

## CALIFICACIÓN:

Cuarta Programa Papel Comercial	AAA
Tendencia	(-)
Acción de calificación	Inicial
Metodología	Valores de deuda
Fecha última calificación	

## 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 inmediata 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.

## CONTACTO

**Hernán López**  
Presidente Ejecutivo  
[hlopez@globalratings.com.ec](mailto:hlopez@globalratings.com.ec)

**Mariana Ávila**  
Vicepresidente Ejecutivo  
[mavila@globalratings.com.ec](mailto:mavila@globalratings.com.ec)

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación AAA (-) para el Cuarto Programa de Papel Comercial de NATLUK S.A. en comité No 325.-2024, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 29 de noviembre de 2024; 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 septiembre de 2023 y 2024. (Aprobada por la Junta General Extraordinaria de Accionista del 25 de octubre 2024 por USD 2.000.000).

## FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- A pesar de que el sector pesca y acuicultura creció en los primeros dos trimestres de 2023, se registró un decrecimiento de 8,51% en el tercer trimestre del año ante la caída del precio del camarón y la crisis de inseguridad. Este sector, en promedio, ha mostrado un desempeño superior al promedio de la economía nacional en los últimos años, convirtiéndose en uno de gran importancia y relevancia en el país, considerando que el camarón se ubica como el principal producto no petrolero exportado, posicionando al Ecuador como el primer país productor y exportador de camarón. La inseguridad, la disminución de precios y el dinamismo de las exportaciones a los principales países destino como China, son algunos factores para considerar en 2024. Por su parte, NATLUK S.A. se ha beneficiado del cambio climático por el Fenómeno de El 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 pomada a la fecha de corte.
- 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 a mercados internacionales, situación que produjo un incremento en los ingresos, aunque a márgenes muy bajos, generando un menor margen bruto. Para 2023, al no seguir con la comercialización de producto para terceros, hubo un impacto en el nivel de ingresos, favoreciendo el margen bruto y operativo. A septiembre 2024, los ingresos disminuyeron 18,79%, debido a la disminución de pesca de camarón pomada. La rentabilidad de la compañía presentó valores satisfactorios al compararla con inversiones alternativas de un riesgo similar.
- La cobertura de EBITDA sobre gastos financieros se mantuvo por encima de la unidad con un promedio de 2,13 veces para los años proyectados. Así también los años de pago con EBITDA se proyectan decrecientes por el periodo de vigencia de la emisión, representan alrededor de 5,19 años a septiembre 2024. Se estima una generación de flujos operativos positiva a partir del año 2026 lo que llevaría a una deuda neta decreciente a partir de este año. El apalancamiento disminuyó considerablemente durante el periodo 2023 y se espera siga disminuyendo durante los próximos años. Cabe destacar que el apalancamiento incluye en el pasivo cuentas por pagar accionistas de largo plazo que la compañía se ha comprometido a mantener sin pagar durante la vigencia del Tercero y Cuarto Programa de Papel Comercial. La compañía mantiene una cartera saludable alrededor de 92% (88% a septiembre 2024) vigente, la diferencia vencida hasta un plazo de 180 días.
- En línea con la estrategia de la empresa para el futuro próximo, se estiman crecimientos en inventarios, cuentas por cobrar en 2024 lo que produciría flujos operacionales negativos, sin embargo, por lo que sería necesario un aumento en el financiamiento, para capital de trabajo e inversiones. La estabilización de las cuentas mencionadas y la generación de utilidades producirían flujos operativos positivos en los años subsiguientes a partir del año 2026 lo que permitiría una disminución paulatina de los niveles de deuda con costo, un decrecimiento del apalancamiento y un ROE por sobre el 8% a partir del año 2025.
- Emisión de Obligaciones actual se ha diseñado de manera adecuada y se ha estructurado con salvaguardias legales sólidas. La empresa se compromete a mantener un nivel de endeudamiento con instituciones financieras que no supere el 50% de sus activos durante el plazo de esta Emisión. Además, mantener obligaciones por pagar a accionistas durante la vigencia de la emisión.

## 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 septiembre 2024, se produjo un decrecimiento de 18,79 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.

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. Por su parte, entre los periodos septiembre 2023 y septiembre 2024, la participación incrementó de 87,71% a 91,98% respectivamente, explicado por el crecimiento de la línea de camarón piscina que tiene un menor margen.

El Fenómeno de El 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.

Los gastos operativos, entre los dos primeros años de análisis tuvieron una menor representación, pasó de representar 1,31% en 2021 a 0,79% en 2022, fruto del incremento ya comentado, la estructura operativa a pesar de aumentar monetariamente tuvo un menor impacto en términos relativos. Por lo que la utilidad operativa alcanzó USD 621 mil (representó 0,51% de las ventas), un 5% inferior a la utilidad registrada en 2021 (USD 1,39 millones). A diciembre 2023 la estructura operativa presentó una mayor participación sobre las ventas, representando 6,49%, crecimiento que obedeció a la baja en ventas. Como consecuencia de centrar sus actividades en sus propias líneas, la utilidad operativa fue superior a su similar de 2022, alcanzó una participación sobre las ventas de un 1,78% (0,5% en 2022) debido a la ventaja competitiva que mantiene la compañía al no depender del cultivo de larvas y enfocarse en la pesca silvestre que ante el Fenómeno de El Niño se incrementó. En cuanto al periodo interanual hasta septiembre de 2024, el margen operativo decreció en un 77,32% en comparación con septiembre de 2023, debido a la escasez del camarón pomada.

El EBITDA, en línea con la utilidad operativa, experimentó fluctuaciones entre 2021 y 2023, pero mantuvo valores sólidos que permitieron una cobertura promedio superior a dos veces sobre los gastos financieros. Esto refleja la capacidad de la empresa para afrontar los costos financieros desde sus resultados operativos. En el contexto del año 2022, la generación de EBITDA se vio afectada, disminuyendo la cobertura sobre los gastos financieros a 1,48 veces y 1,09 veces en 2023 y alcanzó 1,36 veces en septiembre de 2024.

En 2021 y 2022 la compañía mantuvo un flujo de efectivo de actividades de operación negativo, principalmente por mayor pago a proveedores frente a lo cobrado a clientes, por lo que la empresa requirió de endeudamiento con terceros para financiar su operación y realizar inversiones lo que llevó a que el flujo de financiamiento fuera positivo con mayores niveles de deuda neta y apalancamiento. La situación cambió en 2023 el flujo de efectivo de actividades de operación fue ligeramente positivo, aunque no fue suficiente para cubrir con las inversiones requeridas durante el periodo, requiriendo mayor financiamiento. Los resultados netos fueron consistentemente positivos, el ROA presentó valores en promedio de 2% y el ROE presentó valores de 7% en 2022 y 6% en 2023, valores que suponen una rentabilidad aceptable al compararlo con inversiones alternativas con un perfil de riesgo similar.

El activo de la compañía registró un comportamiento creciente entre los años 2021 y 2022, pasando de USD 17,92 millones a USD 19,63 millones. Para diciembre 2023 el activo disminuyó y alcanzó USD 14,38 millones debido al comportamiento de anticipos entregados a proveedores y menores cuentas por cobrar clientes coherente con el cambio de estrategia, sin embargo, a septiembre 2024 alcanzó USD 14,79 millones debido al crecimiento de inventarios. Históricamente el activo se concentró mayoritariamente en el corto plazo, en promedio representó 71% del activo total entre 2021 y 2023 (64,76% a septiembre 2024). Dado el giro de

negocio, las cuentas más representativas del activo fueron los inventarios (33,59%), la propiedad, planta y equipo (25,98%) y cuentas por cobrar comerciales (16,04%).

Desde 2022 el índice de liquidez superó la unidad (1,03) y tuvo 1,19 a diciembre 2023, valor que se mantuvo en 1,44 a septiembre 2024. El apalancamiento disminuyó considerablemente durante el periodo 2023 y se espera siga disminuyendo durante los próximos años. Cabe destacar que el apalancamiento incluye en el pasivo cuentas por pagar accionistas de largo plazo que la compañía se ha comprometido a mantener sin pagar durante la vigencia del Tercer Programa de Papel Comercial. Se debe mencionar que la compañía mantiene una cartera saludable alrededor de 92% (96,96% a septiembre 2024) vigente y la diferencia vencida a un plazo inferior a 180 días.

NATLUK S.A. ha financiado el crecimiento de sus actividades principalmente mediante recursos de terceros, con el pasivo financiando en promedio el 85% de los activos durante el periodo analizado (80,58% hasta septiembre de 2024). Este pasivo ha estado mayormente concentrado en el corto plazo, representando en promedio el 81% del pasivo total entre 2021 y 2023, lo que ha ejercido una mayor presión sobre los flujos a corto plazo. A septiembre 2024, fue 55,86%.

RESULTADOS E INDICADORES	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	SEPTIEMBRE 2023	SEPTIEMBRE 2024
	REAL			PROYECTADO				INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	56.000	121.931	31.170	28.053	32.261	34.842	37.629	23.191	18.833
Utilidad operativa (miles USD)	1.389	621	554	526	640	791	989	1.676	380
Utilidad neta (miles USD)	558	171	158	76	278	390	483	1.617	77
EBITDA (miles USD)	1.572	856	824	796	950	1.085	1.298	1.836	619
Deuda neta (miles USD)	3.816	4.856	3.927	4.785	5.165	4.984	4.770	4.505	4.285
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(665)	(1.614)	2	(806)	(396)	164	258	943	(615)
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	1.749	1.986	3.702	5.190	6.146	6.637	7.168	5.296	5.054
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	2.598	4.108	4.382	4.096	3.051	4.701	3.840	4.850	3.564
Razón de cobertura de deuda DSCR	0,61	0,21	0,19	0,19	0,31	0,23	0,34	0,38	0,17
Capital de trabajo (miles USD)	(816)	475	1.431	2.718	2.080	3.933	5.727	662	2.919
ROE	21,52%	7,40%	5,58%	2,66%	8,84%	11,02%	12,00%	52,89%	3,57%
Apalancamiento	5,91	7,52	4,09	4,24	4,20	3,82	3,33	3,16	4,15

Fuente: Estados Financieros Auditados 2021- 2023; Estados Financieros Internos septiembre 2023 y septiembre 2024

## EXPECTATIVAS 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 disminuyan un 10% en 2024 en comparación con 2023, debido a la disminución de camarón Pomada que ha provocado una reducción de los ingresos hasta septiembre 2024. Para los años siguientes, 2026 y 2027, se prevé un incremento de 15% en los ingresos, siguiendo una estrategia conservadora y el crecimiento natural del negocio considerando que la especie de camarón pomada retorno a las costas ecuatorianas, en adelante el crecimiento sería de un 8%.

