

CALIFICACIÓN:

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

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

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

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

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

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

CONTACTO

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

Mariana Ávila
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

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

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- La pesca y acuicultura muestra un desempeño económico superior al promedio de la economía ecuatoriana en los últimos años, convirtiendo al sector en uno de gran importancia y relevancia en el país, considerando que el camarón se ubica como el principal producto no petrolero exportado. Al primer trimestre de 2025, el sector registró un crecimiento interanual de 12,06%, siendo el segundo sector que más creció en ese periodo. El BCE del Ecuador espera que el sector reporte un crecimiento de 1,10% en 2025, aunque este crecimiento dependerá de factores relacionados a la inversión privada, seguridad, políticas comerciales y energías renovables. Por su parte, NATLUK S.A. se ha beneficiado del cambio climático y retorno del camarón silvestre incrementando las ventas de pomada en 2025, reflejando un desempeño superior al sector.
- NATLUK S.A. cuenta con una larga trayectoria en el sector acuícola y en la comercialización de camarón en mercados internacionales, mantiene diversas certificaciones que respaldan su gestión operativa y estratégica. Actualmente la empresa no cuenta con prácticas formales de Gobierno Corporativo definidas en los estatutos, sin embargo, las directrices de la operación y gestión funcional han sido establecidas por la Junta de Accionistas y a través de reuniones periódicas de la administración.
- Durante el año 2022, la compañía comercializó camarón de terceros en mercados internacionales, lo que impulsó los ingresos, aunque con márgenes reducidos, afectando el margen bruto. En 2023, al cesar esta actividad, se registró un ajuste en el nivel de ingresos, pero con una mejora en los márgenes bruto y operativo. A diciembre de 2024, los ingresos disminuyeron un 10,80% debido a una menor captura de camarón pomada. Sin embargo, en agosto de 2025 se observó un repunte del 61,80% gracias a la recuperación de esta línea. En cuanto a la rentabilidad, se estima que la compañía mantenga un ROE de 8% al cierre del año con una tendencia creciente para periodos futuros.
- La cobertura de EBITDA sobre gastos financieros se ha mantenido por encima de la unidad, con una proyección creciente en los años futuros. Asimismo, los años de pago con EBITDA muestran una tendencia decreciente, ubicándose en aproximadamente 5,70 años durante el periodo de vigencia de la emisión. A partir de 2026, se proyecta una generación positiva de flujos operativos, lo que contribuirá a una disminución progresiva de la deuda neta. El apalancamiento se redujo de forma significativa en 2023 y se prevé que continúe en descenso en los próximos años. Es importante señalar que dentro del pasivo se incluyen cuentas por pagar a accionistas de largo plazo, que la compañía se ha comprometido a mantener durante la vigencia del Tercer y Cuarto Programa de Papel Comercial. En cuanto a la cartera, esta se mantiene saludable, con un 100% vigente a agosto de 2025.
- En línea con la estrategia definida para el futuro próximo, se proyecta un crecimiento en los niveles de inventario, cuentas por cobrar y cuentas por pagar en 2025, dando como resultado flujos operativos negativos durante ese año. Por ello, se prevé la necesidad de un mayor financiamiento para cubrir dichas inversiones. A partir de la estabilización de estas cuentas y con una recuperación en la generación de utilidades, se proyectan flujos operativos positivos en los años siguientes, lo que permitiría una reducción gradual de la deuda con costo, una disminución del apalancamiento.
- La Emisión de Obligaciones bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cumple con los resguardos de Ley y está amparada por Garantía General. Además, cuenta con un límite de endeudamiento, en que el emisor se compromete a mantener durante la vigencia de la emisión una relación pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50 cumplimiento a lo establecido.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

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

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

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

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

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

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

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

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

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

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

En un contexto moderadamente estresado, se proyecta un crecimiento de ingresos del 40% en 2025 gracias al retorno del camarón Pomada, seguido de incrementos del 5% y 5% en 2026 y 2027, respectivamente. El costo de

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

Se prevé una mejora progresiva del EBITDA, con una cobertura sostenida sobre gastos financieros superior a 1,70 veces, reflejando una buena capacidad de pago. A su vez, se proyecta un incremento de activos debido al aumento de inventarios y cuentas por cobrar, con niveles estables de cartera (34 días) e inventarios (61 días).

Aunque se anticipan flujos operativos negativos en 2025 por mayores necesidades de capital de trabajo, estos se compensarían en años posteriores con generación de utilidades y estabilización de cuentas, permitiendo una reducción de la deuda con costo, disminución del apalancamiento y un ROE en promedio de 10%.

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

FACTORES DE RIESGO

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

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

- Las recurrentes sequías que causan cortes prolongados de energía eléctrica representan una amenaza para diferentes sectores del país. La declaración de emergencia en el sector eléctrico tiene efectos negativos ya que las empresas enfrentan pérdidas por interrupciones en la cadena de suministro, reducción de la productividad y/o pérdidas por equipos dañados. Estas interrupciones, además, pueden disuadir la inversión extranjera y disminuir la estabilidad en la productividad del país, generando un impacto económico a largo plazo.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. La compañía mantiene una variedad de líneas de negocio y una diversificación de proveedores, que permiten mitigar este riesgo.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de NATLUK S.A., lo anterior representa un riesgo debido a que estos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la mayor parte de los contratos son suscritos con compañías privadas, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información; la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos para proteger la información, así como aplicaciones de *software* contra fallas que puedan ocurrir, para así posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin pérdida de la información.

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

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

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene NATLUK S.A. se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 502 mil, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden a 2,58% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo sobre la presente emisión no es representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, se podría generar un efecto negativo en los flujos de la empresa. Por esta razón, la compañía mantiene documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

INSTRUMENTO

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

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO

Destino de los recursos	100% a capital de trabajo, compra de materia prima para la producción.
Estructurador financiero	Real Casa de Valores de Guayaquil S.A.
Agente colocador	Real Casa de Valores de Guayaquil S.A.
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
Resguardos	- Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. - Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos depurados sobre obligaciones en circulación una razón mayor o igual a 1,25. - No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
Límite de endeudamiento	NATLUK S.A. se compromete a mantener un límite de endeudamiento consistente en una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50, en todo momento mientras esté vigente la emisión.

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de calificación de riesgos de la Tercera Emisión de Obligaciones de NATLUK S.A. realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.
 Presidente Ejecutivo

PERFIL EXTERNO

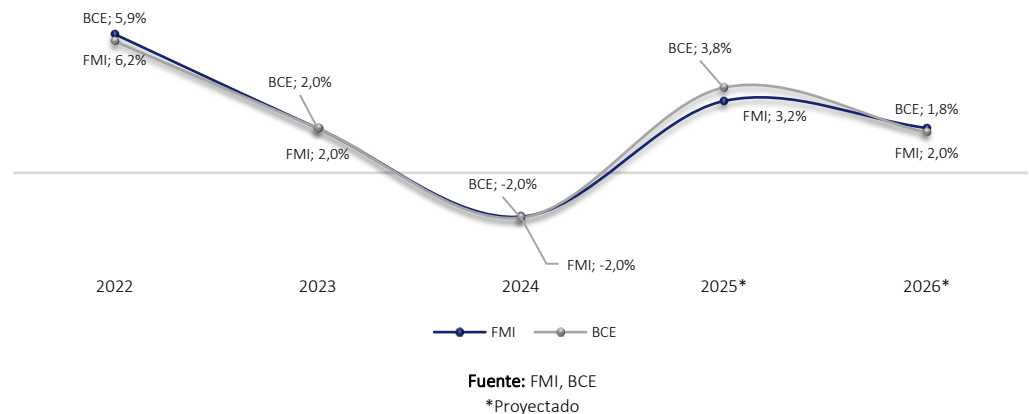
ECUADOR: ENTORNO MACROECONÓMICO 2024-2025

Contexto Mundial: La economía global crece moderadamente y de forma desigual.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé que el crecimiento mundial se mantenga moderado, con un pronóstico de 3,2% en 2025 y 3,1% en 2026. Las economías avanzadas crecerían alrededor del 1,5 %, mientras que las emergentes y en desarrollo superarían un 4%, en un contexto de inflación aún desigual: más alta en EE. UU. y moderada en otras regiones. La actividad global se ha beneficiado de factores transitorios, como el adelanto del comercio, pero estos se están desvaneciendo en un entorno aún volátil y marcado por tensiones comerciales, vulnerabilidades fiscales y riesgos financieros. El FMI insta a los gobiernos a restaurar la confianza mediante políticas creíbles, transparentes y sostenibles, fortaleciendo los márgenes fiscales, preservando la independencia de los bancos centrales y profundizando las reformas estructurales para sostener la estabilidad y el crecimiento a largo plazo¹.

Por otro lado, el Banco Mundial² proyecta que el crecimiento global se mantendrá en un 2,3% en 2025-2026, pero esta estabilidad oculta una tendencia preocupante: la economía mundial se está asentando en un ritmo de expansión demasiado bajo para sostener un desarrollo duradero. Las economías emergentes y en desarrollo enfrentan una lenta convergencia en ingresos respecto a las naciones avanzadas, y muchos países de bajos ingresos no lograrán alcanzar niveles de ingreso medio para 2050. Ante este escenario, se requiere una acción coordinada a nivel global y nacional que impulse un entorno más favorable, refuerce la estabilidad macroeconómica, elimine barreras estructurales y enfrente los desafíos del cambio climático para acelerar el crecimiento a largo plazo.

Ecuador: Según el FMI, la proyección de crecimiento para el país es de 1,7% en 2025.

CRECIMIENTO DEL ECUADOR

Según cifras del Banco Central del Ecuador (BCE), en 2024 el PIB presentó una contracción anual de -2,00% luego de registrar tres años consecutivos de crecimiento. La economía de Ecuador atravesó un año especialmente difícil debido a una combinación de factores internos y externos. Uno de los principales problemas fue una intensa sequía, la peor en 60 años, que provocó cortes de electricidad entre abril y diciembre al disminuir la capacidad de generación hidroeléctrica, fuente clave de energía en el país³.

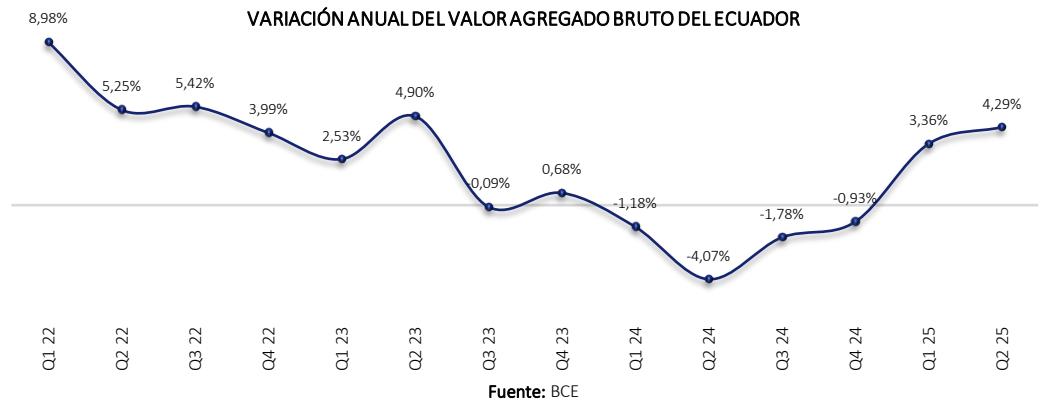
Además, en marzo de 2024 se aprobó una ley para enfrentar la crisis económica, social y de seguridad, que incluyó medidas fiscales como el aumento del IVA al 15%, el incremento del Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) a un 5%, y la imposición de contribuciones temporales a empresas grandes y entidades financieras. El PIB real se situó en USD 113.123 millones y el nominal en USD 124.676 millones.

