

CALIFICACIÓN:

Tercer Programa Papel Comercial	AAA
Tendencia	(-)
Acción de calificación	Inicial
Metodología	Valores de deuda
Fecha última calificación	N/A

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

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

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

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

CONTACTO

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

Mariana Ávila
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación AAA (-) para el Tercer Programa de Papel Comercial de NATLUK S.A. en comité No. 120-2023, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 24 de mayo de 2023; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2020, 2021 y 2022, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha marzo de 2022 y marzo de 2023. (Aprobada por la Junta General Extraordinaria de Accionistas el 27 de abril de 2023 por un monto de hasta USD 1.700.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- Durante el año 2022 el sector de acuicultura y pesca de camarón creció por encima del promedio de la economía nacional. El camarón se ha consolidado como uno de los principales productos de exportación no petrolera del país y se espera que durante el año 2023 el crecimiento de este sector sea de 5,5%. La expectativa a mediano plazo podría impulsar a la actividad camaronera, con respecto con la firma del acuerdo comercial con China y a la posibilidad de alcanzar acuerdos comerciales con EE. UU. y la Alianza del Pacífico. Además que, ha aumentado significativamente el comercio de productos acuícolas a nivel mundial en los últimos decenios. Esto ha permitido que la actividad acuícola se posicione como un generador importante de ingresos para actividades vinculadas como transporte, elaboración, manufactura de empaques, entre otros.
- 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 su 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 importante en los ingresos y un menor margen bruto, ya que se trata de un enfoque en volumen. Durante 2023, la compañía cambió el enfoque estratégico y decidió no seguir con la comercialización de producto para terceros, lo que tendrá un impacto en el nivel de ingresos, pero favorecerá el margen bruto y el margen operativo. La rentabilidad de la compañía presentó valores satisfactorios al compararla con inversiones alternativas de un riesgo similar.
- Históricamente la compañía mantuvo un indicador de liquidez menor a la unidad, coherente con una concentración del pasivo en el corto plazo. Durante 2022 y fruto de mayores cuentas por pagar accionistas el índice de liquidez superó la unidad. La compañía se ha comprometido en mantener las cuentas por pagar accionistas por la vigencia de la presente emisión, situación que potencia un indicador de liquidez positivo y creciente para periodos futuros, con ello la compañía podrá hacer frente a sus obligaciones de corto plazo sin incurrir en necesidades extraordinarias de liquidez.
- La cobertura de EBITDA sobre gastos financieros históricamente se mantuvo por encima de la unidad y se proyecta por sobre 2,49 veces para todos los años proyectados. Así también los años de pago con EBITDA se proyectan decreciente por el periodo de vigencia de la emisión, representa alrededor de 3 años para 2023 y 2024. Lo que conlleva a una deuda neta decreciente dada una menor necesidad de fondeo. El apalancamiento disminuyó considerablemente durante el periodo interanual del año 2023, por el cambio de estrategia y a una revalorización de propiedad, planta y equipos y terrenos, y se espera siga disminuyendo durante los próximos años. Cabe destacar que el apalancamiento podría estar sobreestimado por las cuentas por cobrar accionistas de largo plazo que no constituyen un riesgo con terceros y que la compañía se ha comprometido en mantener durante la vigencia del programa.
- NATLUK S.A. históricamente mantuvo un flujo de actividades de operación negativo, condicionado por mayor necesidad de fondeo para hacer frente a la estrategia de comercialización de producto de terceros en mercados internacionales. A partir de 2023 se espera que la compañía genere flujo a nivel operativo, este flujo operativo será suficiente para cubrir con las inversiones estimadas para los años 2024 y 2025, situación que requerirá de un menor endeudamiento con terceros y por ende un flujo de financiamiento negativo para estos años.
- El presente programa de papel comercial se encuentra adecuadamente instrumentado y estructurado, cuenta con los resguardos de ley y adicionalmente mantiene dos compromisos adicionales y un límite de endeudamiento.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de la compañía presentaron una tendencia creciente al pasar de USD 20,56 millones en el año 2020 a USD 56,00 millones en el año 2021 y finalmente USD 121,93 millones en el año 2022, representó un incremento anual promedio de 145%. Durante el cuarto trimestre del año 2021 y el año 2022 la compañía comercializó camarón de terceros en mercados internacionales, situación que potenció un crecimiento pronunciado en el nivel de ingresos para los años 2021 y 2022. Sin embargo, para el año 2023 se decidió no seguir con esta estrategia, lo que produjo una disminución del orden del 92% en el nivel de ingresos en el comparativo interanual.