En lo que respecta al costo de ventas, se proyecta una participación sobre ventas de 92,5% para 2024 y un 0,38 puntos más para los siguientes años de vigencia de la emisión, porcentaje alineado a la estrategia planteada por la empresa y coherente con el cambio en la composición en las ventas. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas y en concordancia con el comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de los créditos bancarios con entidades financieras y el Mercado de Valores de acuerdo con las necesidades de fondeo estimadas y otros gastos financieros

Se proyecta un EBITDA creciente para periodos futuros por una mayor utilidad operativa y mayores gastos por depreciación y amortización, consecuencia de la revalorización realizada en el año 2023. La cobertura de EBITDA sobre gastos financieros se mantiene por sobre 2,13 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 2024 y 2027, principalmente debido a mayores cuentas por cobrar comerciales e inventarios. Se estima que la cartera de clientes se mantendrá cercana a los 38 días para

los años futuros. En cuanto a los inventarios, se proyectan entre 68 y 70 días durante la vigencia de la emisión. Se estiman inversiones menores, principalmente se encuentra el concepto de mantenimiento, lo que podría diferir de acuerdo con los lineamientos estratégicos de la compañía. Cabe señalar que las premisas utilizadas en estos rubros se consideran conservadoras frente a la realidad.

En línea con la estrategia de la empresa para el futuro próximo, se estiman crecimientos en inventarios y cuentas por cobrar para 2024, lo que produciría flujos operacionales negativos, por lo que, sería necesario un aumento en el financiamiento, para cubrir las inversiones y capital de trabajo. 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 2026 y 2027 lo que permitiría una disminución paulatina de los niveles de deuda con costo, un decrecimiento del apalancamiento y ROE por sobre 8% a partir del año 2025.

Los Estados Financieros proyectados revelan que la compañía estaría en capacidad de generar flujos positivos mediante actividades operativas a partir de 2026. 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 2025 y 2026.

## FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsible 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.
- 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 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 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 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.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos específicos previsibles en el futuro en el sector en el que se desempeña el emisor o en sectores relacionados, los siguientes:

- 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.
- Interrupciones en la cadena de suministro generan riesgos en el sector, dificultando el acceso a materias primas y componentes esenciales, impactando la producción y la capacidad de cumplir con los plazos de entrega. Este riesgo se ha visto afectado particularmente por los cortes de energía en el país, que afectan considerablemente la producción de distintas industrias a nivel nacional.
- Los diversos tipos de controles de calidad implementados por diferentes gobiernos o entidades internacionales pueden tener efectos en el desarrollo de la pesca y acuicultura ya que influyen en la inversión y productividad del sector.

- El fenómeno de El Niño y otros fenómenos climáticos pueden afectar negativamente la producción acuícola al causar alteraciones en las condiciones del agua, incluyendo disminución de oxígeno, proliferación de algas nocivas y cambios en la reproducción y crecimiento de las especies acuícolas.
- Las enfermedades virales representan una amenaza para el sector pesca y acuicultura al causar disminución de la producción, afectando a especies como camarones, peces y moluscos.
- La inseguridad alrededor de las piscinas acuícolas también puede representar una amenaza al sector, causando graves pérdidas para las empresas del sector, así como también poner en riesgo a sus trabajadores.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene NATLUK S.A. se registran cuentas por cobrar accionistas por USD 102 mil, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden a 0,69% 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

CUARTO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL					
Características	MONTO (USD)	PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PLAZO PROGRAMA (DÍAS)	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERES
	2.000.000	Hasta 359	Hasta 720	Al vencimiento	Cero cupón
Garantía general	De acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores				
Garantía específica	N/A				
Destino de los recursos	100% a capital de trabajo, consistente en compra de materia prima para la producción.				
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"><li>■ 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.</li><li>■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li><li>■ 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.</li></ul>				
Compromisos adicionales	<ul style="list-style-type: none"><li>■ Mantenerlas obligaciones por pagar a accionistas durante la vigencia de la emisión.</li></ul>				
Límite de endeudamiento	Mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50, en todo momento mientras esté vigente el programa de emisión de papel comercial				

Fuente: Circular de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos del Cuarto 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,



firmado electrónicamente por  
HERNÁN ENRIQUE  
LOPEZ AGUIRRE

Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.  
Presidente Ejecutivo

**PERFIL EXTERNO**

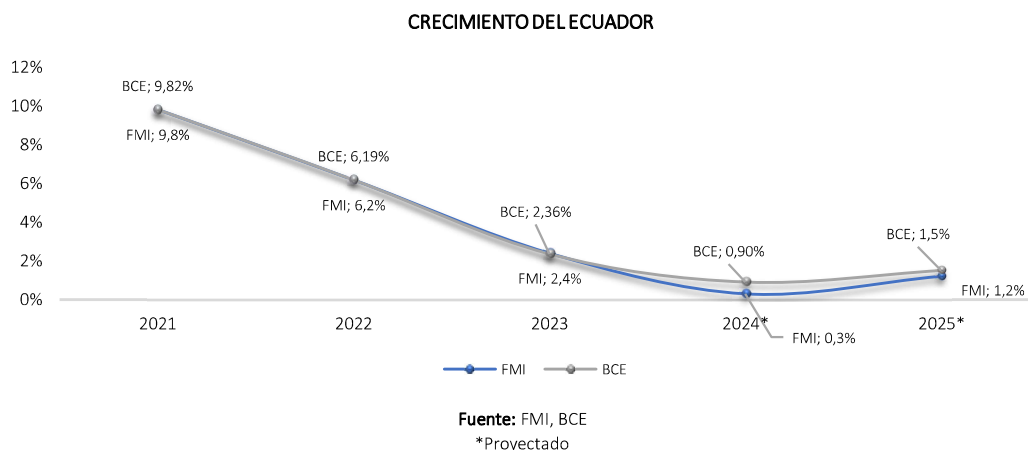
**ECUADOR: SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2023**

**Contexto Mundial:** Se espera estabilidad en el crecimiento económico mundial de los próximos cinco años.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé que el crecimiento mundial se mantenga estable, aunque en niveles bajos, con un pronóstico de 3,1% para los próximos cinco años<sup>1</sup>, menor al promedio pre-pandemia y por debajo del promedio histórico (2000-2019) de 3,8%. Desde abril de 2024, se han compensado las revisiones al alza para EE. UU. con ajustes a la baja en Europa y en economías emergentes de Oriente Medio, Asia Central y África, afectadas por conflictos como los de Oriente Medio y Ucrania, desastres naturales y problemas de suministro. En contraste, las economías emergentes de Asia, especialmente China e India, muestran un crecimiento impulsado por la alta demanda de tecnología y grandes inversiones en inteligencia artificial. A pesar de la desinflación general, la inflación de servicios sigue siendo alta, por lo que se podría esperar mayor endurecimiento de políticas monetarias, altas tasas de interés y reformas estructurales para fortalecer el crecimiento. Bajo ese escenario, las últimas proyecciones FMI sitúan el crecimiento económico mundial en 3,2% en 2024 y 2025.

Similarmente, el Banco Mundial prevé que el crecimiento global se estabilice en 2,6% este año, con un leve aumento a 2,7% para 2025-2026<sup>2</sup>. La inversión pública es clave para impulsar el crecimiento en mercados emergentes y en desarrollo (EMDE), pero requiere reformas para mejorar la eficiencia y crear espacio fiscal. Las economías pequeñas enfrentan desafíos fiscales intensificados por desastres naturales y deudas altas, por lo que necesitan reformas integrales y apoyo externo para construir resiliencia climática. Aunque hay algunos factores positivos, los riesgos globales siguen inclinados a la baja debido a tensiones geopolíticas y posibles desastres naturales, lo que subraya la necesidad de políticas nacionales e internacionales para asegurar la estabilidad económica, mejorar la seguridad alimentaria y promover una transición verde y digital.

Ecuador: Según el FMI, se espera que se cierre 2024 con una tasa de crecimiento de 0,3% y de 1,2% en 2025.



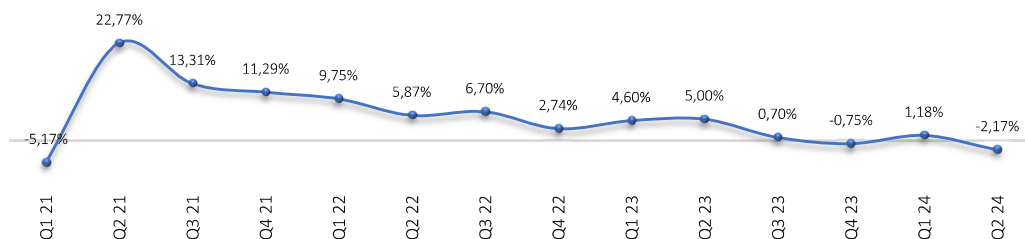
Según cifras del Banco Central del Ecuador (BCE), en 2023 el PIB presentó un incremento con respecto a 2022 de 2,36%, impulsado por mayor gasto de gobierno en 3,7% y de mayores exportaciones en 2,3%. El incremento del gasto de gobierno se relacionó directamente con el aumento en la compra de bienes y servicios y con el pago de remuneraciones de los sectores de educación y salud.<sup>3</sup> Por su parte, 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%.