En el resultado anual, tan solo cinco industrias presentaron crecimiento: Agricultura, ganadería y silvicultura, Manufactura de productos alimenticios, Actividades financieras y de seguros, Actividades inmobiliarias y Servicios de salud y asistencia social. En contraste, quince de los veinte sectores presentaron un desempeño negativo.

¹ FMI – Informes de perspectivas de la economía mundial (octubre 2025)

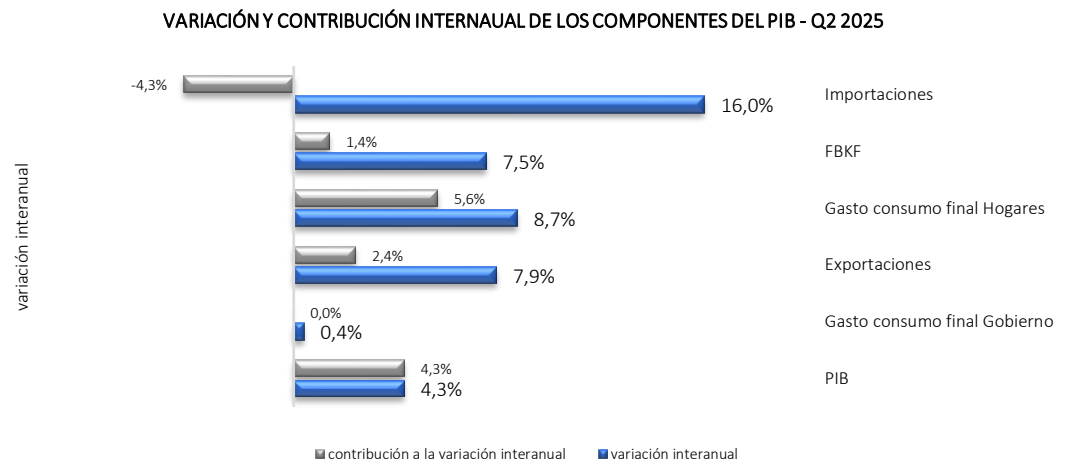
² Banco Mundial, *Global Economic Prospects* (junio 2025)

³ BCE: Informe de Resultados Cuentas Nacionales IV 2024



Al segundo trimestre de 2025, la economía ecuatoriana creció 4,29% anual, mostrando una clara recuperación tras las contracciones de 2024. Desde el enfoque de la producción, el crecimiento interanual fue impulsado por el desempeño positivo de 15 de las 20 industrias clasificadas por el BCE. Entre las actividades con mayor incidencia en el resultado global destacaron: Comercio, con un crecimiento de 6,0% y una contribución de 0,9 puntos porcentuales (p.p); Agricultura, ganadería y silvicultura con un crecimiento de 10,1% y una contribución de 0,8 p.p; Manufactura de productos alimenticios (8,3% y 0,6 p.p.); y Actividades financieras y de seguros (13,6% y 0,6 p.p.). En conjunto, estos sectores explicaron más de la mitad del crecimiento interanual de la economía ecuatoriana.⁴

Además, este desempeño positivo es coherente con la recuperación del consumo de los hogares, de las exportaciones no petroleras y de la inversión. Este resultado contrasta con lo observado en el segundo trimestre del año anterior, periodo en el que se inició el estiaje que incidió en el desempeño negativo de la actividad económica.



El consumo de los hogares aumentó en 8,7% debido a una mayor compra de productos alimenticios y mayor dinamismo en el crédito de consumo y remesas. Asimismo, la formación bruta de capital fijo (FBKF) mostró un crecimiento de 7,5%, debido a un aumento de la demanda de los equipos de transporte y bienes de capital para la agricultura e industria. Las exportaciones aumentaron en 7,9% ante el buen desempeño de las exportaciones no petroleras de banano, camarón, cacao y enlatados de pescado. Además, el gasto de gobierno creció ligeramente en 0,4% debido a mayores compras de bienes y servicios. Por otro lado, las importaciones crecieron en 16,0% impulsadas por el incremento en las compras externas de bienes de consumo, materiales de construcción y materias primas, consistente con la recuperación económica⁴.

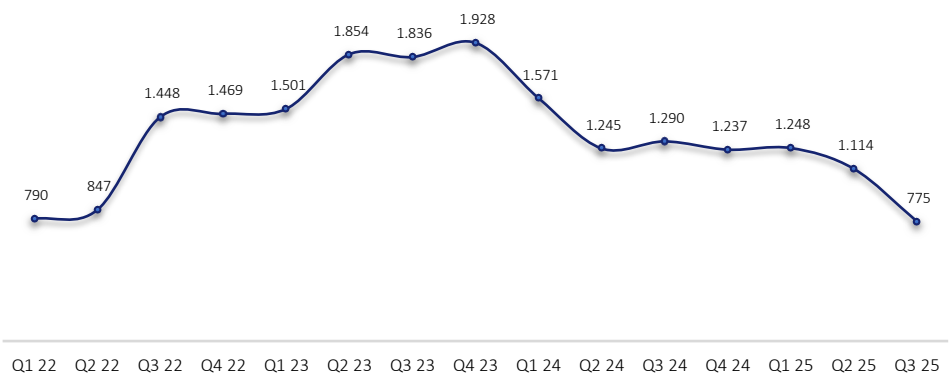
El FMI espera que Ecuador cierre el año 2025 con un crecimiento de 3,2% (crecimiento de 3,8% según el BCE), crecimientos superiores a los proyectados a inicio del año.

⁴ BCE: Informe de Cuentas Nacionales Trimestrales II 2025

EVOLUCIÓN DEL RIESGO PAÍS

El riesgo país presentó una tendencia al alza en 2023 y cerró el año en torno a 2.000 puntos, reflejando una alta percepción de riesgo de default por parte de inversionistas⁵. 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. No obstante, en 2024 se observó una tendencia ligeramente a la baja, cerrando el año con el riesgo país más bajo desde enero 2023, alcanzando un promedio de 1.337 puntos. Esta caída coincide con el anuncio del gobierno de Daniel Noboa del alza del Impuesto al Valor Agregado (IVA) del 12% al 15% en enero de 2024 e implementada a partir de abril, lo cual incrementó los niveles de caja fiscal, proporcionando liquidez a corto plazo.

RIESGO PAÍS PROMEDIO



Fuente: BCE

Entre los meses de enero y septiembre de 2025, el riesgo país promedio marcó una clara tendencia a la baja. El indicador de riesgo país de Ecuador se situó en 684 puntos al 11 de septiembre de 2025, según datos del Banco Central del Ecuador, un valor que cae por debajo de los 700 puntos por primera vez desde octubre de 2019. Este nivel refleja un aumento de la confianza de los mercados internacionales en la capacidad del país de cumplir sus obligaciones de deuda. Uno de los motivos de esta tendencia son la aprobación reciente de varias leyes clave por el gobierno de Daniel Noboa (como las de Integridad Pública, Inteligencia y Transparencia), lo que potencia la imagen de estabilidad institucional⁶.

Al cierre de septiembre de 2025, el índice de riesgo país de Ecuador alcanzó 777 puntos (con un promedio de 775 en el tercer trimestre del año). Esta alza se dio en medio del noveno día del paro nacional motivado por la eliminación del subsidio al diésel, lo que refleja una elevada incertidumbre en los mercados ante la escalada de tensión social que incluyó bloqueos de vías, confrontaciones y una reunión de diálogo fallida entre el gobierno y el movimiento indígena.

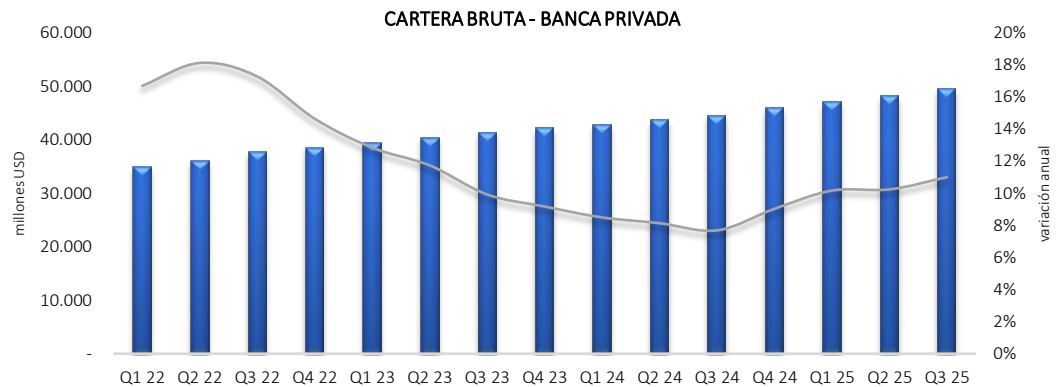
NIVELES DE CRÉDITO

En 2023, el valor total de los préstamos en cartera bruta concedidos por entidades bancarias privadas alcanzó USD 42.129 millones. El crédito otorgado para sectores productivos fue de 44%, seguido por consumo con 41%, microcrédito con 8% e inmobiliario con 6% (el porcentaje restante se divide entre vivienda de interés social y público, educativo e inversión pública).⁷ En 2024, el valor de préstamos en cartera bruta por entidades bancarias alcanzó USD 45.934 millones, un 9,03% mayor al valor de 2023. Considerando que la cartera bruta de crédito presentó alzas a lo largo de todo 2024, el volumen otorgado de crédito a nivel nacional aumentó en 16,07% a pesar de que factores como la inestabilidad política y el mayor costo en el acceso a financiamiento externo. Las industrias que más crédito recibieron en el año fueron el Comercio; Industrias Manufactureras; Consumo; Agricultura, Ganadería, Silvicultura y Pesca, y; Actividades Financieras y de Seguros.

⁵ 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.'

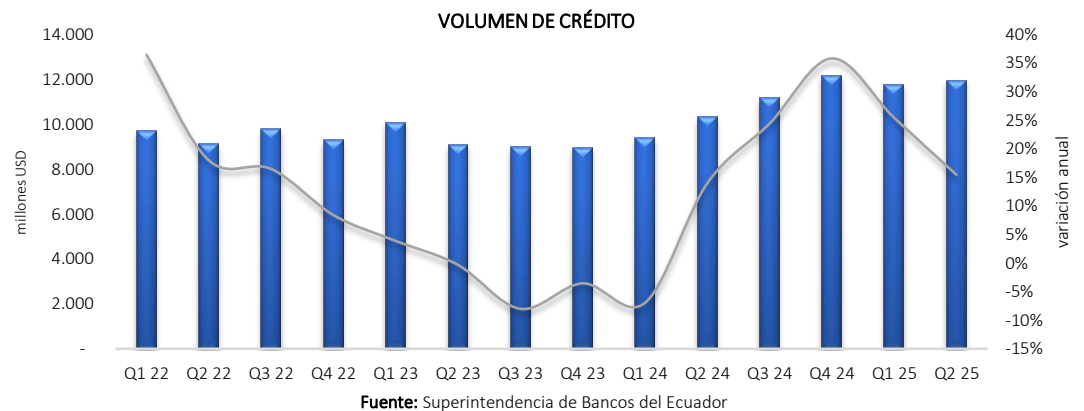
⁶ <https://www.primicias.ec/economia/riesgo-pais-ecuador-caida-daniel-noboa-record-104706/>

⁷ Superintendencia de Bancos, Boletines de Series Mensuales



Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador

A septiembre de 2025, se observa un crecimiento de la cartera bruta de 11% anual, cifra que podría sugerir un mayor dinamismo del crédito otorgado por parte de la banca privada. De hecho, el volumen de crédito aumentó en 15,44% anual hasta agosto de 2025, impulsado por los sectores Comercio al por mayor y al por menor; Industrias manufactureras; Consumo - no productivo; Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca; y Actividades de servicios administrativos y de apoyo, los mismo que representaron 74,24% del crédito total otorgado.



Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador

La evolución del crédito para cerrar 2025 y de cara a 2026 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

La economía ecuatoriana entró a un proceso de contracción económica en el primer trimestre de 2024, el cual se mantuvo a lo largo de ese año. La baja inversión privada e inversión extranjera directa, junto a la caída de la inversión pública, crisis en el sector petrolero y empleo estancado, son algunos de los factores por los que la economía entró en recesión en el primer semestre de 2024, según el informe publicado en julio de 2024 por el BCE.

En abril de 2024 el gobierno anunció una nueva crisis energética tras la de finales de 2023, crisis que trajo consigo nuevos apagones por racionamiento de energía. Desde octubre de 2024, un nuevo periodo de estiaje causó que los racionamientos energéticos empeoren, llegando a sumar 14 horas diarias en la mayoría de las regiones del país e incluso de 24 horas en ciertas zonas industriales. El déficit de generación eléctrica se estimó en alrededor de 1.747 megavatios, similar a la potencia total del mayor complejo hidroeléctrico del país, Paute Integral (1.757 megavatios), que representa casi un 38% de la demanda de Ecuador.⁸ Ante esta situación, el presidente Daniel Noboa, la ministra de Energía y Minas y varios actores del gobierno buscan soluciones como la compra de electricidad a privados o al gobierno colombiano. Los resultados consolidados por el BCE muestran que, del total de empresas encuestadas, un 57,7% declararon algún tipo de afectación. Por sector, el porcentaje fue superior en manufactura (69,8%) y comercio (58,1%), mientras que en construcción y servicios este valor estuvo cercano a

⁸ <https://www.primicias.ec/economia/cortes-luz-deficit-generacion-riesgos-aumento-apagones-83078/>

50,0%. Del total de empresas afectadas, un 21,1% se concentró en el sector de manufactura, seguidas por comercio (18,3%) y servicios (15,8%). De forma agregada, las pérdidas ascendieron a USD 1.916 millones. A nivel de sector económico, las mayores pérdidas se registraron en comercio con USD 763 millones, manufactura con USD 380 millones y servicios con USD 374 millones.⁹

Sin embargo, la economía del Ecuador marca una clara tendencia de recuperación y crecimiento hasta el primer semestre de 2025. En el segundo trimestre de 2025, la economía ecuatoriana consolidó su proceso de recuperación, registrando un crecimiento interanual del PIB de 4,3%, en contraste con la caída de 4,1% observada en el mismo período de 2024. Este resultado se sustentó principalmente en el dinamismo del sector no petrolero, donde 15 de las 20 industrias mostraron variaciones positivas. Destacaron el Comercio, la Agricultura, los Servicios financieros, los Servicios profesionales y la Manufactura de alimentos, que impulsaron el Valor Agregado Bruto y generaron efectos multiplicadores en otras actividades productivas. Desde el enfoque del gasto, el Consumo de los Hogares (8,7%) y las Exportaciones (7,9%) fueron los principales motores del crecimiento, reflejando mayor confianza económica, recuperación de la demanda externa y un fortalecimiento del gasto interno⁴.

Por su parte, el Gasto de Consumo Final del Gobierno aumentó 0,4% interanual, sustentado en una mejor ejecución presupuestaria en áreas sociales, educación, salud y seguridad. Las importaciones crecieron, impulsadas por la demanda de bienes de consumo, intermedios y combustibles, coherente con el dinamismo del transporte y el comercio.

En definitiva, el Ecuador se enfrenta a una diversidad de factores internos y externos que podrían tener influencia sobre el crecimiento y desarrollo de la economía; las elecciones en 2025 causaron incertidumbre en el primer trimestre del año, tensiones geopolíticas, fragmentaciones en los mercados de materias primas, fenómenos climáticos y las crisis de inseguridad y energéticas son algunos de los factores decisivos. Según el informe de perspectivas para la economía del hemisferio occidental del Fondo Monetario Internacional (FMI), la economía de Ecuador crecerá un 3,2 % en 2025, ubicándose como la tercera con mayor crecimiento proyectado en Sudamérica, solo por detrás de Argentina y Paraguay. El organismo destaca que este buen desempeño se da pese a desafíos como la caída de la producción petrolera, y lo atribuye a factores como el buen comportamiento de las exportaciones no petroleras, la entrada considerable de remesas y la ejecución satisfactoria de políticas fiscales respaldadas por el programa de crédito del FMI.

De cara al cierre de 2025, las estrategias adoptadas por el sector privado y el gobierno serán claves para incidir en la atracción de inversión privada, en el desarrollo de obras públicas, en un mayor dinamismo del empleo y en el control de la crisis de inseguridad.

INDICADORES

PIB ECUADOR	2022	2023	2024	2025*	2026*	VARIACIÓN ANUAL
Crecimiento de la economía	6,2%	2,4%	-2,0%	3,8%	1,8%	-4,4 p.p.

Fuente: BCE

SECTOR REAL	2022	2023	2024	AGOSTO 2024	AGOSTO 2025	VARIACIÓN ANUAL
Índice de precios del consumidor (IPC)	3,74	1,35	0,53	1,28%	0,81%	-0,47 p.p.
Índice de precios del productor (IPP)	6,14	0,91	7,53	4,64%	1,63%	-0,03 p.p.
Empleo adecuado	36,0%	35,9%	33,0%	34,3%	35,1%	0,80 p.p.
Desempleo	4,1%	3,4%	2,7%	4,0%	3,6%	-0,40 p.p.
Precio promedio del petróleo (WTI) - USD	94,59	77,64	75,92	75,53	64,19	-15,01%
Riesgo país promedio	1.139	1.773	1.337	1.337	787	-41,14%
Ventas netas (millones USD)*	229.065	238.152	244.375	134.551	144.675	7,52%

Fuente: BCE, INEC

*acumulado enero-julio de 2025

SECTOR EXTERNO*	2022	2023	2024	ENERO-AGOSTO 2024	ENERO-AGOSTO 2025	VARIACIÓN ANUAL
Exportaciones - millones USD FOB	32.658	31.126	34.421	22.651	24.406	7,75%
Exportaciones petroleras - millones USD FOB	11.587	8.952	9.572	6.696	5.258	-21,48%
Exportaciones no petroleras - millones USD FOB	21.071	22.175	24.849	15.955	19.149	20,02%
Importaciones - millones USD FOB	30.334	29.128	27.743	18.021	19.901	10,43%
Balanza Comercial - millones USD FOB	2.325	1.998	6.678	4.630	4.505	-2,70%

⁹ BCE: Informe de Resultados Cuentas Nacionales – marzo 2025

Fuente: BCE

SECTOR MONETARIO-FINANCIERO	2022	2023	2024	SEPT 2024	SEPT 2025	VARIACIÓN ANUAL
Oferta Monetaria (M1) - millones USD	30.191	30.489	31.462	30.080	32.982	9,65%
Cuasidinerio - millones USD	45.120	49.855	57.023	54.538	63.577	16,57%
Liquidez total (M2) - millones USD	75.310	80.344	88.485	84.617	96.558	14,11%
Base Monetaria (BM) - millones USD	28.698	27.672	29.776	28.995	29.209	0,74%
Multiplicador monetario (M2/BM)	2,62	2,90	2,97	2,92	3,31	0,39 p.p.
Reservas internacionales -millones USD	8.459	4.454	6.900	8.578	8.322	-2,97%
Reservas bancarias -millones USD	7.230	5.484	6.255	6.798	5.820	-14,38%
Tasa activa referencial	8,48	9,94	10,43	11,68	8,00	-3,68 p.p.
Tasa pasiva referencial	6,35	7,70	7,46	8,25	5,73	-2,52 p.p.

Fuente: BCE

SECTOR FISCAL	2022	2023	2024	ENERO-AGOSTO 2024	ENERO-AGOSTO 2025	VARIACIÓN ANUAL
Ingresos fiscales acumulados	45.199	43.610	46.177	15.759	15.638	-0,77%
Gastos fiscales acumulados	45.223	47.883	47.810	16.175	17.860	10,42%
Resultado fiscal	-24	-4.274	-1.633	-406	-2.221	447,04%

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

SECTOR PESCA Y ACUICULTURA

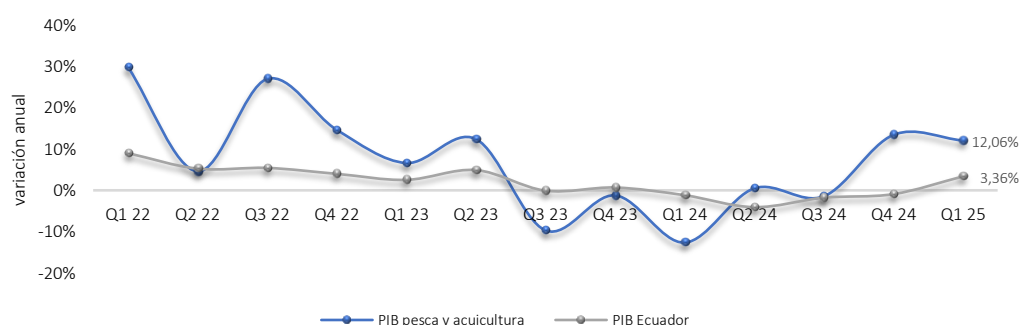
El sector de pesca y acuicultura es fundamental para la economía ecuatoriana, siendo una de las principales fuentes de generación de divisas no petroleras. Dentro de este sector, el camarón destaca como el producto estrella, posicionando a Ecuador como uno de los mayores exportadores mundiales.

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.¹⁰ Siguiendo la misma línea, en 2023 destronó al petróleo crudo como primer producto de exportación¹¹. En 2024, pese a una baja en los precios internacionales, el camarón mantuvo un rol clave gracias a su alto volumen de exportación. Este producto representa una parte significativa del ingreso por exportaciones, contribuye al equilibrio de la balanza comercial y es esencial para sostener la dolarización. Además, genera miles de empleos directos e indirectos a lo largo de toda su cadena productiva, desde la cría hasta la exportación, y tiene un efecto multiplicador en sectores como transporte, alimentación, insumos industriales y comercio exterior. Por ello, su protección y promoción son estratégicas para la estabilidad económica del país.

