INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

NATLUK S.A

PRIMER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL

Fecha de comité	Calificación Asignada	Período de evaluación	Calificación Anterior	Analista Responsable
26 de enero de 2022	AAA-	Al 30 de Noviembre 2021	AA	Econ. Emily Salazar S. esalazar@summaratings.com

Categoría AAA: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen 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 pertenecen y en la economía en general.

Tendencia de la Categoría: Menos (-)

El presente Informe de Calificación de Riesgos correspondiente al Primer Programa de Papel Comercial de la compañía NATLUK S.A., es una opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus Valores de Oferta Pública por un monto de hasta USD 2.000.000,00 para el Primer Programa de Papel Comercial; luego de evaluar la información entregada por el emisor y la obtenida de los estados financieros auditados.

Se asigna la calificación de riesgo "**AAA**" con tendencia **menos "-"** para el Primer Programa de Papel Comercial en sesión del comité de calificación.

Las calificaciones de riesgo emitidas por SUMMARATINGS representan la opinión profesional y no implican recomendaciones para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Las calificaciones de SUMMARATINGS se basan en la información actual proporcionada por el Emisor y/o Cliente. SUMMARATINGS no audita la información recibida. SUMMARATINGS no garantiza la integridad y exactitud de la información proporcionada por el Emisor y/o Cliente en el que se basa la calificación por lo que no se hace responsable de los errores u omisiones o por los resultados obtenidos por el uso de dicha información.

La calificación de valores emitidos deberá revisarse semestralmente, mientras los valores no se hayan redimido. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en periodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

Mencionamos que CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. no es un asesor legal, fiscal o financiero, las calificaciones emitidas son opiniones de ésta y no constituyen una recomendación de inversión, comprar, vender o mantener los valores por parte de los inversionistas, obligacionistas o tenedores de valores en general, además no puede considerarse como una auditoría, solo proporciona una opinión de riesgos de los valores calificados. CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. no se hace responsable de la veracidad de la información brindada por el EMISOR.

A fin de precautelar la propiedad intelectual de la CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. queda expresamente limitada la divulgación pública del contenido de este documento y de los informes o documentos que han derivado de la suscripción de un contrato previo, la divulgación de la documentación e información corresponderá única y exclusivamente entre las partes, es decir, entre LA FIRMA CALIFICADORA y el EMISOR, además de ser incorporada en las plataformas o páginas web que ameriten para el desarrollo del objeto del contrato, en cumplimiento a lo dispuesto por los organismos de control y la normativa vigente de Mercado de Valores, por ningún motivo se podrán realizar copia, duplicado, fotocopias, o reproducción de la información o documentación objeto de la presente prestación de servicios sin previa autorización por escrito de la CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A., incluso cuando la información sea requerida por terceros relacionados al emisor se necesitará la previa autorización caso contrario no podrá ser considerado como un documento emitido por la Firma Calificadora, pudiendo ejercer las acciones legales que de esta deriven.

RACIONALIDAD

Riesgo del Entorno Económico:

- Las perspectivas de crecimiento económico para el Ecuador son de 2,8% en el 2021 acorde a estimaciones del BCE siendo de las tasas de crecimiento esperadas más bajas en la región.
- El Banco Mundial definió como limitantes para un mayor crecimiento de la economía ecuatoriana en el corto plazo 5 factores: restricciones al comercio y la inversión, rigidez en el mercado laboral, debilidades en el marco de competencia del país, sector financiero superficial y sobrerregulado, así como procedimientos complejos para los negocios.
- Posterior a los 100 primeros días de posesionado el nuevo gobierno la polarización social sigue latente en el país. Si bien es cierto se llevó a cabo de manera exitosa el plan de vacunación mitigando de esta manera riesgos asociados a la emergencia sanitaria, la negativa continua de la Asamblea Nacional a los proyectos presentados por el ejecutivo imposibilita un accionar ágil del mismo. A noviembre de 2021 se evidencia baja gobernabilidad.
- La capacidad del Ecuador de generar y acumular activos externos netos se ha visto deteriorada por la coyuntura y las necesidades de liquidez crecientes. Se evidencia problemas estructurales en las finanzas públicas.
- Las calificaciones de riesgo soberano para el país se han mantenido estables en el último semestre. El país no presenta desembolsos significativos para el pago de la deuda en el corto plazo. El Gobierno ha manifestado que no existe necesidad de plantear una renegociación de la deuda.

Riesgo Sectorial:

- Las perspectivas de crecimiento económico para el Ecuador son de 2,8% en el 2021 acorde a estimaciones del BCE siendo de las tasas de crecimiento esperadas más bajas en la región.
- En noviembre 2021 entró en vigencia la Ley Orgánica de Desarrollo Económico y Sostenibilidad fiscal, misma que busca recaudar USD 1.900 millones en los dos primeros años. En lo que respecta a la proforma presupuestaria 2022 existe incertidumbre de su entrada en vigencia.
- El Banco Mundial definió como limitantes para un mayor crecimiento de la economía ecuatoriana en el corto plazo 5 factores: restricciones al comercio y la inversión, rigidez en el mercado laboral, debilidades en el marco de competencia del país, sector financiero superficial y sobrerregulado, así como procedimientos complejos para los negocios.
- Las reservas internacionales del Ecuador muestran una tendencia creciente en los últimos meses y se ubicaron a diciembre 2021 en USD 7.898 millones.
- Se evidencia problemas estructurales en las finanzas públicas a diciembre de 2021.
- Las calificaciones de riesgo soberano para el país se han mantenido estables en el último semestre. El país no presenta desembolsos significativos para el pago de la deuda en el corto plazo. El Gobierno ha manifestado que no existe necesidad de plantear una renegociación de la deuda.
- La deuda pública agrega se ubicó en USD 61.553 millones a septiembre de 2021 y representó el 58,4% del PIB.

Riesgo de la Posición del Emisor y Garante:

- La ventaja competitiva es que ofrece un portafolio completo de camarones, productos que van desde el tamaño más grande al más pequeño en camarones silvestres y de granja; además de mejora continua en sus procesos y acercamiento constante con clientes.
- Se diferencia por el cumplimiento de los compromisos con los clientes, la respuesta oportuna a sus requerimientos y el know how del proceso de camarón del mar, mejora continua en procesos.

Cont.

Riesgo de la Posición del Emisor y Garante:

- Las operaciones de NATLUK S.A. mantienen el compromiso de aplicar el plan HACCP, SSOP y BPM asegurando la calidad e inocuidad del producto terminado y sistematizando los procedimientos con bases técnicas aceptadas internacionalmente.
- Cuenta con certificación BRC el cual es un esquema diseñado para armonizar los estándares de seguridad alimentaria en toda la cadena de suministros, que les permite comunicar a sus clientes que sus productos son seguros, legales y de alta calidad.
- El poder de negociación con proveedores es intermedio y se evidencia flexibilidad por parte de los provisores.
- Se destaca que a noviembre de 2021 el emisor se encuentra en la posición 24 de exportadores de camarón a nivel nacional. A finales de 2020 se posicionó en la posición 35.
- Las ventas del periodo enero a noviembre 2021 totalizaron USD 49,18 millones, con una tendencia creciente (237,15% con respecto a enero a noviembre 2020), una de las principales razones fue el crecimiento de ventas del camarón de acuacultura por la creación de nuevas líneas de producción y búsqueda de nuevos segmentos de clientes.
- La principal línea de negocio es la venta de camarón de piscina (57,13% del total de ventas) la cual evidencia una tendencia creciente en ventas mayor a 100% comparando con noviembre de 2020.
- La cuenta de EBITDA en noviembre de 2021 totalizó USD 1,84 millones con una tendencia creciente, dado principalmente por el incremento de ventas y, el decrecimiento de los gastos operativos. El margen bruto fue de 5,05% (nov-2021) e inferior a noviembre de 2020 (5,59%), ocasionado por aumento del costo de ventas.
- El ROE a noviembre de 2021 fue de 32,45% frente a 6,87% en el periodo anterior, dado el crecimiento de utilidad neta. De sus componentes, existe incremento en el margen neto y rotación de activos. La misma tendencia presenta el ROA de 1,64% en noviembre de 2020 a 4,20% para noviembre de 2021.