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, hasta marzo de 2023 menos del 3% de las ventas fueron en el mercado local. Durante marzo y diciembre del año 2022 la principal línea de ingresos fue camarón piscina NP (China), representó más del 75% de los ingresos percibidos. Durante marzo 2023 la participación de esta línea se reduce a cero.

Por su parte, el costo de ventas presentó una mayor participación sobre las ventas durante el periodo de análisis, pasó de representar el 94,72% de las ventas en 2020, a representar el 96,21% y 98,70% para los años 2021 y 2022, respectivamente. Este incremento se dio en respuesta a la comercialización de camarón de terceros en mercados internacionales, negocio de bajo margen y alto volumen. Producto del cambio de estrategia y a una orientación hacia un crecimiento orgánico de sus propias líneas de negocio, el costo de ventas disminuyó su participación sobre las ventas hasta representar un 89,20% en marzo de 2023 (98,62% en marzo 2022). Cabe destacar que se trata de un negocio estacional condicionado por las temporadas de veda, lo que supone que existirá un incremento marcado en el nivel de los ingresos durante los meses que quedan del año 2023 y este comportamiento podría dilatar la participación del costo de ventas hasta final de año.

Los gastos operativos mantuvieron estabilidad en términos monetarios durante los años 2020 y 2021, alrededor de USD 734 mil, sin embargo, en términos relativos cada año tuvo una menor representación, pasó de representar el 3,56% en 2020 a 1,31% en 2021. Para 2022 y fruto del incremento ya comentado en ventas, la estructura operativa a pesar de aumentar monetariamente tuvo un menor impacto en términos relativos (representó el 0,79% de las ventas) y junto con la participación creciente del costo de ventas produjo una utilidad operativa de USD 621 mil (representó el 0,51% de las ventas), un 5% inferior a la utilidad registrada en 2021 (USD 1,31 millones).

Durante marzo del año 2023 y fruto del cambio de estrategia la estructura operativa presentó una mayor participación sobre las ventas, representando el 6,88% influenciado principalmente por el menor nivel de ingresos en este periodo interanual. A pesar de que la utilidad operativa presentada hasta marzo del año 2023 fue inferior en términos monetarios a su similar de 2022, alcanzó la mayor participación sobre las ventas de todo el periodo analizado y representó 3,92% de las ventas.

El EBITDA de la compañía, siguiendo la tendencia de la utilidad operativa, presentó fluctuaciones, creciendo para 2021 y disminuyendo para 2022. Sin embargo, manteniendo valores favorables que le permitió generar una cobertura promedio superior a las dos unidades sobre gastos financieros, evidenciando la capacidad de la empresa de hacer frente a los costos financieros a nivel de resultados operativos. Ante la coyuntura presentada durante 2022 la generación de EBITDA se vio afectada y la cobertura sobre los gastos financieros disminuyó hasta 1,48 veces, valor semejante al presentado hasta marzo de 2023 de 1,26 veces. Se espera que conforme se acerque los meses estacionales de las ventas de la compañía esta cobertura incremente hasta valores por encima de las 2 unidades.

Históricamente 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. Es por esto por lo que el flujo de financiamiento fue positivo y ocasionó mayores niveles de deuda neta y apalancamiento entre los años 2020 y 2022. La situación cambió para marzo 2023 por el cambio estratégico

planteado y ocasionó un flujo de efectivo de actividades de operación positivo que fue suficiente para cubrir con las inversiones requeridas durante el año.

Los resultados netos fueron consistentemente positivos, es por esto por lo que el ROA presentó valores entre el 1% y 3% y el ROE presentó valores que fluctuaron entre 7,40% (en el año 2022) y 21,52% (en el año 2021). Estos valores 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 2020 y 2022, pasando de USD 7,76 millones en el año 2020 a USD 17,92 millones en 2021 y finalmente USD 19,63 millones en 2022. Este crecimiento es producto de la comercialización de camarón de terceros en mercados internacionales durante los años 2021 y 2022, situación que provocó mayores cuentas por cobrar comerciales, inventarios y anticipos a proveedores. Para marzo 2023 el activo disminuyó y alcanzó USD 17,22 millones, el cambio de estrategia produjo una disminución en anticipos entregados a proveedores y menores cuentas por cobrar clientes. Dado el giro de negocio hasta marzo 2023, las cuentas más representativas del activo fueron las cuentas por cobrar comerciales (27%), el inventario (26%) y la propiedad, planta y equipo (20%).

Históricamente el activo se concentró mayoritariamente en el corto plazo, en promedio representó el 67% del activo total entre 2020 y 2022 (72,35% para marzo 2023). Durante los años 2020 y 2021 el indicador de liquidez fue menor a la unidad producto de una concentración en los pasivos de corto plazo; sin embargo, durante 2022 y fruto de mayores cuentas por pagar accionistas de largo plazo la compañía alcanzó un indicador de liquidez de 1,03. La compañía se ha comprometido a mantener las cuentas por pagar accionistas en el pasivo de largo plazo por la vigencia de la emisión lo que potenciará un indicador de liquidez mayor a la unidad para periodos futuros.