CRECIMIENTO

En 2022, el sector de la pesca y acuicultura creció en un 18,96% anual a partir del precio del camarón y pescado a nivel mundial y del nivel de exportaciones que se recuperó tras años de pandemia. En 2023, la tendencia se mantuvo con una variación anual positiva 1,53%. Uno de los motivos principales que influyeron en una ralentización del PIB fue la devaluación del yuan, lo que provocó que los importadores de China tengan menos dinero disponible ante un dólar más caro. Finalmente, en 2024 el sector se contrajo en -0,68% a causa de variaciones negativas en los primeros tres semestres del año.

CRECIMIENTO - PESCA Y ACUICULTURA



Fuente: BCE

¹⁰ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/ecuador-es-el-mayor-productor-mundial-de-camaron-segun-revista-aquaculture-nota/>

¹¹ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/por-314-millones-el-camaron-destrono-por-primera-vez-al-petroleo-como-primer-producto-de-exportacion-nota/>

Al primer trimestre de 2025, el sector marcó un crecimiento importante al registrar una variación interanual de 12,06% con relación al mismo trimestre del año anterior. Cabe destacar que la pesca y acuicultura fue el segundo sector que más creció en un periodo en el cual la economía ecuatoriana reflejó una expansión económica de 3,36%. El dinamismo del sector se evidenció en un incremento del 21,6% en las ventas reportadas por el SRI, con un comportamiento positivo en empresas de todos los tamaños¹². La demanda externa sostenida, en especial de camarón, así como la mejora en las condiciones operativas del sector, contribuyeron significativamente al fortalecimiento de esta industria. El BCE del Ecuador espera que la pesca y acuicultura reporte un crecimiento de 1,10% en 2025, cifra inferior a 2,80% esperado de la economía ecuatoriana.

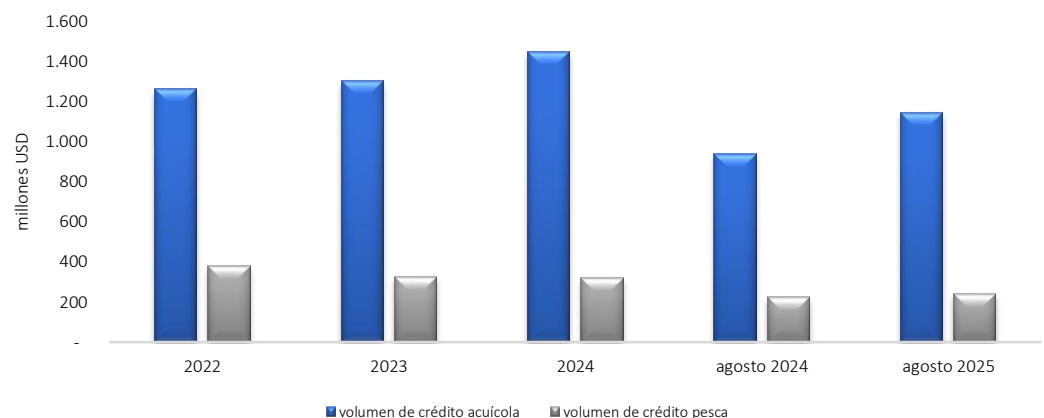
CRÉDITO OTORGADO

Para evaluar el volumen de crédito otorgado para el sector acuícola, se toma en cuenta los subsectores de acuicultura de agua dulce y acuicultura marina, mientras que el de pesca toma en cuenta la pesca de agua dulce y pesca marina.

Desde 2022, el volumen de crédito otorgado al sector mantiene una tendencia creciente, lo que denota el dinamismo y el desarrollo que las industrias relacionadas a la pesca y acuicultura han experimentado en los últimos años. En 2023 el volumen de crédito de la acuicultura presentó una variación positiva de 3,16% con respecto a 2022 y contabilizó USD 1.301 millones. Esta tendencia se mantuvo en 2024 con un nuevo aumento de 11,34% en el monto de crédito otorgado, al contabilizar USD 1.449 millones. Las actividades que más crédito recibieron fueron Explotación de Criaderos de Camarones (Camaroneras) y Criaderos de Larvas de Camarón, Actividades de Acuicultura en Agua del Mar o en Tanques de Agua Salada, y Cría y Explotación de Criaderos de Peces (de Agua Dulce). Los bancos que más crédito otorgaron a la acuicultura fueron Banco Bolivariano C.A., Banco Guayaquil S.A. y Banco Internacional S.A.

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

VOLUMEN DE CRÉDITO SECTOR PESCA Y ACUICULTURA



Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador

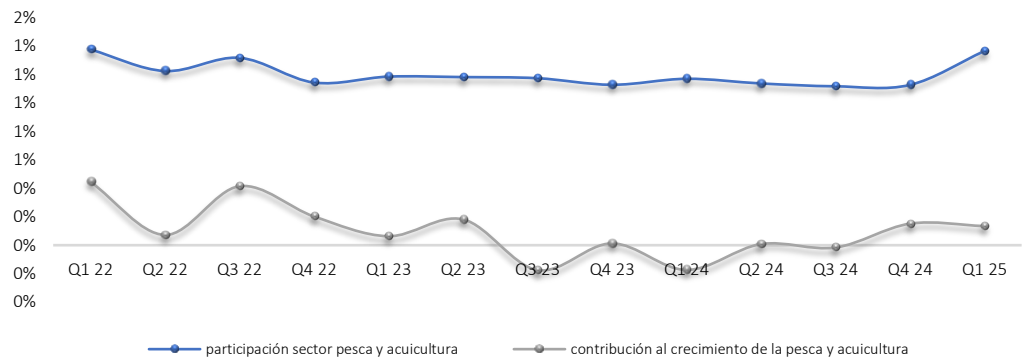
A agosto de 2025, el crédito al sector acuícola creció en 21,58% anual, mientras que el crédito a la pesca aumentó en 8,54% anual. Para la acuicultura, tanto marina como de agua dulce, los bancos que más crédito otorgaron fueron Banco Bolivariano C.A., Banco Guayaquil S.A. y Banco Internacional S.A. Mientras, para la pesca marina y de agua dulce los bancos que más crédito otorgaron fueron Banco de la Producción S.A. Produbanco, Banco Guayaquil S.A. y Banco Internacional S.A.

TAMAÑO E INTEGRACIÓN

El sector de pesca y acuicultura ha mantenido una participación promedio de 1,19% sobre el PIB total del Ecuador durante los últimos tres años; al primer trimestre de 2025, esta cifra se ubicó en 1,36%.

¹² BCE – Informe de resultados cuentas nacionales trimestrales I 2025

TAMAÑO E INTEGRACIÓN DEL PESCA Y ACUICULTURA



Fuente: BCE

En cuanto a la contribución al crecimiento interanual del PIB ecuatoriano, este sector presentó una cifra de 0,13% en el mismo periodo, manteniendo una tendencia positiva de 0,01% en promedio de contribución al crecimiento en los últimos años.

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 Ecuador¹³.

El sector camaronero ecuatoriano, principal motor de las exportaciones no petroleras, sufrió en 2024 una caída de -3,5 % en valor pese a mantener volúmenes, debido a la baja en el precio promedio por libra (USD 2,27, el más bajo desde 2020).

Sin embargo, al primer trimestre de 2025, en el ámbito exportador, las ventas de camarón elaborado crecieron un 18,4% en TM y un 23,7% en valores FOB, impulsadas por una mayor demanda de China, Francia y España, así como por la apertura de nuevos mercados en Medio Oriente³. Por su parte, las exportaciones de pescado y otros productos acuáticos elaborados aumentaron un 4,5% en TM. Dentro de este grupo, los enlatados de pescado crecieron un 13,8%, destacando un hito importante: la primera exportación oficial de atún enlatado a China en febrero de 2025, tras la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio que eliminó el arancel para este producto.

Sin embargo, persisten desafíos estructurales: la crisis energética y dependencia del diésel, la vulnerabilidad frente a aranceles (especialmente de EE. UU.), competencia internacional y la concentración de mercado. Además, la alta dependencia de mercados como China y EE. UU. exige diversificación hacia destinos como Corea, Canadá, Japón o Medio Oriente¹⁴.

La Cámara Nacional de Acuicultura (CNA) advirtió que el nuevo arancel del 15% impuesto por Estados Unidos al camarón ecuatoriano (en vigor desde el 7 de agosto de 2025) representará un gasto mensual adicional de aproximadamente USD 20 millones mensuales para el sector, elevando el costo total estimado hasta fines de año en USD 120 millones; sumado al arancel base del 10% aplicado desde abril y al recargo del 3,78% por derechos compensatorios, el impacto total para 2025 podría alcanzar USD 170 millones, afectando la competitividad del producto, poniendo en riesgo más de 300 mil empleos y subrayando la urgencia de que el Gobierno negocie mejores condiciones comerciales.¹⁵

Por esta razón, de cara al resto de 2025, es necesario que las empresas dentro de la pesca y la acuicultura profundicen en estrategias que permitan expandir cartera de clientes y aumentar el dinamismo de las ventas al exterior. El BCE del Ecuador prevé un crecimiento de 1,10% para la pesca y acuicultura al cerrar 2025. 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

¹³ <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/ecuador-entre-mayores-exportadores-productos-acuaticos.html>

¹⁴ <https://www.primicias.ec/revistagestion/analisis/camaron-ecuadoriano-desafios-sector-economia-96353/>

¹⁵ <https://www.primicias.ec/economia/arancel-estados-unidos-gasto-camaron-exportaciones-102765/>

Rica, Canadá y otros países podrían beneficiar las exportaciones al abrir puertas de forma preferencial a distintos mercados. La sostenibilidad del sector, y su aporte crítico en divisas para la dolarización, dependerá de mejoras en infraestructura, seguridad, política comercial y energías renovables.

CRECIMIENTO ECONÓMICO	2022	2023	2024	2025*	VARIACIÓN ANUAL
Crecimiento - PIB Pesca y Acuicultura	18,96%	1,53%	-0,68%	1,10%	-2,21 p.p.
Crecimiento - PIB Ecuador	5,87%	1,99%	-2,00%	2,80%	-3,99 p.p.

Fuente: BCE

INDICADORES	2022	2023	2024	JUNIO 2024	JUNIO 2025	VARIACIÓN ANUAL
Inflación peces y productos de la pesca (IPP)	-6,10%	0,76%	21,41%	-7,52%	4,17%	11,69 p.p.
Precio global camarón (USD/Kg)	7,75	7,05	8,02	6,99	6,61	-5,44%
Exportaciones camarón (USD FOB millones) *	7.289	7.205	6.992	2.914	3.462	18,82%
Exportaciones atún y pescado (USD FOB millones) *	385	294	333	145	130	-10,66%
Empleo adecuado – agricultura, silvicultura, ganadería y pesca	11,10%	11,40%	10,60%	10,30%	13,30%	3,00 p.p.
Desempleo - agricultura, silvicultura, ganadería y pesca	0,50%	0,60%	0,40%	0,80%	0,90%	0,10 p.p.
Ventas netas - agricultura, silvicultura, ganadería y pesca (millones USD)	18.406	19.792	22.490	10.519	12.413	18,0%

Fuente: BCE, INEC, Ministerio de Producción, FMI, SRI

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 2024	INGRESOS (USD)	ACTIVOS (USD)	UTILIDAD (USD)	PATRIMONIO (USD)	ROE
Sociedad Nacional de las Galápagos C.A.	595.016.956	213.413.165	8.363.789	55.430.329	15,09%
Naturisa S.A.	309.859.050	294.690.365	39.477.111	129.359.375	30,52%
Empacadora del Pacífico S.A. EDPACIF	116.126.064	51.019.849	469.133	10.767.310	4,36%
NATLUK S.A.	27.803.682	15.237.351	76.989	2.869.605	2,68%
Empacadora Bilbo S.A. BILBOSA	5.445.221	37.090.686	-795.006	10.004.530	7,95%

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.