<sup>1</sup> IMF World Economic Outlook (octubre 2024)

<sup>2</sup> Banco Mundial, Global Economic Prospects (junio 2024)

<sup>3</sup> <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**



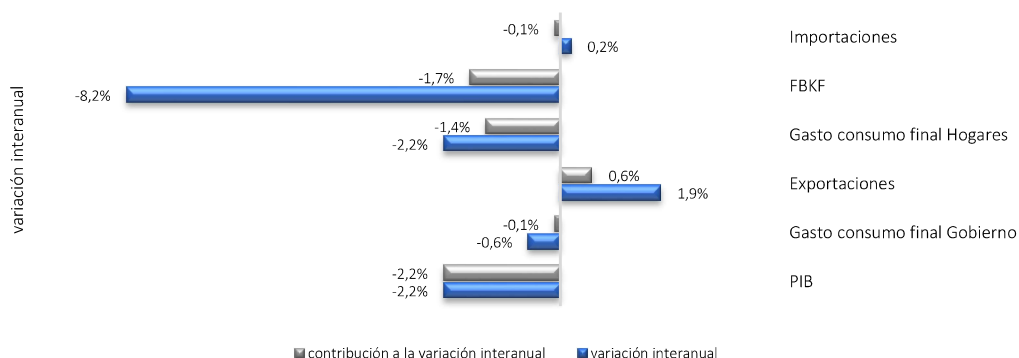
Fuente: BCE

En el segundo trimestre de 2024, el Producto Interno Bruto (PIB) del Ecuador decreció en 2,17% anual, la 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 atribuido<sup>4</sup> a las contracciones interanuales de la formación bruta de capital fijo (FBKF<sup>5</sup>) de 8,2%, del consumo de los hogares en 2,2% y del gasto de gobierno en 0,6%. Por otro lado, se presentaron variaciones anuales positivas en las exportaciones de 1,9%, y en las importaciones de 0,2%.

El BCE publicó datos que evidencian que la reducción de la FBKF se debió a la contracción del sector de la construcción en 17,2% (que constituye alrededor de 44% de este componente), así como una contracción de la demanda de bienes de capital como maquinaria y equipo de transporte. Adicionalmente, el consumo de los hogares se contrajo por la disminución de la demanda de productos textiles y calzado y por caídas en los servicios de comercio, transporte, alojamiento y servicios de comida. Por su parte, la reducción del gasto de gobierno estuvo relacionada principalmente a una disminución en el rubro de compras de bienes y servicios.

A septiembre de 2024, a nivel de industrias solamente 5 de los 20 sectores presentaron un desempeño positivo, entre los cuales se destacan: Actividades profesionales técnicas en 8,5%, Pesca y acuicultura en 5,5%, Explotación de minas y canteras en 1,8%, Manufactura de productos alimenticios en 1,1%, y Actividades inmobiliarias en 0,8%.<sup>6</sup> Con relación al primer trimestre de 2024, el PIB cayó en 1,9%<sup>7</sup> explicado por el crecimiento de 6,4% de las importaciones, que contribuyen negativamente al resultado del PIB. La contracción de la FBKF fue de 0,6%, las exportaciones se redujeron en 0,3% y el consumo de los hogares cayó en 0,05%. Por otro lado, el gasto de gobierno aumentó en 0,03%.

**VARIACIÓN Y CONTRIBUCIÓN INTERNAUVAL DE LOS COMPONENTES DEL PIB - Q2 2024**



Fuente: BCE

El FMI espera que Ecuador cierre el año 2024 con una tasa de crecimiento de 0,3% (de 0,9% según el BCE), lo cual se podría definir como un estancamiento. Si se compara este valor con los países vecinos, 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 1,2%<sup>8</sup>.

<sup>4</sup> BCE, Informe de Resultados Cuentas Nacionales Trimestrales (septiembre 2024)

<sup>5</sup> Corresponde a la inversión de un país, representada por la variación de los activos fijos no financieros tanto privados como públicos, (total de adquisiciones menos ventas de activos fijos), en un periodo de tiempo determinado.

<sup>6</sup> La industria de actividades inmobiliarias comprende los servicios de compraventa y alquiler de bienes inmuebles. Esta industria no incluye el sector de la construcción.

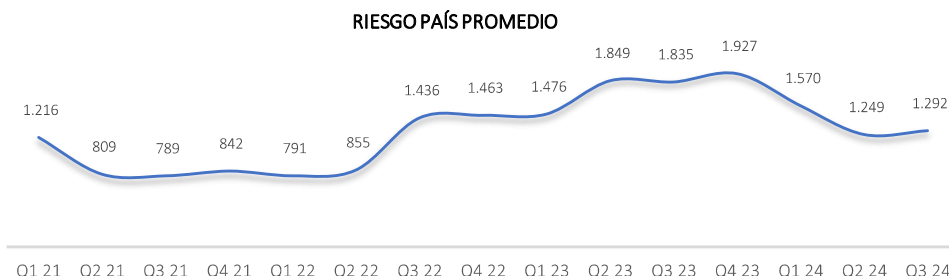
<sup>7</sup> Serie ajustada por efectos estacionales

<sup>8</sup> IMF, World Economic Outlook (octubre 2024)



## EVOLUCIÓN DEL RIESGO PAÍS

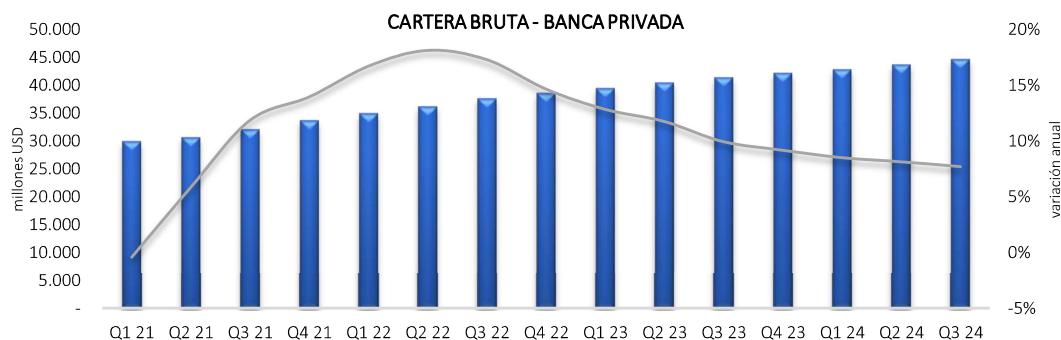
El riesgo país presentó una tendencia al alza en 2023 y cerró el año por encima de 2.000 puntos, reflejando una alta percepción de riesgo de default por parte de inversionistas<sup>9</sup>. El nivel alto que mantiene Ecuador significa que el país tiene posibilidades de financiamiento externo más caro, 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 observa una tendencia ligeramente a la baja, cerrando el primer semestre del año con el riesgo país más bajo desde enero 2023, alcanzando un promedio de 1.249 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. Además, la reforma tributaria también contempla contribuciones especiales a las utilidades de la banca y a empresas con ganancias extraordinarias, así como aumento al impuesto de salida de divisas (ISD). Al tercer trimestre, el riesgo país promedio se ubicó en 1.292 puntos.

## NIVELES DE CRÉDITO



Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador

Tras la reactivación económica, la cartera de créditos en 2022 experimentó el mayor incremento desde 2019. A partir del tercer trimestre de 2021 el crecimiento anual de créditos superó los dos dígitos y llegó a un máximo de 18,12% de incremento anual en el segundo trimestre de 2022. Esto permitió que el total de cartera crezca 14,64% al cerrar ese año. 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).<sup>10</sup>

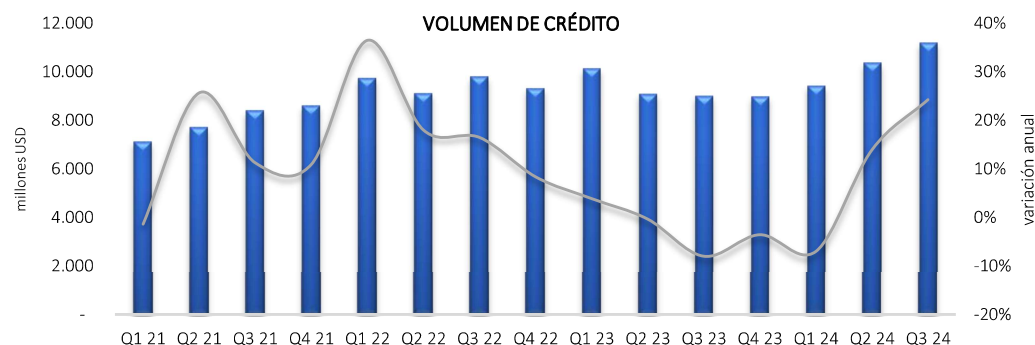
Al tercer trimestre de 2024, el valor de préstamos en cartera bruta por entidades bancarias alcanzó USD 44.555 millones, un 7,69% mayor a similar periodo de 2023. Sin embargo, a pesar de que la cartera bruta de crédito presentó alzas a lo largo de todo 2023 y en lo que va de 2024, el volumen otorgado de crédito a nivel nacional disminuyó en cada periodo entre el segundo trimestre de 2023 y primer trimestre de 2024; la inestabilidad política, la incertidumbre sobre la posible llegada del fenómeno de El Niño y el mayor costo en el acceso a financiamiento externo<sup>11</sup> afectaron negativamente a la demanda y oferta de crédito en el país. A septiembre

<sup>9</sup> El indicador de riesgo país, elaborado por el banco de inversión JP Morgan, muestra las probabilidades de que un país caiga en 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.'

<sup>10</sup> Superintendencia de Bancos, Boletines de Series Mensuales

<sup>11</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/credito-agropecuario-fenomeno-nino/>

de 2024 el volumen de crédito otorgado aumentó en 24,27%, impulsado por las operaciones hacia el Comercio, Reparación de Vehículos Automotores y Motocicletas, Industrias Manufactureras, Consumo, Agricultura, Ganadería, Silvicultura y Pesca, y Actividades Financieras y de Seguros.



Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador

Según el FMI<sup>12</sup>, 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 el último trimestre de 2024 y 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

En 2024, las previsiones estiman un crecimiento de la economía del Ecuador que podría variar entre 0,3% 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 segundo trimestre de 2024<sup>13</sup>. La baja inversión privada e inversión extranjera directa, junto a la caída de la inversión pública, ralentización de ventas, 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 noviembre de 2023, el estiaje presentado en varias provincias del Ecuador causó que el gobierno nacional declare en emergencia el sector eléctrico, por lo que inició un periodo de racionamiento de electricidad en todo el país. En abril de 2024 el gobierno anunció una nueva crisis energética que trajo consigo nuevos apagones por racionamiento de energía. La Cámara de Industrias y Producción (CIP) junto a la Cámara de Comercio de Quito advierten que, por cada hora sin electricidad, el sector comercial a nivel nacional dejaría de vender USD 18 millones,<sup>14</sup> lo que podría tener graves efectos sobre la productividad del Ecuador en 2024. La falta de lluvias en el periodo de octubre a marzo, la disminución en la venta de electricidad de Colombia a Ecuador, y el alza en la demanda de electricidad, son algunos de los problemas que persisten y que siguen deteriorando la productividad del sector eléctrico<sup>15</sup>.