Históricamente, NATLUK S.A. fondeó el crecimiento de las actividades mediante recursos propios y de terceros, evidenciando un mayor nivel de apalancamiento con terceros que con fondos propios, es decir, el pasivo financió el 88% de los activos de la compañía para diciembre de 2022 (82% para marzo 2023), mientras que el patrimonio financió el 12% restante a diciembre de 2022 (18% para marzo de 2023).

El pasivo se concentró principalmente en el corto plazo, con una participación promedio (2020-2022) de 87% del pasivo total lo que constituye una mayor presión sobre los flujos de la compañía en el corto plazo. Este factor influyó en un indicador de liquidez menor a la unidad durante los años 2020 y 2021. Sin embargo, para diciembre de 2022 este comportamiento se revirtió producto de mayores cuentas por pagar accionistas en el largo plazo.

El apalancamiento creció desde 4,30 veces en el año 2020 a 7,52 veces en el año 2022, datos que recogen la reclasificación de los aportes para futuras capitalizaciones de cuentas patrimoniales al pasivo para 2022. Cabe destacar que esto provoca que el apalancamiento esté sobre estimado, ya que las cuentas por pagar relacionados son 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 por la vigencia de la presente emisión. Por su parte, para marzo de 2023 y producto del cambio de estrategia el apalancamiento alcanzó valores semejantes a los de 2020 y se espera disminuyan conforme transcurra el año 2023, se prevé valores cercanos a las 3,30 veces para diciembre de 2023.

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	2023	2024	2025	MARZO 2022	MARZO 2023
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	20.559	56.000	121.931	33.531	36.884	39.466	37.614	2.971
Utilidad operativa (miles USD)	353	1.389	621	1.305	1.464	1.646	326	117
Utilidad neta (miles USD)	127	558	171	440	592	705	219	(80)
EBITDA (miles USD)	352,88	1.572,28	855,72	1.539,18	1.698,91	1.880,34	384,13	157,84
Deuda neta (miles USD)	3.592	3.839	4.870	4.622	4.588	4.425	2.833	4.127
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	49	(665)	(1.614)	172	431	629	-	148
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	1.409	1.749	1.986	3.726	4.098	4.385	2.040	4.424
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	564	2.598	4.108	4.811	4.613	3.422	2.174	3.213
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,63	0,61	0,21	0,32	0,37	0,55	0,18	0,05
Capital de trabajo (miles USD)	(1.405)	(816)	475	1.061	2.664	2.489	(677)	(1)
ROE	8,68%	21,52%	7,40%	12,72%	15,37%	16,44%	31,66%	-10,29%
Apalancamiento	4,30	5,91	7,52	3,34	3,09	2,80	9,54	4,57

Fuente: Estados Financieros Auditados 2020- 2022; Estados Financieros internos marzo 2022 y marzo 2023

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

La proyección para los años 2023, 2024 y 2025 se basan en los resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico adoptado durante el periodo analizado. En el caso puntual de NATLUK S.A. la realidad a la fecha del presente informe está condicionada por la incertidumbre por un ambiente inflacionario mundial, interrupciones al comercio internacional y el conflicto bélico entre Ucrania y Rusia.

Con respecto a las ventas, en un escenario conservador, para 2023 se proyecta una disminución de los ingresos respecto de 2022 (-72,5%); se debe considerar que durante el último trimestre de 2021 y en el año 2022 la compañía comercializó camarón de otras empresas del sector en mercados internacionales, por lo que existió un incremento sustancial en el nivel de ingresos durante estos periodos. Para 2023 y periodos subsecuentes no se considera que existirán ingresos por este concepto y por consiguiente la proyección contempla una disminución marcada en el nivel de ingresos. Para los años 2024 y 2025 se estiman incrementos de los ingresos de 10% y 7%, respectivamente, de acuerdo con un escenario conservador y al crecimiento orgánico de su negocio central.

En lo que respecta al costo de ventas, se proyecta una participación sobre ventas de 93,20% para el año 2023 y para los años siguientes, lo que sugiere una mejoría frente a los años 2021 y 2022, coherente con el cambio en la composición en las ventas y que su negocio central tiene un mayor margen que la comercialización al exterior para terceros. 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.

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 veces para todos los años proyectados, denotando una sólida posición de solvencia de la compañía. Así también los años de pago con EBITDA se proyectan decrecientes por el periodo de vigencia de la emisión.