2025 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 incursió 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%
Pertilsa S.A.	Ecuador	2.620	0,33%
B. Lascano Loor	Ecuador	1.994	0,25%
Otros con una participación inferior	Ecuador	3.652	0,46%
Total		800.000	100,00%

Fuente: SCVS

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

Fuente: SCVS

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

COMPAÑÍAS RELACIONADAS	TIPO DE VINCULACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
Termoli S.A.	Accionariado y administración	Activa
Sonnengold S.A.	Accionariado y administración	Activa
Hielalib S.A.	Accionariado y administración	Activa
Bandiolito S.A.	Administración	Activa
Holding Alsofocorp S.A.	Accionariado y administración	Activa
Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima	Accionariado	Activa
Sociedad Agrícola e Industrial San Carlos S.A.	Accionariado	Activa
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 agosto 2025, NATLUK S.A cuenta con un total de 196 empleados de los cuales 33 pertenecen al área administrativa y 163 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 y FDA que certifica que el producto alimenticio ha sido inspeccionado y cumple con los requisitos y los estándares de calidad relevantes. Además, la empresa mantiene un certificado de la Subsecretaría de Calidad e Inocuidad (SCI) como autoridad competente en materia sanitaria de los productos de la pesca y acuicultura del Ecuador, que certifica que las líneas de camarón de mar (langostino y pomada), camarón de acuicultura entero, cola y valor agregado, corvina y merluza congelados, langosta y calamar congelado, cuentan con todos los requerimientos del plan HACCP para las garantías oficiales relacionadas a la exportación de los productos de la pesca. Adicionalmente, mantiene diversas certificaciones, entre los que destacan *BRC Certification* y *SEDEX Certification*, enfocadas en estándares internacionales de metodologías e inocuidad de los productos alimenticios.

A la fecha de corte del informe, se ha presentado certificados de no mantener obligaciones patronales en mora con el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, no mantiene deudas en firme con Servicio de Rentas Internas y el

certificado del buró de crédito evidenció 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 tres 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	■ Shrimp P&D (tail on). ■ Pink Shrimp P&D. ■ Pink Shrimp P&D/HLSO/HOSO. ■ Brown Shrimp HOSO/HLSO. ■ White Shrimp Butterfly/ Ez Peel/ P&D/ Less Shell/ Shell On. ■ Blue Shrimp HOSO/HLSO.
LANGOSTINOS TITI CAPTURADO SALVAJEMENTE	■ Titi Shrimp PTO (<i>Protachypene Precipua</i>). ■ Titi Shrimp PUD (<i>Protachypene Precipua</i>).
CAMARONES CRIADOS EN GRANJAS	■ Shrimp PUD tail off. ■ Shrimp P&D Tail Off. ■ Shrimp Skewers. ■ Shrimp Farm Butterfly. ■ P&D Tail On. ■ Shrimp Head Less Shell On. ■ Shrimp Farm HOSO.
OTROS	■ Whole Squid (<i>loligo gayi</i>). ■ Skewers Mix. ■ Squid Skewers. ■ Squid Tubes.

Fuente: NATLUK S.A.

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

- El costo de ventas debe estar relacionado con la proyección de EBITDA con relación a las ventas y aumentar de 3% (2022) a 6% (2025), creciendo un punto porcentual por año.
- Aumentar el nivel de posicionamiento de la marca o nivel de recordación tanto de clientes como de posibles compradores

- Lograr eficiencia operativa: Capacidad en uso sobre capacidad instalada, calidad (lotes conforme/lotes producidos) y velocidad (libras procesadas sobre capacidad de procesamiento por hora).
- Reducir la rotación del personal.

RIESGO OPERATIVO

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

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

Fuente: NATLUK S.A.

PRESENCIA BURSÁTIL

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

PRESENCIA BURSÁTIL	AÑO	APROBACIÓN	MONTO (USD)	ESTADO
Acciones Ordinarias	2017	SCVS-INMV-DNAR-2017-00023377	-	Vigente
Primer Programa de Papel Comercial	2020	SCVS-INMV-DNAR-2020-00002970	2.000.000	Cancelado
Segundo Programa de Papel Comercial	2021	SCVS-INMV-DNAR-2021-00008012	2.000.000	Cancelado
Primera Emisión de Obligaciones	2022	SCVS-INMV-DNAR-2022-00003518	1.500.000	Cancelado
Segunda Emisión de Obligaciones	2022	SCVS-INMV-DNAR-2022-00008430	1.500.000	Cancelado
Tercer Programa de Papel Comercial	2023	SCVS-INMV-DNAR-2023-00042963	1.700.000	Cancelado
Tercera Emisión de Obligaciones	2024	SCVS-INMV-DNAR-2024-00011463	2.500.000	Vigente
Cuarto Programa de Papel Comercial	2025	SCVS-INMV-DNAR-2025-00001074	2.000.000	Vigente
Quinto Programa de Papel Comercial	2025	SCVS-INMV-DNAR-2025-00028846	1.400.000	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	196	57	1.687.089
Tercera Emisión de Obligaciones	199	49	1.017.981
Cuarto Programa de Papel Comercial	129	27	1.947.099
Quinto Programa de Papel Comercial	4	17	1.241.453

Fuente: SCVS

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

INSTRUMENTO

Mediante Junta General Extraordinaria de Accionistas celebrada el día 15 de diciembre de 2023, se aprobó la Tercera Emisión de Obligaciones de la compañía por un monto por hasta USD 2.500.000. Posteriormente, la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros aprobó la emisión mediante resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2024-00011463 del 10 de julio de 2024 por un monto de hasta USD 2.500.000.

Real Casa de Valores de Guayaquil S.A., inició la colocación el 06 de agosto 2024, logrando colocar el valor nominal de USD 1,02 millones, es decir el 40,72% del monto aprobado.

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO						
Características	CLASES	MONTO (USD)	TASA FIJA	PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO

	1	2.500.000	8,50%	720	Trimestral	Trimestral
Saldo vigente agosto 2025	USD 559.540					
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	N/A					
Destino de los recursos	100% a capital de trabajo, compra de materia prima para la producción.					
Valor nominal	USD 1,00					
Rescates anticipados	No contempla rescates anticipados.					
Underwriting	No se contempla contrato de <i>underwriting</i> .					
Estructurador financiero	Real Casa de Valores de Guayaquil S.A.					
Agente colocador	Real Casa de Valores de Guayaquil S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Resguardos { }	- Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. - Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos depurados sobre obligaciones en circulación una razón mayor o igual a 1,25. - No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.					
Límite de endeudamiento	NATLUK S.A. se compromete a mantener un límite de endeudamiento consistente en una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50, en todo momento mientras esté vigente la emisión.					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

La tabla de amortización se basa en el valor colocado a la fecha de corte de la Tercera Emisión de Obligaciones de NATLUK S.A.

AMORTIZACIÓN CLASE 1	FECHA VENCIMIENTO	CAPITAL INICIAL (USD)	PAGO DE CAPITAL (USD)	PAGO INTERESES (USD)	PAGO TOTAL (USD)	SALDO DE CAPITAL (USD)
1	06/11/2024	1.017.981	102.260	17.384	119.645	915.721
2	06/02/2025	915.721	102.260	15.211	117.472	813.460
3	06/05/2025	813.460	102.260	13.038	115.299	711.200
4	06/08/2025	711.200	151.660	10.865	113.126	559.540
5	06/11/2025	608.940	102.260	8.692	110.953	506.679
6	06/02/2026	506.679	102.260	6.519	108.780	404.419
7	06/05/2026	404.419	102.260	4.346	106.606	302.158
8	06/08/2026	302.158	302.158	36.156	338.314	(0)

Fuente: Real Casa de Valores de Guayaquil S.A.

Mientras las obligaciones estén en circulación, la compañía deberá mantener los resguardos legales y cumplir con los compromisos adicionales que haya adquirido

RESGUARDOS DE LEY	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.	Con corte agosto 2025, la empresa mostró un índice dentro del compromiso adquirido, siendo la relación activos reales/ pasivos de 1,07.	CUMPLE
No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora	No se han repartido dividendos y no hay obligaciones en mora.	CUMPLE
Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos depurados sobre obligaciones en circulación mayor o igual a 1,25.	Al 31 de agosto 2025, presentó una relación de activos depurados (USD 13,16 millones) sobre obligaciones en circulación (USD 4,26 millones) de 3,09 veces, cumpliendo así lo determinado en la normativa.	CUMPLE

Fuente: NATLUK S.A.

LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
-------------------------	----------------	--------------

se compromete a mantener un límite de endeudamiento consistente en una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50, en todo momento mientras esté vigente la emisión.	Al 31 de agosto 2025, la compañía presentó un indicador de pasivos con instituciones financieras sobre activos de 0,41 veces.	CUMPLE
---	---	---------------

Fuente: NATLUK S.A.

ACTIVOS DEPURADOS

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía. Al 31 de agosto 2025, la compañía mantuvo un total de activos por USD 19,43 millones, de los cuales USD 13,16 millones fueron activos depurados, lo que representa una cobertura sobre el saldo en circulación de 3,09 veces.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. verificó la información del certificado de activos libres de gravamen de la empresa, con información financiera cortada al 31 de agosto 2025, evidenciando que la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación en instrumentos amparados con Garantía General deben mantener una razón mayor o igual a 1,25. Se entiende como activos depurados: "Al total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias".

ACTIVOS DEPURADOS (AGOSTO 2025)	MONTO (USD)
Activo Total	19.432.052
(-) Activos o impuestos diferidos	2.983.222
(-) Activos gravados	3.096.662
(-) Activos en litigio	
(-) Monto de las impugnaciones tributarias	196.209
(-) Derechos fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros	
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación y derechos fiduciarios compuestos de bienes gravados	
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social	
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor	
Total Activos Depurados	13.155.959
Saldo de obligaciones en circulación	4.259.540
Cobertura Activos Depurados / Obligaciones en circulación	3,09

Fuente: NATLUK S.A.

Por otro lado, "El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización de flujos de fondos de bienes que se espera que existan, de emisiones de obligaciones de largo y corto plazo de un mismo originador y/o emisor, además del monto en circulación como aceptante de facturas comerciales negociables, no podrá ser superior al doscientos por ciento (200%) de su patrimonio. De excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran por lo menos en un ciento veinte por ciento (120%) el monto excedido". Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Tercera Emisión de Obligaciones de NATLUK S.A. representó 61,10% del 200% del patrimonio al 31 de agosto de 2025, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO (AGOSTO 2025)	MONTO (USD)
Patrimonio	3.485.574
200% Patrimonio	6.971.149
Aceptante de facturas comerciales	-
Tercera Emisión de Obligaciones	559.540
Tercer Programa de Papel Comercial	1.700.000
Cuarto Programa de Papel Comercial	2.000.000
Total Emisiones	4.259.540
Total Emisiones/200% Patrimonio	61,10%

Fuente: NATLUK S.A.