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 sería de 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.<sup>16</sup> Existe el riesgo de que colapse el sistema nacional interconectado, lo que llevaría a apagones no controlados por periodos inciertos sin que se pueda programar cortes de luz por horarios. Ante esta situación, el presidente Daniel Noboa, la ministra encarada 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.<sup>17</sup>

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

<sup>12</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banca-privada-credito-perspectivas/>

<sup>13</sup> <https://www.primicias.ec/economia/cuatro-indicadores-muestran-economia-ecuador-recesion-74574/>

<sup>14</sup> <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/hora-luz-sector-comercial-ecuador-deja-vender-18-millones-177610.html>

<sup>15</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/cortes-luz-crisis-falta-electricidad-colombia/>

<sup>16</sup> <https://www.primicias.ec/economia/cortes-luz-deficit-generacion-riesgos-aumento-apagones-83078/>

<sup>17</sup> <https://www.primicias.ec/economia/zonas-industriales-cortes-luz-12noviembre-empresas-perdidas-83064/>

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 de 2,17% en la actividad económica del Ecuador al segundo trimestre de 2024.

El Ecuador se enfrenta a una diversidad de factores internos y externos que podrían tener influencia sobre el crecimiento y desarrollo de la economía; 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 en el último trimestre del año 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

PIB ECUADOR	2021	2022	2023	JUNIO 2023	JUNIO 2024	VARIACIÓN ANUAL
Crecimiento de la economía	9,8%	6,2%	2,4%	5,0%	-2,2%	-7,2 p.p.

Fuente: BCE

SECTOR REAL	2021	2022	2023	SEPT 2023	SEPT 2024	VARIACIÓN ANUAL
Índice de precios del consumidor (IPC)	1,94	3,74	1,35	2,23	1,42	-0,81 p.p.
Índice de precios del productor (IPP)	1,72	6,14	0,91	0,91	5,70	4,79 p.p.
Empleo adecuado	33,9%	36,0%	35,9%	35,5%	36,1%	0,60 p.p.
Desempleo	4,1%	4,1%	3,4%	3,7%	3,7%	0,00 p.p.
Ventas netas (millones USD)*	199.775	228.977	237.515	150.338	150.619	0,20%

Fuente: BCE, INEC

\*corte agosto 2023 y agosto 2024

SECTOR EXTERNO	2021	2022	2023	JUNIO 2023	JUNIO 2024	VARIACIÓN ANUAL
Exportaciones – millones USD FOB	26.699	32.658	31.126	15.159,00	16.952,10	11,83%
Exportaciones petroleras – millones USD FOB	8.607	11.587	8.952	3.989,60	4.989,60	25,07%
Exportaciones no petroleras – millones USD FOB	18.092	21.071	22.175	11.169,50	11.962,50	7,10%
Importaciones – millones USD FOB	23.831	30.334	29.128	14.029,50	13.213,40	-5,82%
Balanza Comercial – millones USD FOB	2.868	2.325	1.998	1.129,60	3.738,60	230,97%
Precio promedio del petróleo (WTI) – USD	76,99	80,26	71,65	73,71	80,78	9,58%
Riesgo país promedio	869	1.250	2.055	1.849	1.249	-32,44%

Fuente: BCE

SECTOR FISCAL	2021	2022	2023	JUNIO 2023	JUNIO 2024	VARIACIÓN ANUAL
Ingresos fiscales acumulados – millones USD	38.462	45.199	43.607	22.391	23.687	5,79%
Gastos fiscales acumulados– millones USD	40.245	45.222	47.883	22.035	21.420	-2,79%
Resultado fiscal– millones USD	-1.782	-23	-4.277	356	2.267	536,91%

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

SECTOR MONETARIO-FINANCIERO	2021	2022	2023	SEPT 2023	SEPT 2024	VARIACIÓN ANUAL
Oferta Monetaria (M1) – millones USD	30.255	30.191	30.489	29.606	30.080	1,60%
Cuasidinero – millones USD	39.820	45.120	49.855	48.118	54.538	13,34%
Liquidez total (M2) – millones USD	70.075	75.310	80.344	77.724	84.617	8,87%
Base Monetaria (BM) – millones USD	28.951	28.698	27.672	27.233	28.995	6,47%
Multiplicador monetario (M2/BM)	2,0	2,6	2,9	2,9	2,9	0,02
Reservas internacionales -millones USD	7.898	8.459	4.454	6.312	8.578	35,89%
Reservas bancarias -millones USD	8.094	7.230	5.484	5.602	6.798	21,35%
Tasa activa referencial	7,44%	8,48%	9,94%	9,49%	11,68%	0,23 p.p.
Tasa pasiva referencial	5,91%	6,35%	7,70%	7,4%	8,25%	0,11 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 conservación<sup>18</sup>. 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 Ecuador<sup>19</sup>. Según la Organización de las Naciones Unidas para

<sup>18</sup> <https://www.nationalgeographic.es/medio-ambiente/acuicultura>

<sup>19</sup> Revista Acuicultura #153 de la Cámara Nacional de Acuicultura (CNA)

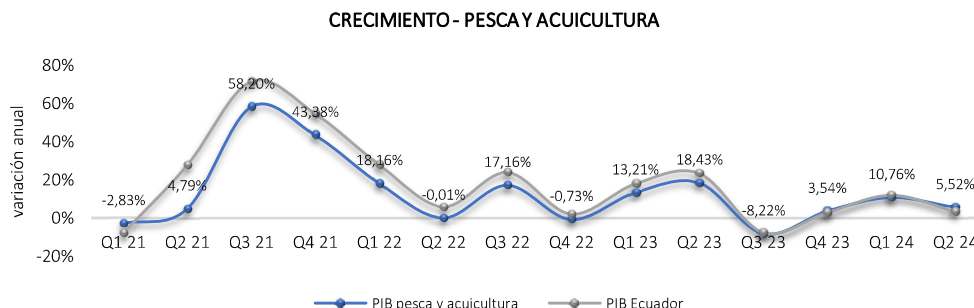
la Alimentación y la Agricultura (FAO), en las últimas 3 décadas, la producción mundial de peces de cría se ha multiplicado por 12, con una tasa media anual de crecimiento superior a 8%, que la convierte en el sector de producción de alimentos con mejor desempeño y que ha permitido que 50% de los productos pesqueros destinados a la alimentación a nivel mundial provengan de esta actividad.

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 mundial<sup>20</sup>. 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<sup>21</sup> y en 2023, destronó al petróleo crudo como primer producto de exportación<sup>22</sup>. 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 Caribe<sup>23</sup>.

### CRECIMIENTO

A partir del segundo trimestre de 2021, el PIB del sector de pesca y acuicultura mostró un crecimiento positivo, llegando a alcanzar una variación anual de 58,20% en el tercer trimestre de 2021. En 2022, el sector experimentó una mayor volatilidad, ya que en el primer trimestre se observó una variación anual de 18,16%, mientras que en el segundo trimestre esta fue de -0,01%. Estas fluctuaciones llevaron a que el sector crezca 22,72% en 2021 y 8,23% en 2022, cifras que dependen directamente 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 -8,22% en el tercer trimestre del año. Uno de los factores externos que explican 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 pandemia<sup>24</sup>. 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 segundo trimestre de 2024, el sector marcó un nuevo crecimiento al registrar una variación interanual de 5,52% con relación al mismo trimestre del año anterior. El BCE del Ecuador espera que la pesca y acuicultura reporte un crecimiento de 5,80% al terminar 2024, cifra muy superior a 0,9% 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 2021, 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 3,2% con respecto a 2022 y contabilizó USD 1.301 millones.

<sup>20</sup> <https://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-65247655>

<sup>21</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/ecuador-es-el-mayor-productor-mundial-de-camaron-segun-revista-aquaculture-nota/>

<sup>22</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/por-314-millones-el-camaron-destrono-por-primera-vez-al-petroleo-como-primer-producto-de-exportacion-nota/>

<sup>23</sup> <https://www.fao.org/ecuador/noticias/detail-events/en/c/1696495/>

<sup>24</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/camaroneros-perdidas-millonarias-asaltos/>



**VOLUMEN DE CRÉDITO SECTOR ACUÍCOLA**



Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador

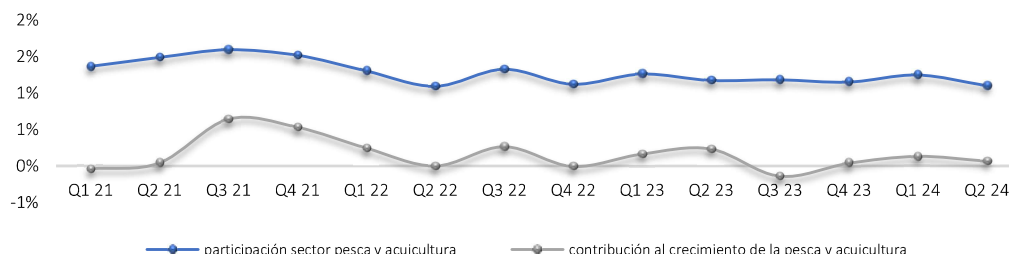
Al mes de septiembre de 2024, el sector acuicola también experimentó un nuevo aumento en 3,7% en el monto de crédito otorgado, al contabilizar USD 1.000 millones. Las actividades que más crédito recibieron fueron Explotación de Criaderos de Camarones (Camaroneras) y Criaderos de Larvas de Camarón, Actividades 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 Pichincha C.A.

Por otro lado, el sector de la pesca evidencia una disminución de 5,6% en el monto de crédito otorgado al mes de septiembre de 2024. La Pesca Marina recibió la mayor cantidad de crédito, que fue otorgada principalmente por Banco de la Producción S.A. Produbanco, Banco Guayaquil S.A. y Banco Bolivariano C.A.

**TAMAÑO E INTEGRACIÓN**

El sector de pesca y acuicultura ha mantenido una participación promedio de 1,30% sobre el PIB total del Ecuador durante los últimos tres años; al cuarto trimestre de 2023, esta cifra se ubicó en 1,15%. Al segundo trimestre del año la participación se mantuvo en una cifra similar, con 1,10% del PIB total del país. En cuanto a la contribución al crecimiento interanual del PIB ecuatoriano, este sector tuvo una cifra de 0,07% en el mismo periodo, manteniendo una tendencia positiva de 0,15% 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 Ecuador<sup>25</sup>.

