

CALIFICACIÓN:

Tercera Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	(-)
Acción de calificación	Revisión
Metodología	Valores de deuda
Fecha última calificación	abril 2025

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 Prospecto de Oferta Pública, y de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN	FECHA	CALIFICADORA
AAA (-)	abr-24	GlobalRatings
AAA (-)	oct-24	GlobalRatings
AAA (-)	abr-25	GlobalRatings

CONTACTO

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

Mariana Ávila
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación AAA (-) para la Tercera Emisión de Obligaciones de NATLUK S.A. en comité No. 352-2025, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 29 de octubre de 2025; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2022, 2023 y 2024, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha agosto 2024 y agosto 2025. (Aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2024-00011463 del 10 de julio de 2024 por un monto de hasta USD 2.500.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- La pesca y acuicultura muestra 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 que el camarón se ubica como el principal producto no petrolero exportado. Al primer trimestre de 2025, el sector registró un crecimiento interanual de 12,06%, siendo el segundo sector que más creció en ese periodo. El BCE del Ecuador espera que el sector reporte un crecimiento de 1,10% en 2025, aunque este crecimiento dependerá de factores relacionados a la inversión privada, seguridad, políticas comerciales y energías renovables. Por su parte, NATLUK S.A. se ha beneficiado del cambio climático y retorno del camarón silvestre incrementando las ventas de pomada en 2025, reflejando un desempeño superior al sector.
- 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 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 agosto de 2025 se observó un repunte del 61,80% gracias a la recuperación de esta línea. En cuanto a la rentabilidad, se estima que la compañía mantenga un ROE de 8% al cierre del año con una tendencia creciente para periodos futuros.
- 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 5,70 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 durante la vigencia del Tercer y Cuarto Programa de Papel Comercial. En cuanto a la cartera, esta se mantiene saludable, con un 100% vigente a agosto de 2025.
- 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, dando como resultado 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.
- La Emisión de Obligaciones bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cumple con los resguardos de Ley y está amparada por Garantía General. Además, cuenta con un límite de endeudamiento, en que el emisor se compromete a mantener durante la vigencia de la emisión una relación pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50 cumplimiento a lo establecido.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

En 2022, NATLUK S.A. registró ingresos por USD 121,93 millones, impulsados por un acuerdo atípico de comercialización de camarón de terceros que, aunque generó alto volumen, presentó márgenes reducidos (margen bruto de 1,3%). Este convenio no fue renovado en 2023, y la compañía retomó su modelo tradicional, cerrando el año con ingresos por USD 31,17 millones y un margen bruto de 8,27%. En 2024, los ingresos disminuyeron 10,80% por la baja captura de camarón pomada causada por condiciones climáticas adversas, mientras que a agosto de 2025 se observó un repunte del 61,80% gracias al retorno de esta línea.

El costo de ventas representó el 98,70% en 2022, efecto del modelo de comercialización externo. Desde 2023, el costo fue ajustado por la producción propia y se situó en 91,73%, incrementándose ligeramente a 93,22% en 2024 por mayor participación del camarón de piscina (de menor margen). A agosto de 2025, esta ratio alcanzó 91,88%. A pesar de ello, la empresa mantuvo márgenes brutos estables, con 6,78% en 2024 y 8% a agosto de 2025, sostenidos por el control de procesos y la estabilidad de precios del camarón silvestre.

Los gastos operativos crecieron entre 2022 y 2023 por mayor estructura administrativa, alcanzando USD 2,02 millones. No obstante, se ajustaron en 2024 a USD 1,25 millones, equivalentes al 4,51% de las ventas. Esta proporción se redujo aún más a 3,79% a agosto de 2025, mostrando eficiencia en el control del gasto. El EBITDA se mantuvo sólido, con una cobertura promedio de 1,35 veces sobre los gastos financieros, alcanzando 2,24 veces en agosto de 2025.

En cuanto a liquidez, el índice reportado por la empresa ha sido consistentemente mayor a 1 desde 2022, situándose en 1,20 veces en diciembre de 2024 y en 1,31 a agosto de 2025. La cartera de clientes permanece sana, con 100% vigente, y los inventarios mostraron una rotación de 58 días. La empresa ha mantenido un calce saludable entre cuentas por cobrar y pagar, aunque en agosto de 2025 se observó una leve diferencia (33 días de cobro vs. 14 días de pago), dentro de parámetros manejables.