Riesgo Estructura Administrativa y Gerencial:

- Los principales directivos y colaboradores cuentan con experiencia y una larga trayectoria en la empresa y el sector.
- La empresa no registra obligaciones patronales en mora, ha cumplido con sus obligaciones tributarias hasta noviembre 2021 y no registra deudas en firme.
- Los miembros del Directorio de NATLUK está involucrados en la administración. La empresa realiza reuniones gerenciales mensuales donde se revisan los avances de proyectos y estrategias.
- Un aspecto de mejora es la implementación de Políticas de Buen Gobierno Corporativo, sin embargo, cuenta con definición formal de las funciones de cada miembro
- Es de mencionar que NATLUK emite acciones en el Mercado de Valores desde 2017.
- NATLUK como parte de su planificación estratégica para el periodo 2020-2022, ha identificado 4 ejes principales (financiero, clientes, operaciones y capital organizativo) sobre los cuales están definidas sus metas específicas. Durante el año 2020, la empresa ingresó al mercado de exportadores de camarón de piscina mediante alianzas estratégicas tanto de productores proveedores de materia prima.
- El cumplimiento del Plan Estratégico 2020-2022 para noviembre 2021 fue de 86%, el objetivo con menor cumplimiento a la fecha está relacionado a tener el 100% de los procesos y cargos mapeados y con objetivos medidos que, a la fecha de corte se encuentra al 50%
- Para 2021, los objetivos planteados giran en torno a: diversificación de productos, posicionamientos y búsqueda clientes de retail, eficiencia en costos y procesos. Los cuales se cumplieron al 100% a la fecha de corte.

Riesgo de la Estructura Financiera:

- Los activos de NATLUK S.A. han presentado un comportamiento creciente de noviembre 2020 a noviembre 2021, impulsado por el crecimiento de la cuenta clientes conformada por las cuentas por cobrar las cuales son 100% por vencer. El rubro se ubica por debajo del nivel de activos promedio de las empresas comparables del subsector. Al 30 de noviembre de 2021, totalizan USD 21,30 millones.
- Los pasivos totales, al 30 de noviembre de 2021, se ubican en USD 18,54 millones, y evidencian un comportamiento creciente con respecto a noviembre de 2020, impulsado por el crecimiento de proveedores (pasivo sin costo del corto plazo) y debido a la emisión del segundo programa de papel comercial (pasivo con costo de largo plazo).
- El patrimonio se constituye de un capital social, a noviembre de 2021, de USD 800 mil con un apartado para futuras capitalizaciones de USD 400 mil.
- Los ingresos, al 30 de noviembre de 2021, se ubicaron en USD 49,18 millones, experimentando un crecimiento de 187,40% con respecto al 30 de noviembre de 2020.
- Para noviembre 2021, el indicador EBITDA/Gasto Financiero fue de 1,94 veces superior al de noviembre de 2020 (1,65 veces), lo cual evidencia una mejora del indicador.
- Para noviembre 2021, el ratio Deuda/EBITDA fue de 2,68 veces frente al resultado del periodo anterior, donde el EBITDA era 12,97 veces, es de mencionar que la deuda de corto plazo a noviembre de 2021 creció por la emisión de su segundo papel comercial
- Necesidades Operativas de Fondos de 2020 fueron USD -1,78 millones dado por el incremento de los pasivos espontáneos. A noviembre de 2021 las NOF ascendieron a USD 28 mil. El Fondo de Maniobra para 2020 ascendió a USD -141 mil y para noviembre de 2021 este ascendió a USD 4,32 millones.
- El indicador FM/NOF para noviembre de 2021 fue 155,78 veces mientras que para noviembre de 2020 el ratio era 3,97 veces. El capital de trabajo a noviembre de 2021 fue de USD 3,08 millones, el promedio manejado por la empresa es de USD -466 mil, este resultado se daba por el propio giro del negocio de la empresa.
- A noviembre de 2021, el nivel de apalancamiento (Activo/Patrimonio) es de 7,72 veces, inferior al periodo anterior (5,51 veces)
- La empresa contaría con capacidad para redimir el pasivo con costo. En el escenario estándar el flujo de caja libre proyectado para 2022 totaliza USD 990 mil. Para el escenario Pesimista I se observa que podría tener capacidad de pago, con un Flujo de caja que asciende a USD 628 mil y, en el escenario pesimista II el flujo es USD 485 mil con una posible capacidad para hacer frente a sus obligaciones con costo.

Riesgo de Posicionamiento del Valor en el Mercado:

- El indicador de liquidez hasta diciembre de 2020 fue 0,74 veces, inferior al periodo anterior 0,79 veces, dado por el crecimiento de pasivos corrientes (deuda corto plazo: emisión papel comercial). A noviembre de 2021 este indicador es superior con 1,22 debido al crecimiento de la cuenta clientes.
- El Endeudamiento Patrimonial para noviembre de 2021 fue 6,72 veces, superior al indicador presentado en noviembre 2020 (4,34 veces) y diciembre 2020 (4,51 veces) presentando una ligera tendencia creciente.
- NATLUK S.A. cumple con la Garantía General y Resguardos de Ley establecidos por la Normativa. La relación de Obligaciones en circulación sobre Activos Libres de Gravamen representó el 29,03% e inferior al 80% establecido.
- Mantienen una relación de activos reales sobre pasivos de 1,15 veces y, una relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación de 3,45 veces en noviembre 2021.
- El límite de endeudamiento referente a los pasivos con Instituciones financieras sobre activos totales es de 0,50 veces y en noviembre de 2021 este indicador es de 0,23 veces conforme lo establecido.

DESCRIPCIÓN DE EMISOR

NATLUK S.A. empresa procesadora y exportadora de mariscos ubicada en el cantón General Villamil Playas con operaciones desde septiembre de 2010, cuenta con instalaciones adecuadas técnicamente para procesar productos de la pesca artesanal (camarón) y tiene el compromiso de utilizar materia prima certificada (pesca fresca) para obtener un producto de excelente calidad, aplicar el plan HACCP (Análisis de los riesgos de puntos críticos de control) en conjunto con SSOP (Sistemas de Seguridad Ocupacional) y las BPM (Buenas prácticas de manufactura) para asegurar la calidad e inocuidad del producto terminado y cuidar el medio ambiente.

NATLUK S.A. es una empacadora del Ecuador que ofrece de manera sostenible todas las especies de camarón disponibles en el país. Con un portafolio completo y flexible acorde a las necesidades de los diferentes mercados de los clientes y sus consumidores. Entre su amplio portafolio de productos ofrece a los mercados internacionales, variedades de camarón, langostino y pescado de alta calidad; adicionalmente cuenta con 2 marcas propias, Playas Gold y NATLUK. NATLUK S.A. mantiene instalaciones acordes a las exigencias de los mercados y aprobadas bajo el ente regulador máximo de empacadoras "Instituto Nacional de Pesca" y cumple de manera periódica inspecciones y requerimientos de sus clientes.