Aun así, las exportaciones de camarón cayeron en 5,56% anual a septiembre de 2024 ante fluctuaciones en el precio, demandas internacionales y sanciones<sup>26</sup>. Por esta razón, en los últimos meses de 2024 y 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

<sup>25</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/ecuador-entre-mayores-exportadores-productos-acuaticos.html>

<sup>26</sup> <https://www.forbes.com.ec/rankings/el-top-ten-exportadoras-camaron-primer-semester-2024-n57294>

crecimiento de 5,80% para la pesca y acuicultura, que es muy superior al 0,90% 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 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	2021	2022	2023	SEPT 2023	SEP 2024	VARIACIÓN ANUAL
Inflación peces y productos de la pesca (IPP)	7,46%	-6,10%	0,76%	0,63%	-2,33%	-2,96%
Precio global camarón (USD/Kg)	8,43	7,75	7,05	6,94	7,77	11,95%
Inflación del precio camarón global (variación anual)	7,70%	-8,06%	-9,01%	-17,48%	11,95%	29,44%
Exportaciones camarón (USD FOB millones) *	5.323	7.289	7.205	4.960	4.684	-5,56%
Exportaciones atún y pescado (USD FOB millones) *	367	385	294	199	246	24,02%
Empleo adecuado – agricultura, silvicultura, ganadería y pesca	12,50%	11,10%	11,40%	10,00%	12,00%	2,00%
Desempleo – agricultura, silvicultura, ganadería y pesca	0,80%	0,50%	0,60%	0,80%	0,50%	-0,30%
Ventas netas – agricultura, silvicultura, ganadería y pesca (millones USD) *	17.530	19.482	20.690	13.088	13.973	6,76%

Fuente: BCE, INEC, Ministerio de Producción, FRED

\*corte agosto 2023 y agosto 2024

## 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 (AUDITADOS 2023)	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%
<b>NATLUK S.A.</b>	<b>31.170.202</b>	<b>14.383.046</b>	<b>157.517</b>	<b>2.823.425</b>	<b>5,58%</b>
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 empacador 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.

### 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%
<b>Total</b>		<b>800.000</b>	<b>100,00%</b>

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%
<b>Total</b>		<b>800</b>	<b>100,00%</b>

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
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 septiembre 2024, NATLUK S.A cuenta con un total de 196 empleados de los cuales 30 pertenecen al área administrativa y 169 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 GLOBALRATINGS 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 cumplimiento de obligaciones con el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, mantiene deudas en firma con Servicio de Rentas Internas por un valor de seis 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"><li>Shrimp P&amp;D (tail on).</li><li>Pink Shrimp P&amp;D.</li><li>Pink Shrimp P&amp;D/HLSO/HOSO.</li><li>Brown Shrimp HOSO/HLSO.</li><li>White Shrimp Butterfly/ Ez Peel/ P&amp;D/ Less Shell/ Shell On.</li><li>Blue Shrimp HOSO/HLSO.</li></ul>
LANGOSTINOS TITI CAPTURADO SALVAJEMENTE	<ul style="list-style-type: none"><li>Titi Shrimp PTO (<i>Protachypene Precipua</i>).</li><li>Titi Shrimp PUD (<i>Protachypene Precipua</i>).</li></ul>
CAMARONES CRIADOS EN GRANJAS	<ul style="list-style-type: none"><li>Shrimp PUD tail off.</li><li>Shrimp P&amp;D Tail Off.</li><li>Shrimp Skewers.</li><li>Shrimp Farm Butterfly.</li><li>P&amp;D Tail On.</li><li>Shrimp Head Less Shell On.</li><li>Shrimp Farm HOSO.</li></ul>
OTROS	<ul style="list-style-type: none"><li>Whole Squid (<i>Ioligo gayi</i>).</li><li>Skewers Mix.</li><li>Squid Skewers.</li><li>Squid Tubes.</li></ul>

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.

#### POLÍTICAS PRINCIPALES

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 Primera y Segunda Emisión de Obligaciones y el Tercer 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	Vigente
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

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	1	12	55.100

Fuente: SCVS

#### INSTRUMENTO

La Junta General Extraordinaria de Accionistas en su sesión del 25 de octubre de 2024, resolvió aprobar el Cuarto Programa de Papel Comercial, por un monto de USD 2.000.000 en los términos y condiciones propuestos.

CUARTO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL					
Características	MONTO (USD)	PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PLAZO PROGRAMA (DÍAS)	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERES

CUARTO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL					
	2.000.000	Hasta 359	Hasta 720	Al vencimiento	Cero cupón
Garantía general	De acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores				
Garantía específica	N/A				
Destino de los recursos	100% a capital de trabajo, consistente en 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 <i>underwriting</i> .				
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"> <li>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.</li> <li>No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>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.</li> </ul>				
Compromisos adicionales	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mantenerlas obligaciones por pagar a accionistas durante la vigencia de la emisión.</li> </ul>				
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

#### MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía. Al 30 de septiembre de 2024, la compañía posee un total de activos de USD 14,79 millones, de los cuales USD 8,18 millones son activos menos deducciones, evidenciando que el monto máximo de emisión es de USD 6,54 millones.

El proceso para determinar el monto máximo de la emisión es: “Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: 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; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación; 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. Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.”

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (SEPTIEMBRE 2024)	MONTO (USD)
<b>Activo Total</b>	<b>14.787.701</b>
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	1.369.718
(-) Activos gravados	2.912.892
Inventarios	
Maquinaria y equipos	
Terrenos	
(-) 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	
(-) Saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores	2.130.100

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (SEPTIEMBRE 2024)	MONTO (USD)
(-) 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	
<b>Total activos menos deducciones</b>	<b>8.176.514</b>
<b>80 % Activos menos deducciones</b>	<b>6.541.211</b>

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".

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor del Cuarto Programa de Papel Comercial de NATLUK S.A. junto con las demás obligaciones en circulación representaron 71,92% del 200% del patrimonio al 30 de septiembre de 2024 y 143,84% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO (SEPTIEMBRE 2024)	MONTO (USD)
<b>Patrimonio</b>	<b>2.871.293</b>
200% Patrimonio	5.742.587
Segunda Emisión de Obligaciones	375.000
Tercer Programa de Papel Comercial	1.700.000
Tercera Emisión de Obligaciones	55.100
Nueva Cuarto Programa de Papel Comercial	2.000.000
Total Emisiones	4.130.100
<b>Total Emisiones/200% Patrimonio</b>	<b>71,92%</b>

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 septiembre 2023 y septiembre 2024.

## 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%.

A septiembre de 2024, se registró un decremento del 18,79% en comparación con el año anterior, atribuido a la escasez de camarón pomada debido a factores climáticos que afectaron la producción

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 septiembre 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.

COMPOSICIÓN INGRESOS	DICIEMBRE-2022 (USD) PART		SEPTIEMBRE 2023 (USD) PART		DICIEMBRE-2023 (USD) PART		SEPTIEMBRE 2024 (USD) PART	
<b>Exportaciones</b>	<b>121.258.003</b>	<b>99,45%</b>	<b>22.000.437</b>	<b>94,87%</b>	<b>29.799.682</b>	<b>95,60%</b>	<b>18.436.684</b>	<b>97,90%</b>
Camarón piscina	13.996.095	11,48%	6.637.777	28,62%	8.290.396	26,60%	12.305.412	65,34%
Langostino	8.058.854	6,61%	7.542.564	32,52%	10.994.145	35,27%	5.011.562	26,61%
Pomada	11.480.158	9,42%	7.820.096	33,72%	10.515.141	33,73%	1.119.710	5,95%



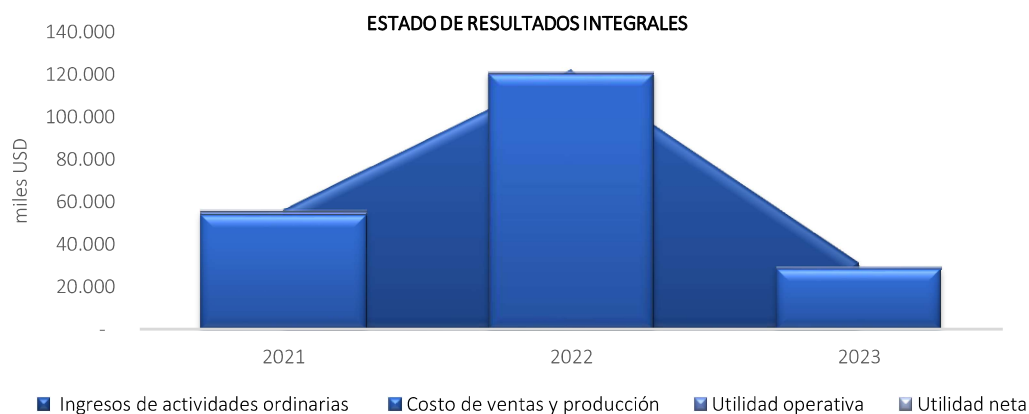
COMPOSICIÓN INGRESOS	DICIEMBRE-2022 (USD) PART		SEPTIEMBRE 2023 (USD) PART		DICIEMBRE-2023 (USD) PART		SEPTIEMBRE 2024 (USD) PART	
Camarón piscina NP (China)	87.722.896	71,94%			-			
<b>Venta local</b>	<b>418.954,53</b>	<b>0,34%</b>	<b>448.142</b>	<b>1,93%</b>	<b>555.223</b>	<b>1,78%</b>	<b>122.708</b>	<b>0,65%</b>
Camarón piscina	322.985,48	0,26%	225.915	0,97%	274.950	0,88%	34.926	0,19%
Langostino	50.768,85	0,04%	133.822	0,58%	184.996	0,59%	24.186	0,13%
Pomada	45.200,20	0,04%	88.405	0,38%	95.276	0,31%	63.596	0,34%
<b>Otros</b>	<b>254.324</b>	<b>0,21%</b>	<b>742.413</b>	<b>3,20%</b>	<b>815.298</b>	<b>2,62%</b>	<b>273.528</b>	<b>1,45%</b>
<b>Total Ventas</b>	<b>121.931.281</b>	<b>100,00%</b>	<b>23.190.992</b>	<b>100,00%</b>	<b>31.170.202</b>	<b>100,00%</b>	<b>18.832.920</b>	<b>100,00%</b>

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. Por su parte, entre los periodos septiembre 2023 y septiembre 2024, la participación incrementó de 89,31% a 91,98% respectivamente, explicado por el crecimiento de la línea de camarón piscina que tiene un menor margen.