La proyección contempla un ROE creciente en el periodo proyectado, evidenciando una mejoría que dependerá del comportamiento del mercado y tomando en cuenta un escenario conservador. Rendimientos de esa naturaleza son muy buenos para cualquier empresa y constituyen un fiel reflejo de las políticas y gestión de la compañía.

Se proyecta un menor nivel de activos para 2023 de acuerdo con menores anticipos a proveedores y cuentas por cobrar comerciales, este cambio se da en función del cambio estratégico ya comentado, se proyectan 40 días de cartera para el periodo 2023 - 2025, valor que refleja la operación orgánica de la compañía. Por su parte, se proyectan 40 días de inventarios para 2023, 2024 y 2025. La proyección estima un índice de liquidez mayor a la unidad, situación que difiere a la presentada durante 2020 y 2021, este cambio radica fundamentalmente en mayores cuentas por pagar accionistas de largo plazo. La compañía se ha comprometido a mantener estos valores por la vigencia de la emisión, lo que contribuye a un índice de liquidez positivo y creciente para periodos futuros.

Se estiman inversiones menores, principalmente por concepto de mantenimientos para los próximos años, 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 de la compañía.

La estructura del pasivo disminuirá por las nuevas fuentes de fondeo, con respecto al comportamiento histórico, con una participación decreciente del apalancamiento, la deuda neta disminuirá gradualmente en los años siguientes, esto en función de mayores resultados proyectados para periodos futuros y a un estimado donde se reparten dividendos por el 50% de la utilidad de cada periodo en los años 2023, 2024 y 2025.

Los Estados Financieros proyectados revelan que la compañía está en capacidad de generar flujos positivos mediante sus actividades operativas, aún bajo escenarios estresados. Estos recursos le permitirán a la

compañía financiar las inversiones planificadas para los años 2024 y 2025 y disminuir la deuda con costo para periodos futuros, situación que generará un flujo de actividades de financiamiento negativo.

Es así como la deuda neta, se proyecta decreciente para los próximos años, coherente con los resultados de los ejercicios y a la política de reparto de dividendos que mantiene la compañía, financiando de mayor manera la operación a través de recursos propios. De la misma manera, se proyecta un apalancamiento decreciente a partir de 2023, que disminuirá año a año durante el periodo analizado.

La necesidad operativa de fondos se mantiene incremental durante el periodo de análisis, ante niveles de inventarios y cartera robustos, superiores a los pagos a proveedores. El servicio de la deuda que se mantuvo incremental entre 2021 y 2022 presenta un incremento para 2023 para luego alcanzar un punto de inflexión en el año 2024.

FACTORES DE RIESGO

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

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Un rebrote inflacionario a nivel nacional y mundial y 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.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. La compañía mantiene una variedad de líneas de negocio y una adecuada diversificación de proveedores, que permiten mitigar este riesgo.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de NATLUK S.A., lo anterior representa un riesgo debido a que estos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la mayor parte de los contratos son suscritos con compañías privadas, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información; la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos para proteger la información, así como aplicaciones de *software* contra fallas que puedan ocurrir, para así posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin pérdida de la información.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son las cuentas por cobrar clientes, inventario y propiedad, planta y equipo. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados, por la naturaleza y el tipo. Al respecto:

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

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene NATLUK S.A. se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 33 mil, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 0,20% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo sobre la presente emisión no es representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, se podría generar un efecto negativo en los flujos de la empresa. Por esta razón, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

INSTRUMENTO

TERCER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL				
Características	MONTO (USD)	PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PLAZO PROGRAMA (DÍAS)	PAGO DE CAPITAL
Características	1.700.000	Hasta 359	Hasta 720	Al vencimiento
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores			
Garantía específica	N/A			
Destino de los recursos	Los recursos obtenidos de la Tercera Emisión de Papel Comercial serán destinados, en un 100% a capital de trabajo, compra de materia prima para la producción.			
Valor nominal	Múltiplos de USD 1,00			
Base de cálculos de intereses	Cero cupón.			
Rescates anticipados	La presente emisión no contempla rescates anticipados			
Underwriting	La presente emisión no contempla un contrato de <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"> Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Mantener, durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25. 			
Compromisos adicionales	<ul style="list-style-type: none"> Mantener las obligaciones por pagar a accionistas durante la vigencia de la emisión. Mantener las inversiones de largo plazo registradas en la cuenta otros activos no corrientes durante la vigencia de la emisión. 			
Límite de endeudamiento	El emisor se compromete a mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50, en todo momento mientras esté vigente la emisión.			

Fuente: Circular de Oferta Pública

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

Atentamente,



Firmado electrónicamente por:
**HERNAN ENRIQUE
LOPEZ AGUIRRE**

Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.
Presidente Ejecutivo