Respecto al periodo de enero 2020 a diciembre 2020, las ventas de la empresa ascendieron a USD 20,56 millones y utilidad operativa de USD 274 mil; para noviembre de 2021 las ventas acumuladas a los 11 meses del año totalizaron USD 49,18 Millones. Cuenta con 255 colaboradores distribuidos entre el equipo gerencial y áreas operativas.

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Tabla 1. Descripción del Primero Programa de Papel Comercial

NATLUK S.A	
Primer Programa de Papel Comercial	
Monto Aprobado de la Emisión	Hasta USD 2.000.000,00
Resolución de Aprobación	SCVS-INMV-DNAR-2020-00002970
Junta de Accionistas	10/2/2020
Títulos de las Obligaciones	Desmaterializados a través del Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.
Plazo de los valores	359 días
Plazo del Programa	720 días
Rescates Anticipados	No contempla rescates anticipados
Contrato Underwriting	No contempla contrato de underwriting
Tipo de Oferta	Pública
Sistema de Colocación	Bursátil
Tasa de Interés	0% (cero cupón)
Agente Colocador y Estructurador	Real Casa de Valores S.A.
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.
Tipo de Garantía	Garantía General
Amortización de Capital	Al vencimiento de cada valor
Destino de los Recursos	Los recursos obtenidos de la emisión de papel comercial serán destinados, en un 100% a capital de trabajo, consistente en compra de materia prima para la producción.
Representante de Obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados
Emisiones en circulación	Primera Emisión de Obligaciones; USD 2.000.000; Vencimiento: 2022 Segunda Emisión de Obligaciones; USD 2.000.000; Vencimiento: 2023
Límite de Endeudamiento	Mantener una relación pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50 en todo momento mientras esté vigente la emisión.

Fuente: NATLUK S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

De acuerdo con la normativa vigente[1], los valores emitidos contarán con una Garantía General otorgada por NATLUK S.A.

[1] Art. 162 del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN

El instrumento está respaldado con garantía general por parte de NATLUK S.A. La relación porcentual del ochenta por ciento (80%) establecida deberá mantenerse hasta la total redención de todos los valores en circulación.

El 80% del total de Activos menos las deducciones de la normativa fueron de USD 11,95 millones (cupo de la emisión); evidenciando un nivel de cobertura de 2,17 veces sobre el saldo de capital de las obligaciones en circulación mientras que el indicador Activos libres de gravamen sobre el saldo en circulación es de 3,45 veces, cumpliento con lo estipulado en la normativa vigente. Adicionalmente, la empresa tiene un límite de endeudamiento comprendida entre la relación pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50 en todo momento mientras esté vigente la emisión, el cual a noviembre de 2021 se cumple.

Procesos Legales Activos

De acuerdo con la página del Servicios de Rentas Internas, NATLUK S.A. hasta noviembre de 2021, no registra deudas firmes, por concepto de deudas impugnadas, ni facilidades de pago. Por otra parte, en el portal del Consejo de la Judicatura, no registra procesos como figura de actor y en uno figura como demandado que a noviembre de 2021 se encuentra en fase de apelación. De acuerdo con el Informe Legal, la empresa no tiene juicios ni demandas.

RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO

Equilibrio Político e Institucional

En el año 2021, el país presentó en el primer trimestre una ligera recuperación de la actividad económica posterior a los efectos negativos derivados de la emergencia sanitaria. A partir del mes de abril, el Gobierno del Presidente Lasso efectuó un plan de vacunación masiva que permitió mitigar de forma significativa la severidad de la pandemia y consecuentemente lograr una mayor reactivación económica. Las nuevas variantes del virus Covid-19 siguen presentando una amenaza para la estabilidad social y económica del país en el corto plazo.

Frente a la crisis aguda y los problemas estructurales en las finanzas públicas el Ejecutivo presentó la Ley Orgánica de Desarrollo Económico y Sostenibilidad fiscal, misma que entró en vigencia en noviembre de 2021 y busca recaudar USD 1.900 millones en los dos primeros años. En lo que respecta a la proforma presupuestaria 2022 existe incertidumbre de su entrada en vigencia ya que la Asamblea Nacional presentó ocho observaciones y el ejecutivo se niega a acogerlas. El país sigue presentando un alto grado de polarización política y baja gobernabilidad.

Acorde al último informe del Índice de Progreso Social[2] (2020), Ecuador ocupó el puesto 53/163 disminución de 1 posición respecto al 2019, ubicándose por encima de países de la región como Brasil, Colombia y Perú. La pandemia afectó significativamente a Latinoamérica, afectaciones que se evidenciarán el IPS 2021. En el Ecuador el deterioro del mercado laboral y consecuentemente el incremento de la tasa de desempleo ha sido uno de los principales factores que influencia en el deterioro de las condiciones de vida. A diciembre de 2020, la tasa de desempleo fue de 5,04% mientras que la tasa de subempleo fue de 22,7% (deterioro respecto a diciembre 2019 en donde dichas tasas fueron de 3,8% y 17,8% respectivamente).

Al mes de diciembre de 2021 el desempleo nacional continúa una tendencia decreciente, significando el 4,1% de la Población Económicamente Activa. Las expectativas de mejora de las condiciones de vida de la población no son favorables en el corto plazo considerando los problemas institucionales

[2] Índice de condiciones de vida el cual mide el desempeño de los países en aspectos sociales y ambientales. Permite una evaluación no solo del desempeño absoluto del país, sino también del desempeño relativo en comparación con los pares económicos de un país. El índice considera factores como nutrición y salud, cobertura de servicios, seguridad, acceso a conocimiento, medioambiente, libertad, inclusión y derechos humanos.

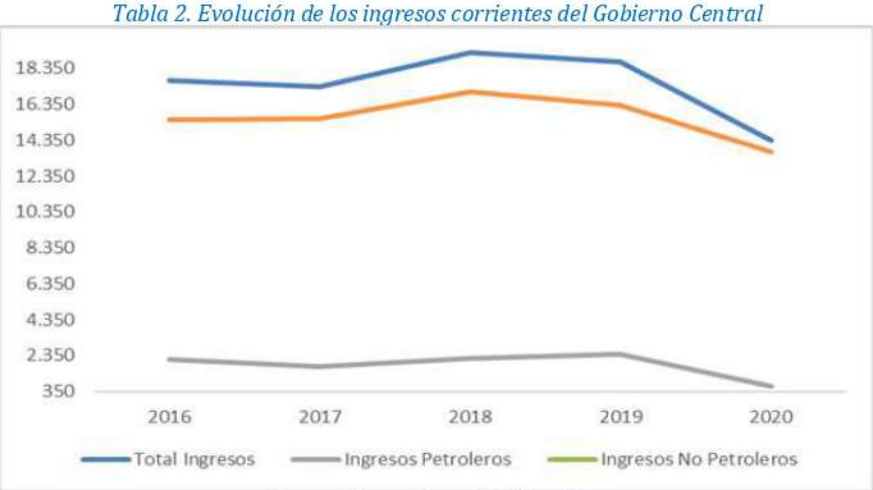
y las complicaciones para reactivar la economía en el corto plazo. No obstante, existen altas expectativas de una recuperación por los efectos intrínsecos de las dinámicas del ciclo económico (recuperación y expansión de la economía posterior a la recesión).