El Fenómeno de El 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 septiembre de 2024, el indicador alcanzó el 8,02%, manteniendo estabilidad en los márgenes ante la optimización de procesos y la estabilidad de los precios del camarón silvestre.



Fuente: Estados Financieros Auditados 2021-2023

#### 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 mantuvieron 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 cada año tuvo una menor representación, pasó de representar 1,31% de las ventas en 2021 a 0,79% en 2022. Para 2022 y fruto del incremento ya comentado, la estructura operativa a pesar de aumentar monetariamente tuvo un menor impacto en términos relativos y junto con la participación creciente del costo de ventas produjo una utilidad operativa de USD 621 mil (representó 0,51% de las ventas), un 5% inferior a la utilidad registrada en 2021 (USD 1,39 millones).

A diciembre 2023 la estructura operativa presentó una mayor participación sobre las ventas, representando 6,49%, crecimiento que obedeció a la baja en ventas. Como consecuencia de centrar sus actividades en sus propias líneas, la utilidad operativa fue superior a su similar de 2022, alcanzó una participación sobre las ventas de un 1,78% (0,5% en 2022) debido a la ventaja competitiva que mantiene la compañía al no depender del cultivo de larvas y enfocarse en la pesca silvestre que ante el Fenómeno de El Niño se incrementó. En cuanto al periodo interanual hasta septiembre de 2024, el margen operativo decreció en un 77,32% en comparación con septiembre de 2023, debido a la escasez del camarón pomada.

A diciembre 2023, la compañía registró otros ingresos no operacionales por USD 470 mil que correspondieron a USD 42 mil de intereses ganados, USD 135 mil por reclamos de seguros y USD 293 mil a descuentos y multas a empleados. Por su parte, a septiembre 2024, se registró otros ingresos por USD 151 mil.

El EBITDA, en línea con la utilidad operativa, experimentó fluctuaciones entre 2021 y 2023, pero mantuvo valores sólidos que permitieron una cobertura promedio de 1,71 veces sobre los gastos financieros. Esto refleja la capacidad de la empresa para afrontar los costos financieros desde sus resultados operativos. Hasta septiembre de 2024, debido a la reducción de la utilidad operativa y los gastos financieros se alcanzó un indicador de 1,36 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. Se observa una disminución en 2022, debido a Intereses pagados a CFN, corresponde a gastos financieros no reconocidos en periodos anteriores que fue precancelada en 2022 y que se registraron en otros activos no corrientes. En 2023, estos gastos se incrementaron nuevamente, alcanzando USD 758 mil, principalmente debido a los intereses derivados del papel comercial. A septiembre de 2024, los gastos financieros ascendieron a USD 454 mil, lo que representa un decrecimiento de un 45,45% con respecto a lo registrado en septiembre de 2023.

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 USD 55 mil de la Tercera Emisión de Obligaciones.

En 2021 y 2022 la compañía mantuvo un flujo de efectivo de actividades de operación negativo, principalmente por mayor efectivo pagado a proveedores frente al efectivo cobrado a clientes, por lo que la empresa requirió de endeudamiento con terceros para financiar su operación y realizar inversiones por lo que el flujo de financiamiento fue positivo con mayores niveles de deuda neta y apalancamiento. La situación cambió en 2023 el flujo de efectivo de actividades de operación fue ligeramente positivo, sin embargo, no fue suficiente para las inversiones requeridas durante el período, por lo que fue necesario adquirir financiamiento. Los resultados netos fueron consistentemente positivos, el ROA presentó valores entre 1% y 3% y el ROE presentó valores de 7% en 2022 y 6% en 2023, valores que suponen una rentabilidad aceptable al compararlo con inversiones alternativas con un perfil de riesgo similar. A septiembre 2024, los indicadores de ROE se situaron en 3,57% y ROA 0,69%.

#### CALIDAD DE ACTIVOS

El activo registró un comportamiento creciente entre los años 2021 y 2022, pasando de USD 17,92 millones y USD 19,63 millones. Para diciembre 2023 el activo disminuyó y alcanzó USD 14,38 millones debido a una disminución en anticipos entregados a proveedores y menores cuentas por cobrar clientes coherente con el cambio de estrategia, posteriormente a septiembre 2024 aumento USD 14,79 millones por el crecimiento de inventario. Históricamente el activo se concentró mayoritariamente en el corto plazo, en promedio representó 71,35% del activo total entre 2021 y 2023 (64,76% a septiembre 2024). Dado el giro de negocio, las cuentas más representativas del activo fueron los inventarios (33,59%), la propiedad, planta y equipo (25,98%) y cuentas por cobrar comerciales (16,04%).

Desde 2022 el índice de liquidez superó la unidad (1,03) y tuvo 1,19 a diciembre 2023, valor que se mantuvo en 1,44 a septiembre 2024. La cartera registró un comportamiento decreciente al pasar de USD 6,50 millones en 2021 a USD 2,57 millones en 2023, debido a los cambios estratégicos. Se debe mencionar que la compañía mantiene vigente alrededor de 92% de la cartera y la diferencia vencida a un plazo inferior a 180 días.

### EVOLUCIÓN EL ACTIVO



Fuente: Estados Financieros Auditados 2021-2023 y Preliminares septiembre 2023 y septiembre 2024

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* registró un valor de 605 puntos entre los 15 clientes más importantes, lo que representa una concentración baja.

En cuanto a la calidad de la cartera, se evidencia que la cartera por vencer a diciembre 2023 mantiene una concentración de 92,72%, (88% a septiembre 2024) 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 periodo de recuperación de cartera tuvo fluctuaciones al pasar 42 días el año 2021 a 16 días en el año 2022. Sin embargo, los días de pago a proveedores pasaron de 48 días en el año 2021 a 19 días en el año 2022. Estos valores se encuentran condicionados al nivel de ingresos y por ende costos percibidos durante 2021 y 2022 por la comercialización de terceros al exterior. A diciembre 2023 se mantiene un descalce de plazos menor entre los días de cartera y pagos a proveedores, con diferencias de apenas 3 días y a septiembre 2024, la recuperación de cuentas por cobrar fue de 34 días frente a días de pago a proveedores de 36 días, lo que sugiere que hay la capacidad de optimizar el flujo de efectivo y garantizar una gestión financiera más eficiente. NATLUK S.A. mantiene otras cuentas por cobrar, rubro compuesto en su mayor parte por préstamos otorgados a proveedores, no son consideradas propiamente como cartera al no existir un documento comercial de por medio.

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 77 días a septiembre 2024.

La propiedad, planta y equipo presentó un comportamiento creciente entre los años 2021 y 2023 al pasar de USD 3,41 millones en diciembre 2021 a USD 4,39 millones al cierre de 2023, incremento que se debe principalmente a la adquisición de maquinaria y equipos durante 2021 por USD 606 mil y a una revalorización de edificios por USD 173 mil. Durante 2022, la compañía incrementó su propiedad, planta y equipo por inversiones en maquinaria y equipos por USD 58 mil, vehículos por USD 38 mil, muebles y enseres por USD 16 mil, entre otros menores. En el año 2023 la compañía realizó una revalorización de terrenos, edificios e instalaciones por un valor de USD 1,2 millones, movimiento que tiene impacto también en el patrimonio con corte 2023. A septiembre 2024, la propiedad planta y equipo registró USD 4,70 millones, terrenos USD 311 mil y depreciaciones por USD 1,18 millones.

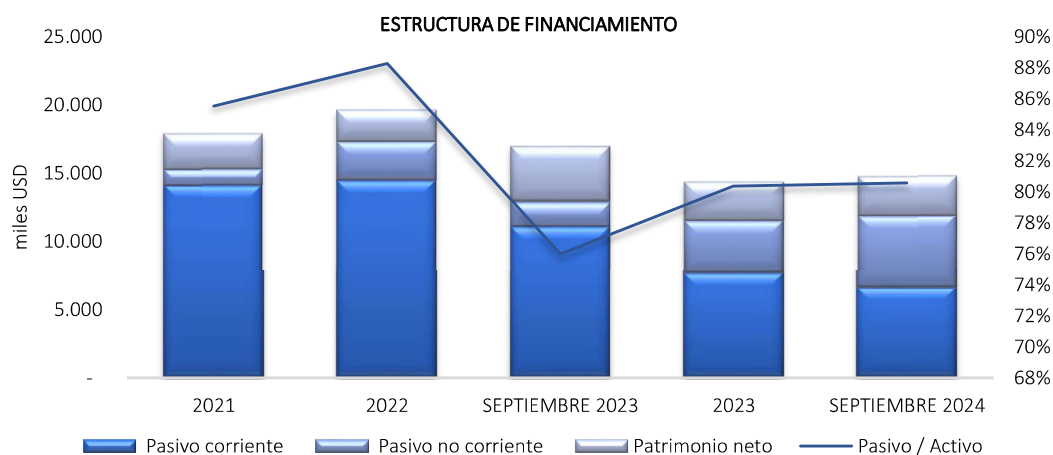
Otro rubro de interés son los otros activos no corrientes, correspondientes principalmente a varias inversiones de construcción realizadas entre los años 2015 y 2020 que se encuentran pendientes de regularizar. Existen montos menores por concepto de gastos financieros medidos al costo amortizado que 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 80,37% de los activos de la compañía a diciembre de 2023 (80,58% en a septiembre 2024), mientras que el patrimonio financió 19% restante.

El pasivo se concentró principalmente en el corto plazo, con una participación promedio (2021-2023) de 80,82% (55,86% a septiembre 2024) del pasivo total. Este factor influyó en un indicador de liquidez menor a la unidad durante los años anteriores a 2021. Sin embargo, para diciembre de 2022 y 2023 este comportamiento se revirtió producto principalmente de mayores cuentas por pagar accionistas en el largo plazo.

Los pasivos totales crecieron entre los años 2021 y 2022, principalmente por mayores anticipos de clientes y mayores cuentas por pagar comerciales, coherente con la estrategia adoptada entre 2021 y 2022 años en los que se comercializó productos de terceros en el exterior. Durante el año 2023 el valor de los anticipos de clientes disminuyó considerablemente y las cuentas por pagar se acoplaron al giro de negocio propio de la compañía, factor que produjo que en 2023 el pasivo disminuya USD 11,56 millones, sin embargo, al cierre de septiembre 2024 el pasivo se incrementó a USD 11,92 millones debido al crecimiento de cuentas por pagar accionistas y obligaciones financieras.