El activo total disminuyó en 2023, pero se recuperó hasta alcanzar USD 19,43 millones en agosto de 2025, impulsado por inventarios y cuentas por cobrar. El pasivo financió el 82,06% del activo en ese mismo corte, destacando el uso de recursos de terceros, principalmente por mayores cuentas por pagar a accionistas, anticipos de clientes y deuda con costo. El apalancamiento pasó de 7,52 veces en 2022 a 4,57 veces en agosto de 2025.

El patrimonio mostró un crecimiento pasando de USD 2,82 millones en 2022 y cerrando en USD 3,49 millones agosto de 2025, financiando el 18% del activo. La rentabilidad se mantuvo positiva, con ROE del 27% y ROA del 5% a esa fecha. Finalmente, NATLUK S.A. mantiene un plan estratégico para fortalecer sus líneas de negocio y mejorar eficiencia operativa, y continúa respaldada por certificaciones internacionales y una posición relevante en el mercado exportador de camarón pomada y langostino.

RESULTADOS E INDICADORES	2022	2023	2024	2025	2026	2027	AGOSTO 2024	AGOSTO 2025
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	121.931	31.170	27.804	38.925	40.871	42.915	16.568	26.806
Utilidad operativa (miles USD)	621	554	632	1.044	1.109	1.178	557	1.162
Utilidad neta (miles USD)	171	158	79	238	332	492	108	616
EBITDA (miles USD)	856	824	956	1.374	1.446	1.521	768	1.391
Deuda neta (miles USD)	4.856	3.927	4.640	7.042	7.117	6.805	3.820	6.712
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(1.614)	2	(563)	(2.722)	251	407	(359)	(1.003)
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	1.986	3.702	4.370	7.030	7.382	7.751	5.062	8.207
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	4.108	4.382	3.865	4.433	5.559	4.669	4.508	3.222
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,21	0,19	0,25	0,31	0,26	0,33	0,17	0,43
Capital de trabajo (miles USD)	475	1.431	1.628	2.851	3.614	5.688	2.706	3.062
ROE	7,40%	5,58%	2,75%	7,65%	9,64%	12,52%	5,56%	26,51%
Apalancamiento	7,52	4,09	4,31	5,02	4,60	4,08	4,15	4,57

Fuente: Estados Financieros Auditados 2021- 2023; Estados Financieros Internos diciembre 2024, agosto 2024 y agosto 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 40% en 2025 gracias al retorno del camarón Pomada, seguido de incrementos del 5% y 5% en 2026 y 2027, respectivamente. El costo de

ventas se mantendría en torno al 94% de las ventas, coherente con el nivel de estrés aplicado y el enfoque estratégico.

Se prevé una mejora progresiva del EBITDA, con una cobertura sostenida sobre gastos financieros superior a 1,70 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 (61 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 en promedio de 10%.

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.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son las cuentas por cobrar clientes, inventario y activo fijo. 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 calificadora 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 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 compañías relacionadas por USD 502 mil, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden a 2,58% 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 documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

INSTRUMENTO

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO						
Características	CLASES	MONTO (USD)	TASA FIJA	PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	1	2.500.000	8,50%	720	Trimestral	Trimestral
Saldo vigente agosto 2025	USD 559.540					
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	N/A					

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO

Destino de los recursos	100% a capital de trabajo, compra de materia prima para la producción.
Estructurador financiero	Real Casa de Valores de Guayaquil S.A.
Agente colocador	Real Casa de Valores de Guayaquil S.A.
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Los activos reales sobre los pasivos exigibles 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. ▪ Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos depurados sobre obligaciones en circulación una razón mayor o igual a 1,25. ▪ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
Límite de endeudamiento	NATLUK S.A. se compromete a mantener un límite de endeudamiento consistente en una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50, en todo momento mientras esté vigente la emisión.

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de calificación de riesgos de la Tercera Emisión de Obligaciones 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