Acorde al último reporte del Índice de competitividad Global[3] publicado por el Foro económico Mundial, el Ecuador ocupó la posición 93/141 en el Índice de Competitividad Global mejorando 6 posiciones respecto al año 2019. Los fundamentos de mejor posición para Ecuador en el ranking global son infraestructura y apertura de nuevos mercados. El país mejoró su puntaje en el pilar de calificación de la mano de obra. mercado laboral, mercado de productos, emprendimiento y capacidad para innova. El impacto de la pandemia se evidenciará en el Índice de Competitividad Global 2021.

Perspectivas de Crecimiento y Ciclo Económico

La disminución de la actividad comercial y el consumo afectaron a los ingresos del país en el año 2020. En el análisis histórico se evidencia un decrecimiento constante en los ingresos del Estado desde el año 2016 (exceptuando el año 2018 en donde la variación anual de los ingresos fue de 11,07%) hasta el 2020. En el último periodo fiscal los ingresos del estado decrecieron en -23,38%. En el análisis diferenciado por ingresos petroleros y no petroleros se observa al cierre del 2020 un decrecimiento de -74,44% y -15,70% respectivamente. En el corto plazo, las expectativas de recuperación de los ingresos están ligadas principalmente al grado de actividad comercial y productiva de los distintos sectores estratégicos; así como de la expansión de la demanda agregada. El posible alargamiento de la emergencia sanitaria conllevaría a una prolongación de la tendencia de los ingresos evidenciada hasta el momento.

Tabla 2. Evolución de los ingresos corrientes del Gobierno Central



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

El Producto Interno Bruto experimentó las mayores tasas trimestrales históricas de decrecimiento económico en el 2020. Hasta el tercer trimestre del 2019 el PIB mostraba una tendencia creciente en la tasa de variación trimestral, aunque con una desaceleración constante. En el cuarto trimestre de 2019 y primer trimestre de 2020 empezó un decrecimiento de la economía como consecuencia de la contracción del consumo, exportaciones y la formación bruta de capital fijo. La emergencia sanitaria que golpeó al país empezó en el mes de marzo 2020, de la cual se derivaron una serie de factores que agravaron los problemas macroeconómicos existentes, dando como resultado una tasa de decrecimiento del PIB en el segundo trimestre 2020 del -10,9% (variación negativa más significativa en la historia del país desde que existe registro). Posterior a la fuerte contracción económica, en el último semestre de 2020 el PIB presentó una tasa de variación positiva (derivada de una reanudación de actividades y a un *"rebound effect"*).

[3] The Global Competitiviness Report: How Countries are Performing on The Road to Recovery (Special Edition 2020).

La economía inicia una fase de recuperación, no obstante, su tasa de crecimiento depende de factores exógenos ajenos al natural desenvolvimiento de esta. En el año 2020 la economía ecuatoriana decreció en 7,8%. Para el 2021, el Banco Central del Ecuador estimó un crecimiento del 2,8%, mientras que el Fondo Monetario Internacional estima una tasa del 2,5% y el Banco Mundial 3,4%. En los tres primeros semestres del 2021 el Producto Interno Bruto presentó tasas de variación positivas. El Presidente de la República mencionó que para el año 2022 se estima un crecimiento del 3,2% respecto al 2021 preliminarmente.

Equilibrio Externo y Balanza de Pagos

La capacidad del Ecuador de generar y acumular activos externos netos se ha visto deteriorada por la coyuntura y las necesidades de liquidez crecientes frente a los problemas estructurales en las finanzas públicas evidenciados (incremento de la deuda pública/PIB). Las reservas internacionales del país mostraron una tendencia creciente en el año 2021. A diciembre de 2021 las reservas internacionales fueron de USD 7.898 millones y se observa un incremento de las reservas de manera constante en los últimos meses. En lo que respecta a otros indicadores monetarios externos, la inversión extranjera directa mostró una tendencia creciente en el tercer y cuarto trimestre de 2021. Por su parte las remesas de igual manera presentaron una tendencia creciente y representaron el 3,94% del PIB en promedio históricamente.

El sector exportador ha mostrado estabilidad y no presentó tasas de decrecimiento significativas a pesar de la emergencia sanitaria configurándose como una fortaleza para impulsar el crecimiento de la economía ecuatoriana. Los principales productos exportables siguen siendo el camarón, cacao, banano, enlatados de pescado, productos mineros y flores; sin embargo, cada vez se diversifica más los productos nacionales que tienen presencia en los mercados internacionales. A noviembre de 2021, el total de importaciones fue de USD 21.518 millones (variación interanual del 41,3%); mientras que las exportaciones en el mismo periodo fueron de USD 24.167 millones (variación interanual del 31,3%). El principal socio comercial del país continúa siendo Estados Unidos con exportaciones a noviembre 2021 por USD 5.909 millones. El país ha mantenido políticas de apertura de nuevas rutas comerciales. Las expectativas del alza del precio de barril de petróleo configuran un escenario favorable para el Ecuador, no obstante es importante recalcar que a diciembre de 2021 el precio del barril de petróleo West Texas Intermediate decreció.

Tabla 3. Precio del Barril de Petróleo WTI

Fecha	Precio petróleo WTI ($)
Diciembre 2021	71,71
Noviembre 2021	79,11
Octubre 2021	81,48
Septiembre 2021	71,65
Agosto 2021	67,73
Julio 2021	72,49

Fuente: The Economic Times
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Los bienes de capital y consumo concentran el porcentaje mayoritario de importaciones del país, seguidos de materias primas y combustibles. El incremento de las importaciones se da principalmente por las importaciones no petroleras. La balanza comercial refleja un saldo positivo a diciembre 2021 (USD 2.649 millones). Las expectativas de mejorar la balanza comercial son positivas para el país. Se espera que el Gobierno siga promoviendo e incentivando el comercio internacional en contexto de las declaraciones efectuadas por el presidente.

Equilibrio Fiscal y Endeudamiento Público

Existe una tendencia creciente en el endeudamiento público del país a pesar de encontrarse al borde de los márgenes permitidos por La Ley y sobrepasando la sostenibilidad financiera técnica esperada. El incremento constante del endeudamiento público con respecto al PIB confirma la existencia de

problemas estructurales en las finanzas públicas. Las calificaciones de riesgo soberano para el país se han mantenido estables en el último semestre. Posterior a una renegociación exitosa de la deuda externa en agosto de 2020, el país mejoró su calificación de riesgos, mismas que lo ubicaban a ecuador antes del acuerdo en mención en posición de default. El país no presenta desembolsos significativos para el pago de la deuda en el corto plazo. El Gobierno ha manifestado que no existe necesidad de plantear una renegociación de la deuda. Se espera que, en el corto plazo, coyunturalmente a la recuperación económica del país y la reducción de las tasas de interés a nivel mundial se mejore la calidad de la deuda soberana.