PERFIL FINANCIERO

PERFIL HISTÓRICO

El presente análisis financiero fue realizado con base a los Estados Financieros Auditados de los años 2022, 2023 y 2024 auditados por RVL Consultores & Auditores Cía. Estos estados financieros no presentaron salvedades en su opinión. Adicionalmente se utilizaron estados financieros internos con corte agosto 2024 y agosto 2025.

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS

NATLUK S.A. se dedica principalmente al empaque y procesamiento de camarón. En 2022, los ingresos de la compañía alcanzaron USD 121,93 millones, impulsados por un acuerdo comercial atípico para la venta de productos de terceros. Si bien este convenio generó un gran volumen de ventas, los márgenes fueron significativamente bajos, reflejando un margen bruto de apenas 1,3%. Este acuerdo no fue renovado en 2023, y NATLUK S.A. retomó sus niveles de ingresos y rentabilidad habituales, registrando USD 31,17 millones en ventas con un margen bruto de 8,27%.

Los ingresos provienen principalmente de la exportación de camarón, segmentados en líneas de producto como camarón piscina, langostino y pomada, con una participación marginal en el mercado local (menos del 2% de las ventas). En 2022, la línea de camarón piscina NP (destinada a China) representó más del 71% de las ventas, debido al acuerdo con terceros. Sin embargo, esta línea desapareció en 2023 al concluir dicho convenio, y las ventas volvieron a concentrarse en productos propios con mayor rentabilidad. A diciembre de 2024, los ingresos disminuyeron un 10,80% respecto al año anterior, debido a una menor disponibilidad de camarón pomada, afectado por condiciones climáticas adversas.

COMPOSICIÓN INGRESOS	DICIEMBRE 2022 (USD) PART		DICIEMBRE 2023 (USD) PART		DICIEMBRE 2024 (USD) PART	
Exportaciones	121.258.003	99,45%	29.799.682	95,60%	27.033.275	97,23%
Camarón piscina	13.996.095	11,48%	8.290.396	26,60%	16.454.231	59,18%
Langostino	8.058.854	6,61%	10.994.145	35,27%	6.193.520	22,28%
Pomada	11.480.158	9,42%	10.515.141	33,73%	4.385.524	15,77%
Camarón piscina NP (China)	87.722.896	71,94%	-	-	-	-
Venta local	418.954,53	0,34%	555.223	1,78%	235.230	0,85%
Camarón piscina	322.985,48	0,26%	274.950	0,88%	41.502	0,15%
Langostino	50.768,85	0,04%	184.996	0,59%	35.211	0,13%
Pomada	45.200,20	0,04%	95.276	0,31%	158.517	0,57%
Otros	254.324	0,21%	815.298	2,62%	535.177	1,92%
Total Ventas	121.931.281	100,00%	31.170.202	100,00%	27.803.682	100,00%

Fuente: NATLUK S.A.

A agosto 2025, los ingresos registraron un crecimiento 61,80% con respecto a agosto 2024, coherente con retorno del camarón Pomada.

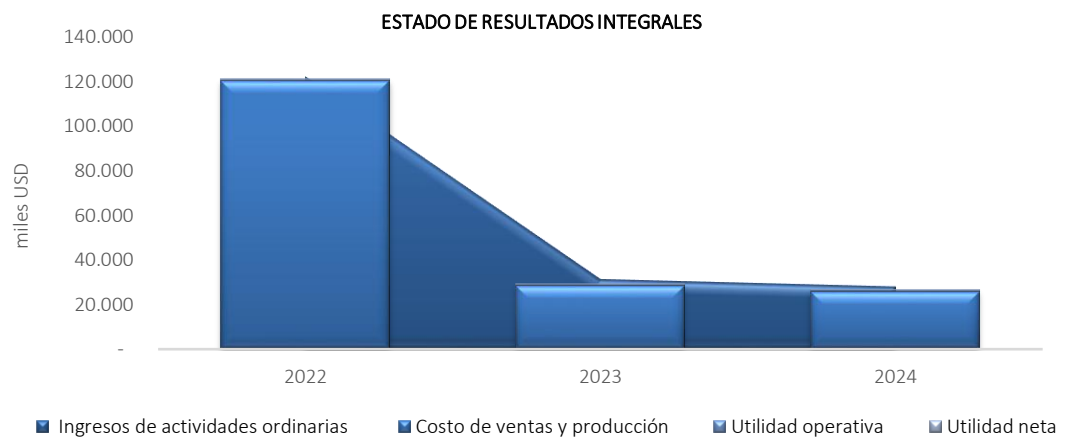
COMPOSICIÓN INGRESOS	AGOSTO 2024 (USD) PARTICIPACIÓN		AGOSTO 2025 (USD) PARTICIPACIÓN	
Exportaciones	15.854.152	95,69%	26.385.999	98,43%
Camarón piscina	10.289.634	62,11%	14.163.420	52,84%
Langostino	4.862.720	29,35%	4.855.240	18,11%
Pomada	701.798	4,24%	7.367.339	27,48%
Venta local	419.683	2,53%	419.683	1,57%
Camarón piscina	57.681	0,35%	57.681	0,22%
Langostino	225.077	1,36%	225.077	0,84%
Pomada	136.925	0,83%	136.925	0,51%
Otros	293.814	1,77%		0,00%
Total Ventas	16.567.649	100,00%	26.805.682	100,00%

Fuente: NATLUK S.A.

El costo de ventas presentó una mayor participación sobre las ventas durante el año 2022, representando 98,70%. 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 91,73% a diciembre de 2023 y posteriormente se incrementó a 93,22% a diciembre 2024, coherente con el crecimiento de la línea de camarón piscina que mantiene un margen menor. Por su parte, entre los periodos agosto 2024 y agosto 2025, la participación incrementó ligeramente de 90,85% a 91,88% respectivamente, explicado por el crecimiento de la línea de camarón piscina que tiene un menor margen.

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

En consecuencia, debido al comportamiento mencionado anteriormente, el margen bruto se contrajo en 2022 hasta representar solo el 1,30% de las ventas, como resultado del convenio atípico con terceros que implicaba altos volúmenes y bajos márgenes. En diciembre de 2023, el margen bruto se recuperó significativamente hasta el 8,27%, el valor más alto del período analizado, en línea con la estrategia de la compañía de priorizar rentabilidad sobre volumen. A diciembre de 2024, el margen bruto se mantuvo en niveles similares, alcanzando el 6,78%, reflejando estabilidad operativa, sostenida por la optimización de procesos y condiciones más estables en los precios del camarón silvestre. Al cierre de agosto de 2025 ese indicador se recuperó, con un margen del 8%.



Fuente: Estados Financieros Auditados 2022-2024

GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

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

Los gastos operativos registraron un crecimiento en términos monetarios entre 2022 y 2023, al pasar de USD 736 mil a USD 2,02 millones. No obstante, en 2022 representaron solo el 0,79% de las ventas, dado el alto volumen generado por el convenio con terceros. En 2023, la participación aumentó al 6,49% debido a la caída en ingresos, tras el término de dicho convenio. A pesar de ello, la utilidad operativa mejoró, alcanzando el 1,78% de las ventas, impulsada por el enfoque en líneas propias, la pesca silvestre beneficiada por el Fenómeno del Niño y el efecto positivo de la baja de inventarios registrada ese año.

En diciembre de 2024, los gastos operativos totalizaron USD 1,25 millones, lo que representó el 4,51% de las ventas, reflejando una disminución respecto al año anterior por la no repetición del efecto extraordinario de inventarios. Esta proporción se mantuvo a la baja en el período interanual agosto de 2025, con una participación de 3,79%, de las ventas evidenciando un control adecuado de la estructura operativa en relación con los ingresos.

A diciembre de 2023, la compañía registró otros ingresos no operacionales por USD 470 mil, que correspondieron a intereses ganados, reclamos de seguros y descuentos y multas a empleados. Por su parte, a diciembre de 2024, se registraron otros ingresos por USD 197 mil. Hasta agosto de 2025, se reportó un valor de USD 75 mil, superior al registrado en agosto de 2024.

El EBITDA, en línea con la utilidad operativa, experimentó fluctuaciones entre 2022 y 2024, pero mantuvo valores sólidos que permitieron una cobertura promedio de 1,35 veces sobre los gastos financieros. Esto refleja la capacidad de la empresa para afrontar los costos financieros desde sus resultados operativos. Hasta agosto de 2025, gracias a la reducción de los gastos financieros se alcanzó un indicador de 2,24 veces.

El comportamiento de los gastos financieros durante el periodo analizado refleja la evolución de la deuda con costo, tanto con entidades financieras como con el mercado de valores. En 2022, se observó una disminución debido a los intereses pagados a la CFN, correspondientes a gastos financieros no reconocidos en períodos anteriores, los

cuales fueron precancelados en 2022 y registrados en otros activos no corrientes. En 2023, estos gastos se incrementaron nuevamente, alcanzando los USD 758 mil, principalmente debido a los intereses derivados del papel comercial. A diciembre de 2024, los gastos financieros disminuyeron un 14,78% en comparación con el año anterior, como resultado de la amortización de la deuda con costo y una mayor participación en el mercado de valores, que ofrece mejores tasas. A agosto de 2025, los gastos financieros ascendieron a USD 621 mil, lo que representa un crecimiento de 54,94% respecto a lo registrado en agosto de 2024.

La compañía llevó a cabo diversas emisiones durante el periodo analizado, se realizó la Primera y Segunda Emisión de Obligaciones en 2022, cada una por USD 1,5 millones y el Tercer Programa de Papel Comercial por USD 1,70 millones. Estas emisiones y los pagos realizados contribuyeron a una deuda neta fluctuante a lo largo del periodo analizado. A la fecha de corte, se colocó la Tercera Emisión de Obligaciones y el Cuarto Programa de Papel Comercial.

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

Los resultados netos fueron consistentemente positivos. El ROA se mantuvo entre 1% y 3%, mientras que el ROE fue del 7% en 2022, 6% en 2023 y 3% en 2024, valores que indican una rentabilidad aceptable al compararlos con inversiones alternativas de perfil de riesgo similar. A agosto de 2025, los indicadores de ROE alcanzaron el 27 y el ROA el 5%, es importante mencionar que el balance no está liquidado.

CALIDAD DE ACTIVOS

El activo mostró un decrecimiento entre los años 2022 y 2023, pasando de USD 19,63 millones a USD 14,38 millones debido a la reducción en anticipos entregados a proveedores y menores cuentas por cobrar de clientes, en línea con el cambio de estrategia. A diciembre de 2024, el activo aumentó nuevamente, alcanzando USD 15,24 millones, impulsado por el crecimiento de inventarios y anticipos a proveedores. Este comportamiento positivo continuó hasta agosto de 2025, cuando el activo llegó a USD 19,43 millones, principalmente por el crecimiento en inventarios.

Históricamente, el activo se concentró mayoritariamente en el corto plazo, representando en promedio el 67,62% del total del activo entre 2022 y 2024 (66,01% a agosto de 2025). Dado el giro del negocio, las cuentas más representativas del activo fueron los inventarios (30,59%), las cuentas por cobrar comerciales (19,02%) y la propiedad, planta y equipo (18,63%).