**Fuente:** Estados Financieros Auditados 2021 -2023 e internos septiembre 2023 y septiembre 2024

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 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 periodos futuros. A septiembre 2024, este indicador fue de 4,15 veces.

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 septiembre 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 720 puntos, considerado como una baja concentración.

Consecuente con el comportamiento de las cuentas por pagar, los días de pago fluctuaron entre 19 y 48 entre 2021y 2023. Cabe destacar que estos indicadores están influenciados por las operaciones realizadas con Operadora y Procesadora de Productos Marinos OMARSA S.A. y el impacto que tuvieron en los ingresos y en el costo de ventas. Durante 2023 este indicador se estabilizó alrededor de los 33 días de pago, situación que mantiene a septiembre 2024 en 36 días y reflejará 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 – 2023, empujada por nuevos préstamos bancarios locales de corto plazo para financiar las operaciones en 2022 y una disminución en el año 2023.

La compañía emitió el Segundo Programa de Papel Comercial en el año 2021, la Primera Emisión de Obligaciones en el año 2022 y la Segunda Emisión de Obligaciones durante el año 2023 y la Tercera Emisión de obligaciones por USD 260 mil en 2024. A diciembre de 2023, la deuda con costo experimentó una disminución, registrando un valor de USD 4,80 millones en comparación con los valores al cierre de 2022, cuando registró USD 5,49 millones. A la fecha de corte del presente la tendencia decreciente de la deuda se mantiene registrando USD 5,03 millones.

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 10,10% y plazos de vencimiento de las obligaciones hasta el año 2028.

DEUDA FINANCIERA	2021 (USD)	2022 (USD)	2023 (USD)	SEPTIEMBRE 2024 (USD)
Banco Bolivariano C.A.	-	1.408.275	1.882.689	1.955.569
Banco Guayaquil S.A.	295.280	468.716	-	-
Banco Internacional S.A.	-	470.616	394.502	397.004
Banco Delbank S.A.	-	-	546.215	600.000
Corporación Financiera Nacional (CFN)	495.286	-	-	-
Tarjeta de crédito	12.094	19.447	-	-
Obligaciones con el Mercado de Valores	3.840.211	3.121.620	1.944.566	2.080.951
Otros	21.264	4.849	29.951	672
<b>Total</b>	<b>4.664.135</b>	<b>5.493.523</b>	<b>4.797.923</b>	<b>5.034.196</b>

Fuente: Estados Financieros Auditados 2021 -2023 e internos septiembre 2024

Las cuentas por pagar accionistas que en diciembre de 2023 registraron USD 2,57 millones (USD 3,24 millones a septiembre de 2024) se generaron principalmente por préstamos recibidos para financiar el crecimiento en activos productivos. En el corto plazo no se tiene previsto liquidar estos valores ya que son parte fundamental de la estructura de financiamiento de la inversión empresarial además que existe el compromiso de mantener estos valores 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 y finalmente 19,63% en 2023. 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 2,87 millones registrando un crecimiento de 1,70% respecto diciembre 2023.

## PERFIL PROYECTADO

### PROYECCIONES DEL EMISOR

En la estructuración original, el emisor realizó proyecciones del Estado de Resultados Integrales, aspecto trascendental para analizar la capacidad de pagos de la emisión, observando que las mismas fueron optimistas. Las ventas alcanzaron 92% del valor proyectado y los costos mantuvieron una menor representatividad sobre las ventas proyectadas inicialmente, la participación del costo proyectado fue de 93,19% mientras el valor real se ubicó en 91,73%.

PROYECCIONES DE RESULTADOS	2023	
	ORIGINALES (MILES USD)	REALES
Ventas netas	33.712	31.170
Costo de ventas	31.415	28.594
<b>Margen bruto</b>	<b>2.297</b>	<b>2.577</b>
Gastos de administración y ventas	(865)	(2.023)
<b>Utilidad operativa</b>	<b>1.433</b>	<b>554</b>
Gastos financieros	(626)	(758)
Otros ingresos (egresos)	0	470
<b>Utilidad antes de participación e impuestos</b>	<b>807</b>	<b>265</b>
Participación trabajadores	(121)	(40)
Impuesto a la renta	(171)	(68)



PROYECCIONES DE RESULTADOS	2023	
	ORIGINALES	REALES
	(MILES USD)	
Utilidad neta	514	158

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

Por su parte, la estructura operativa mantuvo una participación sobre los ingresos percibidos alrededor de 2,57% en el periodo proyectado, mientras que en el periodo real alcanzó 6,49%, debido a la contabilización de gastos imprevistos, por baja de inventarios. 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 gastos financieros a los proyectados inicialmente, por su parte existieron ingresos no operacionales que compensaron los gastos financieros en el dato real, 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 de moderado estrés, se espera que los ingresos disminuyan un 10% en 2024 en comparación con 2023, debido a la disminución del camarón Pomada, lo que ha provocado una reducción de los ingresos hasta septiembre de 2024. Para los años siguientes (2025, 2026 y 2027), se prevé un incremento de los ingresos del 15% y 8%, respectivamente, siguiendo una estrategia conservadora y considerando la recuperación de la especie del camarón Pomada, que migró debido a los cambios climáticos, pero que, a partir de octubre de 2024, ha retornado a las costas ecuatorianas, lo que permitirá el crecimiento natural del negocio.

En lo que respecta al costo de ventas, se proyecta una participación sobre ventas de 92,5% para 2024 y un 0,38 puntos más para los siguientes años de vigencia de la emisión, porcentaje alineado a la estrategia planteada por la empresa y coherente con el cambio en la composición en las ventas. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas y en concordancia con el comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de los créditos bancarios con entidades financieras y el Mercado de Valores de acuerdo con las necesidades de fondeo estimadas y otros gastos financieros.

Se proyecta un EBITDA creciente para periodos futuros por una mayor utilidad operativa y mayores gastos por depreciación y amortización, consecuencia de la revalorización realizada en el año 2023. La cobertura de EBITDA sobre gastos financieros se mantiene por sobre 2,13 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 2024 y 2027, principalmente debido a mayores cuentas por cobrar comerciales e inventarios. Se estima que la cartera de clientes se mantendrá cercana a los 38 días para los años futuros. En cuanto a los inventarios, se proyectan entre 68 y 70 días durante la vigencia de la emisión. Se estiman inversiones menores, principalmente se encuentra el concepto de mantenimiento, lo que podría diferir de acuerdo con los lineamientos estratégicos de la compañía. Cabe señalar que las premisas utilizadas en estos rubros se consideran conservadoras frente a la realidad.

En línea con la estrategia de la empresa para el futuro próximo, se estiman crecimientos en inventarios y cuentas por cobrar para 2024, lo que produciría flujos operacionales negativos, por lo que, sería necesario un aumento en el financiamiento, para cubrir las inversiones y capital de trabajo. 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 2026 y 2027 lo que permitiría una disminución paulatina de los niveles de deuda con costo, un decrecimiento del apalancamiento y ROE por sobre 8% a partir del año 2025.

Los Estados Financieros proyectados revelan que la compañía estaría en capacidad de generar flujos positivos mediante actividades operativas a partir de 2026. 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 2025 y 2026.

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 Cuarto 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,



Firmado electrónicamente 0022  
HERNAN ENRIQUE  
LOPEZ AGUIRRE

Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.  
Presidente Ejecutivo

## ANEXOS

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	SEPTIEMBRE 2023	SEPTIEMBRE 2024
	REAL			PROYECTADO				INTERANUAL	
<b>ACTIVO</b>	<b>17.918</b>	<b>19.629</b>	<b>14.383</b>	<b>15.037</b>	<b>16.372</b>	<b>17.078</b>	<b>17.420</b>	<b>16.968</b>	<b>14.788</b>
<b>Activo corriente</b>	<b>13.325</b>	<b>14.962</b>	<b>9.126</b>	<b>9.869</b>	<b>11.478</b>	<b>12.441</b>	<b>13.040</b>	<b>11.817</b>	<b>9.576</b>
Efectivo y equivalentes al efectivo	848	638	871	363	538	690	496	479	747
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	6.502	5.293	2.566	2.883	3.316	3.581	3.867	4.730	2.372
Documentos y cuentas por cobrar clientes relacionados CP	180	203	159	162	165	169	169	524	102
Anticipos a proveedores	1.629	3.689	316	379	398	418	418	696	246
Inventarios	2.439	3.097	3.792	4.902	5.826	6.292	6.796	4.303	4.967
Activos por contrato	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros activos corrientes	1.726	2.042	1.422	1.180	1.235	1.290	1.294	1.085	1.142
<b>Activo no corriente</b>	<b>4.593</b>	<b>4.667</b>	<b>5.257</b>	<b>5.167</b>	<b>4.894</b>	<b>4.637</b>	<b>4.379</b>	<b>5.151</b>	<b>5.212</b>
Propiedades, planta y equipo	3.414	3.538	4.386	4.715	4.762	4.810	4.858	4.246	4.706
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	(508)	(739)	(970)	(1.236)	(1.543)	(1.834)	(2.140)	(899)	(1.175)
Terrenos	215	215	311	311	311	311	311	311	311
Otros activos no corrientes	1.472	1.652	1.530	1.378	1.364	1.351	1.351	1.493	1.370
<b>PASIVO</b>	<b>15.327</b>	<b>17.324</b>	<b>11.560</b>	<b>12.165</b>	<b>13.222</b>	<b>13.537</b>	<b>13.397</b>	<b>12.893</b>	<b>11.916</b>
<b>Pasivo corriente</b>	<b>14.141</b>	<b>14.487</b>	<b>7.695</b>	<b>7.152</b>	<b>9.398</b>	<b>8.507</b>	<b>7.313</b>	<b>11.155</b>	<b>6.657</b>
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	7.193	6.405	2.656	2.595	2.996	3.236	3.495	3.737	2.286
Cuentas y documentos por pagar relacionadas CP	-	-	-	203	207	211	215	2.258	254
Obligaciones con entidades financieras CP	328	1.749	2.099	1.348	1.881	712	2.346	2.482	985
Obligaciones emitidas CP	3.840	2.747	1.757	1.811	3.087	3.090	-	1.313	2.081
Provisiones por beneficios a empleados CP	334	276	355	337	344	351	351	452	378
Otros pasivos corrientes	2.446	3.311	829	858	882	907	907	913	673
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>1.186</b>	<b>2.837</b>	<b>3.864</b>	<b>5.013</b>	<b>3.824</b>	<b>5.030</b>	<b>6.083</b>	<b>1.738</b>	<b>5.260</b>
Obligaciones con entidades financieras LP	496	623	754	1.906	725	1.863	2.920	814	1.968
Obligaciones emitidas LP	-	375	188	83	9	9	1	375	-
Cuentas y documentos por pagar relacionadas LP	120	129	283	-	-	-	-	-	-
Provisiones por beneficios a empleados LP	41	75	71	71	79	86	91	55	57
Otros pasivos no corrientes	529	1.635	2.568	2.953	3.012	3.072	3.072	495	3.235
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>2.591</b>	<b>2.305</b>	<b>2.823</b>	<b>2.872</b>	<b>3.150</b>	<b>3.540</b>	<b>4.023</b>	<b>4.075</b>	<b>2.871</b>
Capital suscrito o asignado	800	800	800	800	800	800	800	800	800
Reserva legal	37	92	109	125	133	161	200	109	124
Ganancias o pérdidas acumuladas	367	812	562	676	745	995	1.346	785	676
Ganancia o pérdida neta del periodo	558	171	158	76	278	390	483	1.617	77
Otras cuentas patrimoniales	830	430	1.194	1.194	1.194	1.194	1.194	764	1.194