Tabla 4. Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador

	Cambios en la Calificación de Riesgo Soberana de Ecuador		
Fecha de la calificación	S&P	FITCH	MOODY'S
03/04/2020			La calificación de riesgos baja de Caa1 a Caa3
01/09/2020	La calificación de los bonos soberanos mejora de SD/SD a B-/B		
03/09/2020		Se mejora la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de RD a B-	

Fuente: S&P Global Ratings, Fitch Ratings, Moody's
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

La deuda pública agregada muestra una tendencia creciente en su comportamiento histórico. A septiembre de 2021, esta asciende a USD 61.533 millones. La deuda externa concentra el 71,59% del total de la deuda, y en términos generales ha mantenido su estructura en el tiempo. En el mes de septiembre de 2021 la deuda pública externa se compone principalmente por: 42,87% en préstamos externos (a organismos internacionales) y 40,28% en bonos emitidos en mercados internacionales. Por su parte, la deuda pública interna agregada se compone principalmente por: 31,10% en bonos emitidos en el mercado nacional con tenedores públicos, y 15,75% por deudas registradas de presupuestos clausurados. Cabe recalcar que con la finalidad de reducir el endeudamiento el Estado ha planteado políticas de austeridad. Para el presente 2021 el presupuesto aprobado ascendió a USD 31.949 millones, lo cual significó respecto al 2020 una reducción de USD 3.549 millones. Es importante mencionar la última información disponible en la página del Ministerio de Finanzas respecto a la Deuda Pública es de julio 2021. El presupuesto de 2022 se mantiene en incertidumbre de aprobación al mes de enero.

Analizando los indicadores de endeudamiento público, se observa históricamente una tendencia incremental en el ratio deuda pública sobre PIB; no obstante a septiembre se evidencia un decrecimiento trimestral, significando la deuda el 58,4% del PIB. Es importante recalcar que en agosto de 2021 el Ministerio de Economía y Finanzas publicó la nueva metodología de deuda pública. Las modificaciones reformulan la definición de endeudamiento público donde se incluyen componentes adicionales en la deuda interna y en los otros pasivos. La metodología cambia el cálculo del indicador deuda sobre PIB, donde ahora se considera la deuda pública y otras obligaciones del Sector Público No Financiero y Seguridad Social sobre el PIB. Además, los valores se toman en términos consolidados. Acorde a la normativa vigente la deuda no debe superar el 40% del PIB.

.

Equilibrio del Sistema Financiero y Monetario

En el análisis de los principales indicadores monetarios del país, la oferta monetaria (M1) mostró una leve tendencia creciente en el año 2020. A noviembre 2021, la oferta monetaria total del país fue de USD 29.428 millones con un crecimiento mensual del 0,91% (explicado principalmente por el incremento de los depósitos a la vista). En lo que respecta a la liquidez total del sistema (M2) ha mostrado una tendencia creciente constante en los últimos 5 años, en el contexto del crecimiento

constante de las captaciones de otras sociedades de depósito. A noviembre 2021, la liquidez fue de USD 67.919 millones.

Al mes de diciembre de 2021, el informe mensual sobre el Índice de Precios al Consumidor muestra una variación anual de 1,94% respondiendo a la leve recuperación de la demanda posterior a una mayor mitigación de la emergencia sanitaria. A diciembre de 2021, las tasas de interés del sistema financiero internacional han tendido a la baja. Desde abril de 2020 a la fecha actual la Tasa de la FED se ha mantenido en 0,25%, misma que se mantendrá hasta la finalización de la pandemia. En el Ecuador hasta noviembre de 2021 las tasas de interés no han sufrido variaciones significativas a pesar de los efectos exógenos que recaen sobre los distintos ejes económicos del país. En el corto plazo se espera que se mantenga la estabilidad y robustez del sistema financiero en el contexto de la normativa vigente y resultados obtenidos hasta el momento. Al 15 de enero de 2021 el riesgo país se ubicó en 867 puntos. Cabe recalcar que conjuntamente con Argentina, Ecuador viene mostrando los valores elevados en este aspecto en contraste con el promedio de la región.

La pandemia no solo incrementó las necesidades de financiamiento del sector público, sino también del sector privado. Al cierre del 2020, el sistema bancario mostró una tendencia creciente en sus operaciones y otorgó créditos al sector privado por USD 45.649 millones (incremento anual del 2,50%). A diciembre de 2021, los créditos al sector privado continúan con la tendencia creciente cerrando el mes con un monto colocado de USD 51.525 millones. El sistema financiero ecuatoriano sigue mostrando solidez configurándose aquello como una fortaleza dentro del eje macroeconómico al ser un actor fundamental para impulsar el crecimiento.

RIESGO SECTORIAL

Fuerzas competitivas del sector

El sector manufacturero es el más grande de la economía ecuatoriana, participa con alrededor del 13% del PIB. Cuenta con una infraestructura de producción que permite la elaboración de bienes con un mayor nivel agregado y, por ende, cuentan con una ventaja de diferenciación. Sin embargo, el sector se caracteriza por tener mayor presencia en ramas intensivas en recursos naturales y mano de obra que en las ramas intensivas en ingeniería. Dentro de este sector se destaca el procesamiento y la conservación del camarón con un nivel de participación de hasta un 14,8%, dejando atrás a otros sectores como la elaboración de chocolate y cacao.

La compañía en análisis pertenece al sector del procesamiento y la conservación del camarón, NATLUK S.A. es uno de los principales actores en el sector, en el mercado ecuatoriano es el primer empacador exportador de Camarón Pomada y el segundo de Camarón Langostino. De acuerdo con la Cámara Nacional de Acuacultura, los principales destinos de los productos camaroneros ecuatorianos son China, Estados Unidos y Europa, los tres con importantes representaciones en lo que a volumen de ventas se refiere, 54%, 20% y 18% respectivamente. De enero a noviembre de 2021, se han exportado alrededor de 1,669 millones de libras de camarón, lo cual se traduce en USD 4,53 millones y presenta una variación positiva de 34% en dólares respecto al periodo enero-noviembre 2020.

La industria de acuicultura y pesca de camarón en Ecuador mantiene una integración horizontal bastante alta, donde los proveedores de insumos tienen un poder bastante limitado en las etapas de la cadena de valor de las empresas. Además, están expuestos a factores operativos como vedas de camarón pomada y langostino, desde febrero a abril y enero a marzo respectivamente. Por otro lado, el poder de negociación de los consumidores es bajo; debido a que, el sector en mención se caracteriza por tener una alta demanda en mercados internacionales, en consecuencia, el precio de comercialización se fija en mercado externos.

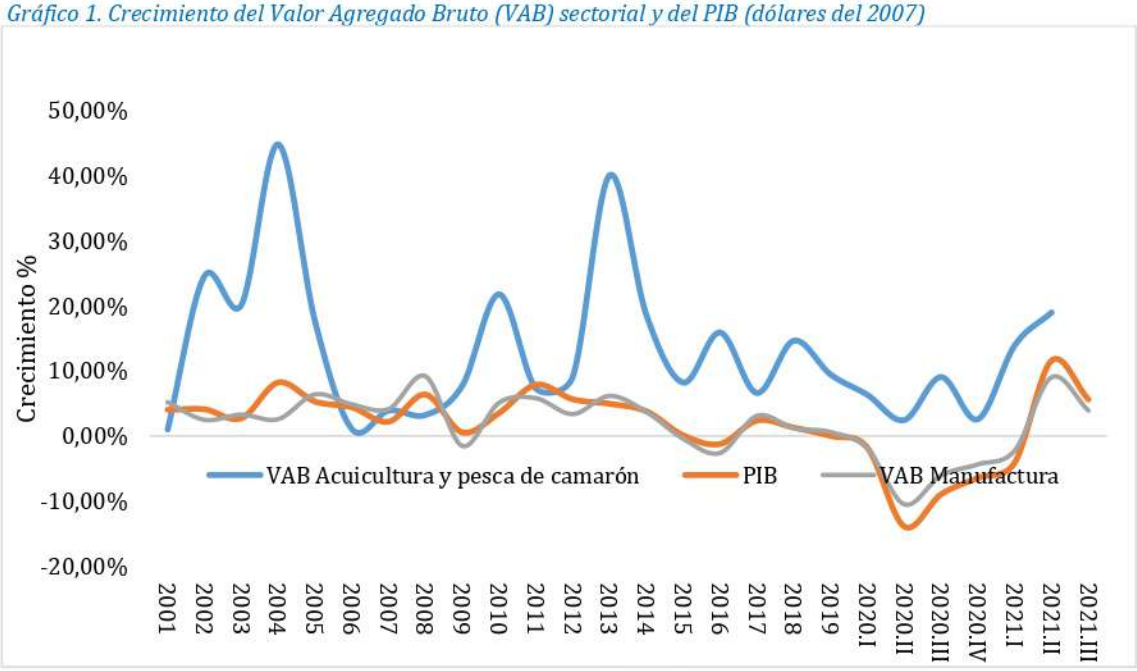
Las barreras de entrada del sector de acuicultura y pesca de camarón son altas; ya que, para entrar a este, se tiene que tomar en cuenta los altos costos fijos además de elevada inversión inicial, economías a escala limitan la entrada de nuevas empresas. El riesgo de sustitución en el producto de