Desde 2022, el índice de liquidez superó la unidad, alcanzando 1,03 en ese año, 1,19 en diciembre de 2023 y 1,20 veces en diciembre de 2024, manteniéndose en 1,31 a agosto de 2025. La cartera mostró un comportamiento decreciente, pasando de USD 5,29 millones en 2022 a USD 2,57 millones en 2023, debido a los cambios estratégicos. Al cierre de 2024, como resultado del crecimiento de la línea de camarón piscina, las cuentas por cobrar aumentaron a USD 2,64 millones, alcanzando USD 3,70 millones a agosto de 2025.



Las cuentas por cobrar comerciales están representadas por facturas generadas a los clientes y el plazo depende de los acuerdos comerciales con cada uno. En general, los clientes son empresas internacionales con quienes se mantienen relaciones comerciales de largo plazo. El Índice de *Herfindahl* con base a los principales clientes registró un valor de 2.220 puntos entre los 10 clientes, lo que representa una concentración moderada.

En cuanto a la calidad de la cartera, se evidencia que la cartera por vencer en los periodos anuales se mantiene una concentración de 92,72%, (100% a agosto 2025) la diferencia se concentró en plazos vencidos entre 0 y 180 días y corresponde principalmente a clientes del exterior Coastalxport Corp y Nissui Corporation., determinado que la cartera es sana y de fácil recuperación. Se registró una provisión para cuentas incobrables por USD 29 mil.

Históricamente, NATLUK S.A. ha mantenido un calce de plazos saludable entre la recuperación de cartera y el pago a proveedores, lo que ha contribuido a una gestión eficiente del capital de trabajo. En 2022, la compañía cobraba en promedio a 16 días y pagaba a 19, mostrando una leve ventaja operativa. Durante 2023 y 2024, este equilibrio se mantuvo con diferencias mínimas de 3 y 1 día respectivamente. A agosto de 2025, los días de cartera se ubicaron en 33 y los de pago en 14, reflejando una ligera diferencia que aún se encuentra dentro de parámetros manejables. Este comportamiento reafirma la capacidad de la compañía para adaptarse a cambios en su operación sin comprometer su liquidez, manteniendo un flujo operativo controlado y una estructura financiera sólida.

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

Los inventarios registran principalmente valores por productos terminados, materiales e insumos, repuestos y herramientas. Los niveles de rotación del inventario aumentaron durante el periodo de análisis, en función de las mayores ventas, situación que se mantiene para el periodo 2023 por la estrategia de abastecimiento ante mejores precios en el camarón silvestre. La compañía no cuenta con provisión para el deterioro de inventarios. La rotación de días de inventario fue de 48 a diciembre 2023 y 60 días a diciembre 2024 (58 días a agosto 2025).

La propiedad, planta y equipo presentó un comportamiento creciente entre 2022 y 2023, al pasar de USD 3,02 millones en diciembre de 2022 a USD 3,73 millones al cierre de 2023. Este incremento se debió principalmente a la adquisición de maquinaria y equipos, así como a una revalorización de edificios. Durante 2022, la compañía continuó incrementando este rubro mediante inversiones en maquinaria y equipos por USD 58 mil, vehículos por USD 38 mil, y muebles y enseres por USD 16 mil, entre otras adiciones menores. En 2023 se realizó una revalorización de terrenos, edificios e instalaciones por un valor de USD 1,2 millones, lo cual también tuvo impacto en el patrimonio al cierre del año.

A diciembre de 2024, la propiedad, planta y equipo alcanzó un valor de USD 4,73 millones, con terrenos valorizados en USD 311 mil y depreciaciones acumuladas por USD 1,29 millones. Para agosto de 2025, este rubro registró un valor de USD 4,84 millones, una depreciación acumulada de USD 1,53 millones y manteniéndose sin variación el valor de los terrenos.

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

ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

Históricamente, NATLUK S.A. fondeó el crecimiento de las actividades en mayor proporción mediante recursos de terceros, el pasivo financió 81,17% de los activos de la compañía a diciembre de 2024 (82,06% en agosto 2025), mientras que el patrimonio financió 20% (18% a agosto 2025) restante.

El pasivo de la compañía se concentró principalmente en el corto plazo, representando el 92,26% del pasivo total en 2021. Esta estructura influyó en un indicador de liquidez inferior a la unidad durante ese año. No obstante, dicha concentración fue disminuyendo progresivamente, alcanzando el 83,62% en 2022, el 66,57% en 2023 y el 64,70% en 2024. A agosto de 2025, esta proporción se mantuvo estable en torno al 61,24%. Esta evolución se explica principalmente por el incremento de obligaciones con accionistas registradas en el largo plazo.

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

En 2023, el valor de los anticipos de clientes disminuyó considerablemente y las cuentas por pagar se ajustaron al giro de negocio propio de la empresa, lo que produjo una reducción del pasivo por USD 11,56 millones. Sin

embargo, al cierre de diciembre de 2024, el pasivo se incrementó a USD 12,37 millones, debido al crecimiento de las cuentas por pagar a accionistas, al mercado de valores y a nuevos anticipos de clientes.

A agosto de 2025, esta tendencia creciente se mantuvo, alcanzando un total de USD 15,96 millones, impulsado por aumentos en anticipos de clientes y obligaciones financieras.



Fuente: Estados Financieros Auditados 2022 -2024 e internos agosto 2024, y agosto 2025

El apalancamiento decreció desde 7,52 veces en el año 2022 a 4,09 veces en el año 2023, datos que recogen la reclasificación de los aportes para futuras capitalizaciones de cuentas patrimoniales al pasivo en 2022. Cabe destacar que el apalancamiento está condicionado por las cuentas por pagar relacionadas con los principales accionistas de la compañía, lo que disminuye la exposición con terceros, la compañía se ha comprometido a mantener las cuentas por pagar accionistas de largo plazo durante la vigencia del Tercer y Cuarto Programa de Papel Comercial. A diciembre 2024, este indicador fue de 4,31 veces (4,57 veces a agosto 2025).

Las cuentas por pagar representan las facturas por la adquisición de bienes y servicios para la operación, sin generar intereses y con plazos que dependen de los acuerdos comerciales con cada proveedor. En cuanto a la posible concentración en proveedores, es relevante mencionar que durante el año 2022 hubo una concentración con Operadora y Procesadora de Productos Marinos OMARSA S.A., debido a un proceso de comercialización de productos para esta empresa en el extranjero. Sin embargo, en 2023 y hasta diciembre de 2024, no se observa una concentración alta en ninguno de los proveedores. Esto se confirma mediante el cálculo del Índice de *Herfindahl* para los 30 principales proveedores, el cual registra un indicador de 1.266 puntos a agosto 2025, considerado como una baja concentración.

Los días de pago fluctuaron entre 19 y 35 durante el período 2022–2024, en coherencia con el comportamiento de las cuentas por pagar. Cabe destacar que estos indicadores estuvieron influenciados por las operaciones realizadas con Operadora y Procesadora de Productos Marinos OMARSA S.A., así como por el impacto que dichas operaciones tuvieron en los ingresos y en el costo de ventas. Durante 2023, este indicador se estabilizó en torno a los 33 días de pago, manteniéndose en 35 días a diciembre de 2024 y alcanzando los 14 días a agosto de 2025. Esta evolución refleja el comportamiento de las líneas de negocio propias de la compañía.

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

La compañía emitió la Primera Emisión de Obligaciones en 2022, la Segunda Emisión de Obligaciones en 2023 y la Tercera Emisión de Obligaciones en 2024. A diciembre de 2023, la deuda con costo experimentó una disminución, registrando un valor de USD 4,80 millones, frente a los USD 5,49 millones al cierre de 2022. A la fecha de corte del presente informe, registró un ligero decrecimiento con relación al cierre del año 2024, alcanzando los USD 7,46 millones y se comenzó a colocar el Cuarto Programa de Papel Comercial.

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

DEUDA FINANCIERA	2022 (USD)	2023 (USD)	2024 (USD)	AGOSTO 2025 (USD)
Banco Bolivariano C.A.	1.408.275	1.882.689	1.775.813	2.569.543
Banco Guayaquil S.A.	468.716	-	-	-
Banco Internacional S.A.	470.616	394.502	436.394	1.049.604
Banco Delbank S.A.	-	546.215	572.459	454.229
Tarjeta de crédito	19.447	29.951	29.390	-
Obligaciones con el Mercado de Valores	3.121.620	1.944.566	2.462.858	3.893.253
Otros	4.849	-	-	662
Total	5.493.523	4.797.923	5.276.914	7.929.291

Fuente: Estados Financieros Auditados 2022 -2024 e internos agosto 2025

Las cuentas por pagar a accionistas registraron USD 2,57 millones en diciembre de 2023 y USD 2,70 millones en 2024 (USD 4,25 millones a agosto de 2025), generadas principalmente por préstamos destinados a financiar el crecimiento en activos productivos. En el corto plazo no se prevé la liquidación de estos valores, ya que constituyen una parte fundamental de la estructura de financiamiento de la inversión empresarial. Además, reflejan la confianza de los accionistas en la gestión actual y su compromiso de mantener estos recursos durante la vigencia de la emisión.

Finalmente, el patrimonio de la compañía ha registrado ciertas fluctuaciones en su participación dentro de la estructura financiera, al pasar de financiar el 11,74% del total de activos al cierre de 2022, al 19,63% en 2023, y luego al 18,83% en diciembre de 2024. El incremento patrimonial observado en 2023 —equivalente a un 23% frente a diciembre de 2022— se explicó por un nuevo reevalúo de terrenos y de propiedad, planta y equipo, así como por el crecimiento en los resultados del ejercicio. Para el período interanual hasta agosto de 2025, el patrimonio alcanzó los USD 3,49 millones, reflejando un aumento del 21,147% respecto al cierre de diciembre de 2024.

PERFIL PROYECTADO

PROYECCIONES DEL EMISOR

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

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

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

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

PROYECCIONES GLOBALRATINGS

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

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

En un escenario moderadamente estresado, se espera que los ingresos crezcan 10% en 2025 en comparación con 2024, debido al retorno del camarón pomada que ha provocado un crecimiento de los ingresos hasta agosto 2025 se prevé un incremento de 5% en los ingresos respectivamente, siguiendo una estrategia conservadora y el crecimiento natural del negocio.

En cuanto al costo de ventas, se proyecta una participación del 94% sobre las ventas para 2025 y para los años restantes de vigencia de la emisión. Este porcentaje está alineado con la estrategia definida por la empresa hacia 2025 y resulta coherente con el cambio en la composición de las ventas y la optimización de procesos. Por su parte, los gastos operativos fluctuarán en función del comportamiento de las ventas, siguiendo una tendencia acorde al historial de la compañía. En cuanto a los gastos financieros, estos estarán determinados por la colocación y amortización de créditos bancarios con entidades financieras y el Mercado de Valores, conforme a las necesidades de fondeo estimadas, así como por otros costos financieros asociados.

Se proyecta un EBITDA creciente para periodos futuros por una mayor utilidad operativa y mayores gastos por depreciación y amortización. La cobertura de EBITDA sobre gastos financieros se mantiene por sobre 1,70 veces para los años proyectados, denotando una sólida posición de solvencia de la compañía; así también los años de pago con EBITDA se proyectan decrecientes.