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	SEPTIEMBRE 2023	SEPTIEMBRE 2024
	REAL			PROYECTADO				INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias	56.000	121.931	31.170	28.053	32.261	34.842	37.629	23.191	18.833
Costo de ventas y producción	53.875	120.344	28.594	25.949	29.964	32.361	34.950	20.712	17.323
<b>Margen bruto</b>	<b>2.125</b>	<b>1.587</b>	<b>2.577</b>	<b>2.104</b>	<b>2.297</b>	<b>2.481</b>	<b>2.679</b>	<b>2.479</b>	<b>1.510</b>
(-) Gastos de administración	(736)	(966)	(2.023)	(1.578)	(1.657)	(1.690)	(1.690)	(804)	(1.129)
<b>Utilidad operativa</b>	<b>1.389</b>	<b>621</b>	<b>554</b>	<b>526</b>	<b>640</b>	<b>791</b>	<b>989</b>	<b>1.676</b>	<b>380</b>
(-) Gastos financieros	(617)	(577)	(758)	(603)	(429)	(423)	(533)	(833)	(454)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	1	226	470	196	226	244	301	774	151
<b>Utilidad antes de participación e impuestos</b>	<b>773</b>	<b>270</b>	<b>265</b>	<b>120</b>	<b>437</b>	<b>612</b>	<b>757</b>	<b>1.617</b>	<b>77</b>
(-) Participación trabajadores	(116)	(41)	(40)	(18)	(66)	(92)	(114)	-	-
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>657</b>	<b>230</b>	<b>226</b>	<b>102</b>	<b>371</b>	<b>520</b>	<b>644</b>	<b>1.617</b>	<b>77</b>
(-) Gasto por impuesto a la renta	(99)	(59)	(68)	(25)	(93)	(130)	(161)	-	-
<b>Utilidad neta</b>	<b>558</b>	<b>171</b>	<b>158</b>	<b>76</b>	<b>278</b>	<b>390</b>	<b>483</b>	<b>1.617</b>	<b>77</b>
EBITDA	1.572	856	824	796	950	1.085	1.298	1.836	619

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	SEPTIEMBRE 2023	SEPTIEMBRE 2024
	REAL			PROYECTADO				INTERANUAL	
<b>Flujo Actividades de Operación</b>	<b>(665)</b>	<b>(1.614)</b>	<b>2</b>	<b>(806)</b>	<b>(396)</b>	<b>164</b>	<b>258</b>	<b>943</b>	<b>(615)</b>
<b>Flujo Actividades de Inversión</b>	<b>(736)</b>	<b>(133)</b>	<b>(160)</b>	<b>(329)</b>	<b>(47)</b>	<b>(48)</b>	<b>(48)</b>	<b>(803)</b>	<b>(320)</b>
<b>Flujo Actividades de Financiamiento</b>	<b>2.188</b>	<b>1.536</b>	<b>391</b>	<b>627</b>	<b>618</b>	<b>36</b>	<b>(404)</b>	<b>(299)</b>	<b>810</b>
Saldo Inicial de Efectivo	62	848	638	871	363	538	690	638	871
Flujo del periodo	787	(211)	234	(508)	175	153	(194)	(159)	(125)
Saldo Final de efectivo	848	638	871	363	538	690	496	479	746

ÍNDICES	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	SEPTIEMBRE 2023	SEPTIEMBRE 2024
	REAL			PROYECTADO				INTERANUAL	
<b>MÁRGENES</b>									
Costo de Ventas / Ventas	96%	99%	92%	93%	93%	93%	93%	89%	92%
Margen Bruto/Ventas	3,79%	1,30%	8,27%	8%	7%	7%	7%	11%	8,02%
Utilidad Operativa / Ventas	2,5%	0,5%	1,8%	1,9%	2,0%	2,3%	2,6%	7,2%	2,0%
<b>LIQUIDEZ</b>									
Capital de trabajo (miles USD)	(816)	475	1.431	2.718	2.080	3.933	5.727	662	2.919
Prueba ácida	0,77	0,82	0,69	0,69	0,60	0,72	0,85	0,67	0,69
Índice de liquidez	0,94	1,03	1,19	1,38	1,22	1,46	1,78	1,06	1,44
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(665)	(1.614)	2	(806)	(396)	164	258	943	(615)
<b>SOLVENCIA</b>									
Pasivo total / Activo total	86%	88%	80%	81%	81%	79%	77%	76%	80,58%
Pasivo corriente / Pasivo total	92%	84%	67%	59%	71%	63%	55%	87%	55,86%
EBITDA / Gastos financieros	2,55	1,48	1,09	1,32	2,21	2,57	2,44	2,20	1,36
Años de pago con EBITDA (APE)	2,43	5,67	4,77	6,01	5,44	4,59	3,67	1,84	5,19
Años de pago con FLE (APF)	-	-	1.802,11	-	-	30,33	18,52	4,78	-
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	2.598	4.108	4.382	4.096	3.051	4.701	3.840	4.850	3.564
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,61	0,21	0,19	0,19	0,31	0,23	0,34	0,38	0,17
Capital social / Patrimonio	31%	35%	28%	28%	25%	23%	20%	20%	28%
Apalancamiento (Pasivo total / Patrimonio)	5,91	7,52	4,09	4,24	4,20	3,82	3,33	3,16	4,15
<b>ENDEUDAMIENTO</b>									
Deuda financiera / Pasivo total	30%	32%	42%	42%	43%	42%	39%	39%	42%
Deuda largo plazo / Activo total	3%	5%	7%	13%	4%	11%	17%	7%	13%
Deuda neta (miles USD)	3.816	4.856	3.927	4.785	5.165	4.984	4.770	4.505	4.285
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	1.749	1.986	3.702	5.190	6.146	6.637	7.168	5.296	5.054
<b>RENTABILIDAD</b>									
ROA	3%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	13%	0,69%
ROE	22%	7%	6%	2,66%	8,84%	11%	12%	53%	3,57%
<b>EFICIENCIA</b>									
Ingresos operacionales/Gastos operacionales	76	126	15	18	19	21	22	29	17
Días de inventario	16	9	48	68	70	70	70	56	77
CxC relacionadas / Activo total	1,00%	1,04%	1,11%	1,08%	1,01%	0,99%	0,97%	3,09%	0,69%
Días de cartera CP	42	16	30	37	37	37	37	55	34
Días de pago CP	48	19	33	36	36	36	36	49	36

DEUDA NETA (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	SEPTIEMBRE 2023	SEPTIEMBRE 2024
	REAL			PROYECTADO				INTERANUAL	
Obligaciones con entidades financieras CP	328	1.749	2.099	1.348	1.881	712	2.346	2.482	985
Obligaciones emitidas CP	3.840	2.747	1.757	1.811	3.087	3.090	-	1.313	2.081
Préstamos con terceros CP	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones con entidades financieras LP	496	623	754	1.906	725	1.863	2.920	814	1.968
Obligaciones emitidas LP	-	375	188	83	9	9	1	375	-
Préstamos con terceros LP	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Subtotal deuda</b>	<b>4.664</b>	<b>5.494</b>	<b>4.798</b>	<b>5.148</b>	<b>5.702</b>	<b>5.674</b>	<b>5.266</b>	<b>4.983</b>	<b>5.034</b>
Efectivo y equivalentes al efectivo	848	638	871	363	538	690	496	479	747
Activos financieros disponibles para la venta	-	-	-	-	-	-	-	-	2
Inversiones temporales CP	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Deuda neta</b>	<b>3.816</b>	<b>4.856</b>	<b>3.927</b>	<b>4.785</b>	<b>5.165</b>	<b>4.984</b>	<b>4.770</b>	<b>4.505</b>	<b>4.285</b>

NECESIDAD OPERATIVA DE FONDOS (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	SEPTIEMBRE 2023	SEPTIEMBRE 2024
	REAL			PROYECTADO				INTERANUAL	
Inventarios	2.439	3.097	3.792	4.902	5.826	6.292	6.796	4.303	4.967
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	6.502	5.293	2.566	2.883	3.316	3.581	3.867	4.730	2.372
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	7.193	6.405	2.656	2.595	2.996	3.236	3.495	3.737	2.286
<b>NOF</b>	<b>1.749</b>	<b>1.986</b>	<b>3.702</b>	<b>5.190</b>	<b>6.146</b>	<b>6.637</b>	<b>7.168</b>	<b>5.296</b>	<b>5.054</b>

SERVICIO DE LA DEUDA (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	SEPTIEMBRE 2023	SEPTIEMBRE 2024
	REAL			PROYECTADO				INTERANUAL	
Obligaciones con entidades financieras CP	830	328	1.749	2.099	1.348	1.881	712	1.749	2.099
Obligaciones emitidas CP	2.000	3.840	2.747	1.757	1.811	3.087	3.090	2.747	1.757
Préstamos con terceros CP	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Gastos financieros	617	577	758	603	429	423	533	833	454
Efectivo y equivalentes al efectivo	848	638	871	363	538	690	496	479	747
<b>SERVICIO DE LA DEUDA</b>	<b>2.598</b>	<b>4.108</b>	<b>4.382</b>	<b>4.096</b>	<b>3.051</b>	<b>4.701</b>	<b>3.840</b>	<b>4.850</b>	<b>3.564</b>

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](http://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.
MONTO MÁXIMO	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.