este sector es alto, esto se debe a que al realizar productos derivados de commodities existe poca diferenciación, además de volverse bastante sensible a los cambios en su precio internacional y la gran cantidad de productos acuáticos a elección de los consumidores, por lo que las economías de escala se vuelven muy importantes dentro del mercado y éstas dependen de condiciones geográficas y climáticas. Es de mencionar que, la tendencia del precio promedio anual por libra de camarón decreció en el año 2020, con un precio promedio de USD 2,42, siendo el mes de diciembre de 2020 el momento en el cual se registró un precio máximo igual a USD2,31 por libra. Para enero de 2021 el precio del camarón ascendió hasta USD 2,35; el cual ha ido creciendo hasta noviembre de 2021, actualmente el precio es de USD 3,09 por libra superando el promedio del precio del 2020.

Factores cíclicos y de crecimiento del sector

De acuerdo con la información presentada por el BCE, entre el primer trimestre 2016 y 2020 la actividad de acuicultura y pesca de camarón no demostró una correlación significativa con la evolución del PIB nacional. Lo anterior se habría debido a que el sector se ve afectado en mayor medida por la demanda mundial de camarón. Entre los primeros trimestres de 2016 y 2020, el comportamiento del sector ha reflejado un comportamiento volátil, pero con tasas de variación anuales constantemente positivas. De este modo, en el tercer trimestre de 2020 el VAB del sector de Acuicultura y pesca de camarón presentó un decrecimiento importante de -11,6%. El comportamiento del sector acuicultor en el año 2020 se debe principalmente a varios obstáculos que tuvo que enfrentar, entre ellos la caída de precios internacionales, reducción de la demanda debido al confinamiento dado por la Pandemia por covid-19 a nivel mundial, lo cual también repercutió en las operaciones y logística del sector donde las plantas procesadoras redijeron su capacidad productiva e incluso algunas cerraron temporalmente. Para el primer trimestre del año 2021 la tendencia del sector tuvo un crecimiento mayor al crecimiento del PIB siendo estos 2,57% y -4,09% respectivamente. Al tercer trimestre de 2021 el VAB acuicultura y pesca de camarón creció 18,97% con respecto al año anterior mientras que el PIB ascendió a 5,62%. Se observa poca convergencia del VAB acuicultura con respecto al comportamiento del PIB. Mientras que el VAB manufacturero sigue un comportamiento similar al PIB el cual tuvo un crecimiento de 3,92% con respecto al trimestre 2020.

Gráfico 1. Crecimiento del Valor Agregado Bruto (VAB) sectorial y del PIB (dólares del 2007)



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Para finales de 2020, considerando las 10[4] empresas dentro de la actividad de NATLUK S.A., las ventas del sector totalizaron USD 573 millones presentando una variación de 0,72%. El EBITDA fue de USD 30 millones evidenciando una tendencia decreciente respecto al periodo anterior (31,66%). El indicador de rendimiento EBITDA/Ventas para 2020 fue de 5,24% inferior al de 2019 (7,72%).

Tabla 4. Indicadores Generales[5]

Año	Ventas Millones USD	Δ% Ventas	EBITDA	Δ% EBITDA	EBITDA/Ventas (%)
2018	598	-	56	-	9.30%
2019	568	-4.90%	44	-21.05%	7.72%
2020	573	0.72%	30	-31.66%	5.24%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Es importante mencionar que, China es el principal destino de las exportaciones del camarón ecuatoriano a diciembre de 2020 representó el 52,84% y registra una caída en la demanda, explicado por las medidas bioseguridad dada la pandemia; de hecho, la Cámara Nacional de Acuicultura indica que a diciembre de 2020 las ventas al principal destino fueron de USD 788 millones de libras si bien se evidencia un crecimiento 2,68% en volumen de ventas respecto a diciembre de 2019, la variación en dólares es negativa de -5,52% debido a la caída del precio del camarón. Es de mencionar que el sector respondió rápidamente a los nuevos desafíos colaborando con la Aduana de China para reforzar procesos de bioseguridad y todos los requerimientos que surgieron debido a estas externalidades negativas. Y, aunque la tendencia hasta noviembre de 2021 para la cantidad exportada hacia Asia cambia su tendencia negativa a un crecimiento del 8% en libras, se observa un incremento en la cantidad de libras exportadas a otros destinos tales como Estados Unidos, Francia, Rusia, Suecia, Italia y Nueva Zelanda.

Por otro lado, es de resaltar que la industria acuícola ha sumado innovaciones por medio de iniciativas tecnológicas y comunicación con sus consumidores, y de tal manera presenta información sobre el origen y la trazabilidad de los productos ofertados; lo cual se integra a todos los actores de cadena de valor y añade competitividad a los productos ecuatorianos.

Regulaciones del Sector

El sector de las manufacturas depende del acceso a materias primas y bienes de capital necesarios para su producción, en los que muchos segmentos se proveen de insumos del exterior. Las normas de calidad y los controles sanitarios son muy importantes, ya que reducen las amenazas de enfermedades que dañan la producción y les brindan acceso a mercados internacionales donde los compradores exigen certificaciones de calidad.

El acuerdo con la Unión Europea puesto en vigencia desde enero del 2017 ha permitido que productos como el camarón se beneficien de reducciones tributarias y los productores puedan tener acceso a bienes de capital más baratos que les permitan seguir tecnificando su actividad.

A inicios del 2019 se liberó el precio del diésel industrial. Esta medida, afecta directamente al sector camaronero, al aumentar los costos de producción. Debido a la gran importancia que tiene este sector en la economía ecuatoriana, el Gobierno y autoridades del sector llegaron a un acuerdo con respecto al diésel industrial.

[4] Se tomaron en consideración empresas registradas con el mismo CIIU que la empresa en análisis: C1020.04 ELABORACIÓN Y CONSERVACIÓN DE PESCADOS, CRUSTÁCEOS Y MOLUSCOS. Listado: Negocios Industriales Real N.I.R.S.A. S.A, Eurofish S.A, Natluk S.A., Manabita de Comercio S.A. Mancorsacom, Productos del Mar y Sabores Nacionales Promarsan CIA Ltda, Peskorea S.A., Delimarina S.A., Empacadora Puntarena S.A., Industrias de Alimentos Maritimos Ecuatorianos S.A. Idamesa; Khal Drogo Trading S.A.