Se proyecta un aumento en el nivel de activos entre 2025 y 2027, principalmente impulsado por mayores saldos en cuentas por cobrar comerciales e inventarios. Se estima que la cartera de clientes se mantendrá en un promedio de 34 días durante los próximos años, mientras que los inventarios se proyectan en un nivel equivalente a 61 días a lo largo de la vigencia de la emisión. Las inversiones previstas son de menor magnitud y corresponden principalmente a mantenimiento, aunque podrían variar en función de los lineamientos estratégicos que adopte la compañía. Cabe señalar que las premisas utilizadas en estos rubros se consideran conservadoras frente al comportamiento histórico y a las condiciones actuales del negocio.

En línea con la estrategia de la empresa para el futuro próximo, se estiman crecimientos en inventarios y cuentas por cobrar para 2025, al igual que crecimiento de proveedores lo que produciría flujos operacionales negativos, sin embargo, sería necesario un aumento en el financiamiento, para cubrir las inversiones. Por otra parte, la estabilización de las cuentas mencionadas y la generación de utilidades producirían la generación de flujos operativos positivos en los años subsiguientes lo que permitiría una disminución paulatina de los niveles de deuda con costo, un decrecimiento del apalancamiento y ROE promedio de 10%.

Los Estados Financieros proyectados indican que la compañía estaría en capacidad de generar flujos de efectivo positivos provenientes de las actividades operativas a partir de 2026. Estos recursos permitirían financiar las inversiones planificadas y reducir la deuda con costo en los periodos siguientes.

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

El Informe de Calificación de Riesgos de la Tercera Emisión de Obligaciones de NATLUK S.A. ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.
Presidente Ejecutivo

ANEXOS

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES USD)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	AGOSTO 2024	AGOSTO 2025
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
ACTIVO	19.629	14.383	15.237	18.692	19.262	19.959	14.954	19.432
Activo corriente	14.962	9.126	9.629	12.441	12.894	13.718	9.816	12.828
Efectivo y equivalentes al efectivo	638	871	634	415	334	609	389	753
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	5.293	2.566	2.635	3.676	3.860	4.053	2.992	3.696
Documentos y cuentas por cobrar clientes relacionados CP	203	159	222	227	231	236	-	547
Anticipos a proveedores	3.689	316	367	374	381	389	645	394
Inventarios	3.097	3.792	4.284	6.200	6.510	6.835	5.075	5.944
Activos por impuestos corrientes	1.044	774	712	769	784	800	594	887
Otros activos corrientes	998	648	775	779	794	796	122	608
Activo no corriente	4.667	5.257	5.608	6.251	6.367	6.241	5.137	6.604
Propiedades, planta y equipo	3.538	4.386	4.743	4.980	5.379	5.540	4.714	4.841
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	(739)	(970)	(1.290)	(1.617)	(1.951)	(2.291)	(1.177)	(1.531)
Terrenos	215	311	311	311	311	311	311	311
Otros activos no corrientes	1.652	1.530	1.844	2.577	2.629	2.681	1.290	2.983
PASIVO	17.324	11.560	12.368	15.585	15.823	16.028	12.052	15.946
Pasivo corriente	14.487	7.695	8.001	9.589	9.280	8.031	7.110	9.766
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	6.405	2.656	2.548	2.846	2.988	3.138	3.004	1.433
Obligaciones con entidades financieras CP	1.749	2.099	1.846	1.884	3.184	3.283	465	3.092
Obligaciones emitidas CP	2.747	1.757	2.210	3.291	1.519	-	1.950	3.436
Anticipo de clientes CP	3.039	392	855	1.026	1.046	1.067	1.169	1.272
Provisiones por beneficios a empleados CP	276	355	328	328	328	328	389	151
Otros pasivos corrientes	271	437	214	214	214	214	133	381
Pasivo no corriente	2.837	3.864	4.366	5.995	6.543	7.997	4.942	6.181
Obligaciones con entidades financieras LP	623	754	968	2.284	2.750	4.133	1.795	982
Obligaciones emitidas LP	375	188	253	-	-	-	-	457
Cuentas y documentos por pagar relacionadas LP	129	283	363	382	389	389	3.089	398
Provisiones por beneficios a empleados LP	75	71	86	94	104	109	-	95
Cuentas y documentos por pagar accionistas LP	1.635	2.568	2.696	3.235	3.300	3.366	-	4.248
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	58	-
PATRIMONIO NETO	2.305	2.823	2.870	3.107	3.439	3.931	2.902	3.486
Capital suscrito o asignado	800	800	800	800	800	800	800	800
Reserva legal	92	109	124	132	156	189	124	132
Reserva facultativa y estatutaria	-	-	-	-	-	-	-	-
Ganancias o pérdidas acumuladas	812	562	676	745	959	1.258	676	745
Ganancia o pérdida neta del periodo	171	158	79	238	332	492	108	616
Otras cuentas patrimoniales	430	1.194	1.190	1.192	1.192	1.192	1.194	1.192

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	AGOSTO 2024	AGOSTO 2025
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias	121.931	31.170	27.804	38.925	40.871	42.915	16.568	26.806
Costo de ventas y producción	120.344	28.594	25.918	36.590	38.419	40.340	15.051	24.628
Margen bruto	1.587	2.577	1.886	2.336	2.452	2.575	1.517	2.177
(-) Gastos de administración	(966)	(2.023)	(1.254)	(1.292)	(1.344)	(1.397)	(959)	(1.015)
Utilidad operativa	621	554	632	1.044	1.109	1.178	557	1.162
(-) Gastos financieros	(577)	(758)	(646)	(795)	(720)	(577)	(401)	(621)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	226	470	197	125	131	172	(49)	75
Utilidad antes de participación e impuestos	270	265	183	373	520	772	108	616
(-) Participación trabajadores	(41)	(40)	(27)	(56)	(78)	(116)	-	-
Utilidad antes de impuestos	230	226	155	317	442	656	108	616
(-) Gasto por impuesto a la renta	(59)	(68)	(76)	(79)	(111)	(164)	-	-
Utilidad neta	171	158	79	238	332	492	108	616
EBITDA	856	824	956	1.374	1.446	1.521	768	1.391

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO (MILES USD)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	AGOSTO 2024	AGOSTO 2025
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Flujo Actividades de Operación	(1.614)	2	(563)	(2.722)	251	407	(359)	(1.003)
Flujo Actividades de Inversión	(133)	(160)	(359)	(237)	(398)	(161)	(353)	(1.586)
Flujo Actividades de Financiamiento	1.536	391	685	2.740	66	30	230	2.708
Saldo Inicial de Efectivo	848	638	871	634	415	334	871	634
Flujo del período	(211)	234	(237)	(219)	(82)	276	(483)	119
Saldo Final de efectivo	638	871	634	415	334	609	389	753

ÍNDICES	2022	2023	2024	2025	2026	2027	AGOSTO 2024	AGOSTO 2025
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
MÁRGENES								
Costo de Ventas / Ventas	99%	92%	93%	94%	94%	94%	91%	92%
Margen Bruto/Ventas	1%	8%	7%	6%	6%	6%	9%	8%
Utilidad Operativa / Ventas	1%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	4%
LIQUIDEZ								
Capital de trabajo (miles USD)	475	1.431	1.628	2.851	3.614	5.688	2.706	3.062
Prueba ácida	0,82	0,69	0,67	0,65	0,69	0,86	0,67	0,70
Índice de liquidez	1,03	1,19	1,20	1,30	1,39	1,71	1,38	1,31
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(1.614)	2	(563)	(2.722)	251	407	(359)	(1.003)
SOLVENCIA								
Pasivo total / Activo total	88%	80%	81%	83%	82%	80%	81%	82%
Pasivo corriente / Pasivo total	84%	67%	65%	62%	59%	50%	59%	61%
EBITDA / Gastos financieros	1,48	1,09	1,48	1,73	2,01	2,64	1,92	2,24
Años de pago con EBITDA (APE)	5,67	4,77	4,86	5,12	4,92	4,47	3,32	3,22
Años de pago con FLE (APF)	-	1.802,11	-	-	28,39	16,70	-	-
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	4.108	4.382	3.865	4.433	5.559	4.669	4.508	3.222
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,21	0,19	0,25	0,31	0,26	0,33	0,17	0,43
Capital social / Patrimonio	35%	28%	28%	26%	23%	20%	28%	23%
Apalancamiento (Pasivo total / Patrimonio)	7,52	4,09	4,31	5,02	4,60	4,08	4,15	4,57
ENDEUDAMIENTO								
Deuda financiera / Pasivo total	32%	42%	43%	48%	47%	46%	35%	50%
Deuda largo plazo / Activo total	5%	7%	8%	12%	14%	21%	12%	7%
Deuda neta (miles USD)	4.856	3.927	4.640	7.042	7.117	6.805	3.820	6.712
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	1.986	3.702	4.370	7.030	7.382	7.751	5.062	8.207
RENTABILIDAD								
ROA	1%	1%	1%	1%	2%	2%	1%	5%
ROE	7%	6%	3%	8%	10%	13%	6%	27%
EFICIENCIA								
Ingresos operacionales/Gastos operacionales	126	15	22	30	30	31	17	26
Días de inventario	9	48	60	61	61	61	81	58
CxC relacionadas / Activo total	1,04%	1,11%	1,46%	1,21%	1,20%	1,18%	0,00%	2,81%
Días de cartera CP	16	30	34	34	34	34	43	33
Días de pago CP	19	33	35	28	28	28	48	14

DEUDA NETA (MILES USD)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	AGOSTO 2024	AGOSTO 2025
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Obligaciones con entidades financieras CP	1.749	2.099	1.846	1.884	3.184	3.283	465	3.092
Obligaciones emitidas CP	2.747	1.757	2.210	3.291	1.519	-	1.950	3.436
Obligaciones con entidades financieras LP	623	754	968	2.284	2.750	4.133	1.795	982
Obligaciones emitidas LP	375	188	253	-	-	-	-	457
Préstamos con terceros LP	-	-	-	-	-	-	-	-
Subtotal deuda	5.494	4.798	5.277	7.459	7.453	7.417	4.209	7.967
Efectivo y equivalentes al efectivo	638	871	634	415	334	609	389	753
Activos financieros disponibles para la venta	-	-	-	-	-	-	-	-
Inversiones temporales CP	-	-	2	2	2	2	-	502
Deuda neta	4.856	3.927	4.640	7.042	7.117	6.805	3.820	6.712
NECESIDAD OPERATIVA DE FONDOS (MILES USD)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	AGOSTO 2024	AGOSTO 2025
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Inventarios	3.097	3.792	4.284	6.200	6.510	6.835	5.075	5.944
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	5.293	2.566	2.635	3.676	3.860	4.053	2.992	3.696
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	6.405	2.656	2.548	2.846	2.988	3.138	3.004	1.433
NOF	1.986	3.702	4.370	7.030	7.382	7.751	5.062	8.207
SERVICIO DE LA DEUDA (MILES USD)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	AGOSTO 2024	AGOSTO 2025
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Obligaciones con entidades financieras CP	328	1.749	2.099	1.846	1.884	3.184	1.749	2.099
Obligaciones emitidas CP	3.840	2.747	1.757	2.210	3.291	1.519	2.747	1.757
Préstamos con terceros CP	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Gastos financieros	577	758	646	795	720	577	401	621
Efectivo y equivalentes al efectivo	638	871	637	418	336	611	389	1.256
SERVICIO DE LA DEUDA	4.108	4.382	3.865	4.433	5.559	4.669	4.508	3.222

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

EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en mayo 2020

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

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

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