores emitidos. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.