[5] Calificadora de Riesgos SummaRatings S.A., utiliza información públicamente disponible y en el portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aún no se encuentra cargado la información financiera de las empresas del año 2020

Para febrero de 2019, el sector camaronero contó con nueva inversión alianza de la compañía americana de genética y tecnología de múltiples especies Hendrix GENETICS en sociedad con Ecuacultivos y Nutreco. Esta alianza fijó como propósito proporcionar al sector un laboratorio de camarones de última generación que se centraría en tecnología de reproducción avanzada y mejoras en prácticas acuícolas con el fin de favorecer la competitividad del sector.

Además, con la implementación de la Ley Orgánica para el Desarrollo de Acuicultura y Pesca, aprobada el 18 de febrero de 2020, las perspectivas para el año se tornan ligeramente positivas. Esta ley se enfoca en la creación del Fondo Nacional de Investigación Acuícola y Pesquero para facilitar el financiamiento de proyectos de investigación, ciencia, tecnología e innovación, relacionados con el área acuícola y pesquera, adicional, declara sanciones a la pesca ilegal y promueve la pesca artesanal.

Para finales de marzo de 2020 y mediante Decreto Ejecutivo Nº1017, se estableció estado de excepción por calamidad y Emergencia Sanitaria por Pandemia de Covid-19 en todo el territorio nacional. Lo cual generó la paralización de actividades no esenciales y cese de funciones de varias industrias. Es de mencionar que el Estado de Excepción finalizó el 12 de septiembre de 2020.

A inicios del mes de septiembre de 2020 mediante Decreto 1137 firmado el expresidente Lenín Moreno, se resuelvió el cobro anticipado del Impuesto a la Renta a grandes contribuyentes, ya sean personas naturales y sociedades, incluidos los establecimientos permanentes de sociedades extranjeras no residentes, anticipo correspondiente al ejercicio fiscal 2020. Con esta decisión se preveía recaudar aproximadamente USD 300 millones.

Finalmente, el 21 de diciembre de 2020 el expresidente Lenín Moreno decretó nuevamente el Estado de Excepción en el territorio nacional con la finalidad de contrarrestar la pandemia del COVID-19 en el país dada por la identificación de una nueva cepa del virus proveniente de Reino Unido y el mayor nivel de actividad que conllevan las festividades de fin de año; y el cual quedó sin efecto el 2 de enero de 2021.

Adicionalmente, Europa anunció para el año 2021 la ampliación de cupos de importación con cero aranceles para camarón a países con quienes no tiene Acuerdos Comerciales; noticia que alerta al sector camaronero y pondría la competencia en condiciones iguales con otros mercados exportadores y sin tomar en consideración los Acuerdos y las exigencias a los socios comerciales de la Unión Europea.

Las regulaciones de este sector están directamente relacionadas con las vedas de camarón pomada y langostino. Del 15 de febrero al 15 de abril y del 1 de enero hasta el 15 de marzo respectivamente, estas fechas pueden cambiar dependiendo de las disposiciones del ente regulador.

RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE

NATLUK S.A. se constituyó de acuerdo con las leyes de la República del Ecuador el 09 de noviembre de 2002 y se inscribió en el Registro Mercantil en la misma fecha.

NATLUK S.A. es una empresa familiar que inició sus operaciones el 1 de septiembre de 2010 en Playas, Ecuador, siendo su principal motivación apoyar el desarrollo socioeconómico de la zona y de las ciudades aledañas. Es una de las pocas empresas que puede ofrecer un portafolio completo de camarones, productos que van desde el tamaño más grande al más pequeño en camarones silvestres y de granja en cada presentación. Además, cuenta con instalaciones adecuadas técnicamente para procesar productos de la pesca artesanal (camarón) y tiene el compromiso de utilizar materia prima certificada (pesca fresca) para obtener un producto de excelente calidad, aplicando procesos de higiene y de este modo asegurar la calidad e inocuidad del producto terminado y cuidar el medio ambiente.

Posición Competitiva del Emisor

El segmento específico en el que se desenvuelve NATLUK S.A. es un sector bastante competitivo y existen varios oferentes del tipo de actividad en el que la empresa se ha especializado (producción y comercialización de productos del mar).

La principal ventaja competitiva identificada por la empresa es:

- Diferenciarse por el cumplimiento de los compromisos con los clientes, la respuesta oportuna a sus requerimientos y el know how del proceso de camarón del mar.
- Portafolio completo de camarones, variedad de tamaños de camarones silvestres y de granja en cada presentación.
- Garantía de calidad e higiene en los procesos.
- Enfoque en contacto con clientes intermedios y finales.
- Mejora continua en procesos.

Las operaciones de NATLUK S.A. mantienen el compromiso de aplicar el plan HACCP, SSOP y BPM asegurando la calidad e inocuidad del producto terminado y sistematizando los procedimientos con bases técnicas aceptadas internacionalmente. Cuenta con certificación BRC el cual es un esquema diseñado para armonizar los estándares de seguridad alimentaria en toda la cadena de suministros, que les permite comunicar a sus clientes que sus productos son seguros, legales y de alta calidad. Además, cuenta también con los permisos y certificaciones necesarias para operar dentro del mercado y obtener diferenciación entre los competidores.

Principales Competidores

Los principales competidores de acuerdo con su actividad específica se detallan a continuación:

- GALAPESCA S.A.
- EUROFISH S.A.
- SEAFMAN Sociedad Ecuatoriana de Alimentos y Frigoríficos Manta C.A.
- MARBELIZE S.A.
- PCC CONGELADOS & FRESCOS S.A.

La inversión en tecnología e infraestructura, manejo de costos variables, conocimiento del mercado y fijación de precios de acuerdo al mercado internacional, constituyen factores que limitan la entrada de nuevos competidores en la industria o capten participación; la amenaza de productos sustitutos es moderada debido a que en el mercado existe un portafolio amplio de productos del mar a disposición de los consumidores, no obstante NATLUK S.A. se presenta a un nicho de mercado específico, por lo que debido a la especialidad de la empresa en el producto que comercializa, la amenaza se vería disminuida. Por otro lado, los proveedores de insumos tienen un poder bastante limitado en las etapas de la cadena de valor de las empresas y las relaciones de largo plazo tanto con proveedores como clientes son claves para la duración de contratos y aseguramiento de ventas. El poder de negociación de los consumidores es bajo; debido a que, el sector en mención se caracteriza por tener una alta demanda en mercados internacionales, en consecuencia, el precio de comercialización se fija en mercados externos. El nivel de rivalidad está determinado por los estándares de calidad al igual que los precios, los cuales se convierten en factores claves en la toma de decisiones de sus consumidores y en la competencia entre los actores del sector.

Principales Clientes

Respecto a la estructura de clientes, a noviembre de 2021, se evidencia que el principal cliente es NORDIC SEAFOOD A.S., radicada en Dinamarca y dedicada a la importación y distribución de productos marinos en el mundo, a diciembre de 2020 la empresa representó 26,83% del total de ingresos y 17,64% de total de las ventas a noviembre de 2021. El segundo cliente con mayor representación es TIANJIN SIYUAN INTERNATIONAL TRADING CO., LTD., situada en China con principal actividad es la importación de camarón vigente desde el 2010, con una representación de 15,61% sobre el total de ventas quien, es un cliente de oportunidad para la introducción de la marca

hacia otros mercados. Los 10 principales clientes representaron el 86,62% del total de los ingresos para noviembre de. El 100% de los 10 principales clientes son no relacionados y personas jurídicas del extranjero con destinos como: Dinamarca, Estados Unidos, Japón, Tailandia, entre otros.

Respecto a las políticas manejadas por la empresa, de acuerdo con información de NATLUK S.A. estas se han definido como sigue:

- Política de crédito: Contra embarque del 85% y el restante a 45 días de crédito cuando son ventas del exterior.
- Política de cobranzas: Factoring Electrónico con empresas extranjeras.

Tabla 5. Principales Clientes

Cliente	% Participación 2020	% Participación nov-2021
NORDIC SEAFOOD A.S.	26.83%	17.64%
TIANJIN SIYUAN INTERNATIONAL TRADING CO., LTD.	0.00%	15.61%
BEIJING BEISHUI YONGXING AQUATIC PRODUCTS SALES CO., LTD.	0.00%	15.01%
HIGASHIMARU INTERNATIONAL CORPORATION	5.03%	8.53%
RICH PRODUCTS	2.71%	8.11%
GAVA FOODS LLC	17.36%	6.91%
KING & PRINCE	11.06%	6.82%
CHICKEN OF THE SEA FROZEN FOODS	7.21%	3.56%
DARIK ENTERPRISES INC	0.00%	2.99%
OCEAN GARDEN PRODUCTS, INC	0.88%	1.42%
PERTILSA S.A.	3.32%	0.00%
PRESERVED FOOD SPECIALTY CO. LTD.	4.99%	0.00%
SEA SNACK FOODS INC	2.78%	0.00%
OTROS	17.84%	13.38%
Total	**100.00%**	**100.00%**

Fuente: NATLUK S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Principales Proveedores

El mayor proveedor para la compañía representó el 58,84% de la participación a noviembre de 2021 siendo este la empresa ecuatoriana OPERADORA Y PROCESADORA DE PRODUCTOS MARINOS OMARSA S.A la cual opera como uno de los principales exportadores de camarón de Ecuador con una experiencia de más de 40 años, el cual le ha permitido abastecer a sus nuevos clientes del mercado asiático sin exponer a su mercado objetivo (Estados Unidos y Europa). El segundo proveedor con una participación de 10,09% es la empresa JUANA ALEXANDRA BONILLA FLORES persona natural. El resto de proveedores representaron entre el 9,28% y 0,26%. De los principales proveedores el 100% son nacionales. El 30% de la categoría son personas jurídicas, el 70% personas naturales y todos pertenecientes al sector privado. Se evidencia dependencia en su principal proveedor. Todos los proveedores son nacionales, lo que provoca que, el poder de negociación de la empresa sea intermedio, dado que tiene relaciones de largo plazo con sus proveedores, además de flexibilidad por parte de ellos. Las probabilidades de desabastecimiento son bajas, dado por la variedad de proveedores disponibles y a las diferentes líneas de productos que oferta en el mercado. La política de pago a proveedores es la siguiente: pagos con créditos a 30, 45 y 60 días según los acuerdos con cada proveedor.

Tabla 6. Proveedores

Proveedor	% Participación 2020	% Participación nov-2021
OPERADORA Y PROCESADORA DE PRODUCTOS MARINOS OMARSA S A	0.00%	58.84%
JUANA ALEXANDRA BONILLA FLORES	21.52%	10.09%
ALEX WLADIMIR YAGUAL AGUIRRE	21.85%	9.28%
ENIREB BAQUERIZO AARON AGUSTIN	0.00%	7.45%
D.T.R. S.A.	9.18%	5.53%
XIAEXPORT S.A.	12.02%	3.90%
MATER CARGO LOGISTICS MATERCARGO S A	8.56%	2.60%
VILLACRESES SALVATIERRA NIXON DANIEL	1.37%	1.40%

Cont.

Proveedor	% Participación 2020	% Participación nov-2021
TOMALA CRUZ WILLIAN NEPTALI	4.82%	0.66%
DIEGO GUSTAVO BARQUET VERA	2.72%	0.26%
SOUTH PACIFIC SEAFOOD SA SOPASE	3.95%	0.00%
PERTILSA S.A	11.64%	0.00%
PROBARPES S.A.	0.60%	0.00%
VICTOR MANUEL ULLOA TORRES	1.76%	0.00%
Total	**100.00%**	**100.00%**

Fuente: NATLUK S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Perspectivas de Crecimiento de Ventas del Emisor

Respecto al direccionamiento de los productos de NATLUK tiene clientes en varios destinos alrededor del mundo, siendo uno de los principales Estados Unidos. La compañía cuenta con una infraestructura sólida y procesos establecidos claramente y certificados para el manejo y exportación del camarón, lo que incluye una planta industrial con sus áreas de análisis y clasificación, laboratorio, bodegas, equipos necesarios y el personal técnico especializado para el cuidado y tratamiento de esta especie. El portafolio de productos que ofrece NATLUK S.A está clasificado por tipo de productos, entre ellos se destacan:

- Camarón de mar salvaje Jumbo – Artesanal
- Langostino Azul (Blue Shrimp)
- Langostino blanco (White Shrimp)
- Camarón de mar salvaje Jumbo – Industrial
- Langostino café (Rown Shrimp)
- Langostino Rojo (Pink Shrimp)
- Camarón de Mar salvaje Pomada
- Titi Shrimp
- Camarón de acuacultura
- Farm raised White Shrimp L. Vannamei

Al analizar las ventas registradas por la empresa, se puede reconocer que la principal línea de negocio es la correspondiente al Camarón de piscina (acuacultura), la cual hasta noviembre de 2021 registró USD 28,10 millones, y representó el 57,13% del total de ingresos, además se evidencia un incremento 264% en comparación con noviembre 2020. La segunda línea de mayor representación fue la de camarón pomada, a noviembre de 2021 se registraron USD 13,18 millones y representando el 26,80% de los ingresos al corte de información.

Históricamente, la línea de Pomada era la principal línea de negocio. Es de mencionar que la empresa está expuesta a factores operativos como vedas de camarón pomada y langostino, desde febrero a abril y enero a marzo respectivamente.

Tabla 7. Estadística de Ventas por Líneas de negocio (cifras en miles)

	nov-20		2020		nov-21	
Línea de Negocio	**USD**	**%**	**USD**	**%**	**USD**	**%**
Acuacultura	7,716	45.08%	9,608	46.72%	28,101	57.13%
Langostino	4,250	24.83%	4,746	23.08%	7,717	15.69%
Pomada	4,932	28.82%	5,892	28.65%	13,181	26.80%
Otros Ingresos	217	1.27%	318	1.55%	187	0.38%
Total	**17,115**	**100.00%**	**20,564**	**100.00%**	**49,186**	**100.00%**

Fuente: NATLUK S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Para el cierre de 2020, se cumplió con el nivel de ventas propuesto y se observó crecimiento respecto al 2019, de 17,33%. Es de mencionar que el sector se mantuvo estable en los últimos meses, los precios se han mantenido y presentan una recuperación a noviembre de 2021. Dada la situación por la Pandemia por Covid-19 y la baja en la demanda, muchos camaroneros dejaron de producir lo cual

ocasionó una caída en la oferta de materia prima, y creó mayor competencia en los procesadores exportadores, existió un balance entre la caída en la oferta y el mantenimiento de la demanda, lo que ayudó a que el precio se mantenga.

Para 2021, se estima un crecimiento en ventas, con un nivel de ventas para exportación de USD 30,79 millones y ventas locales por USD 959 mil, con un promedio de ventas mensuales de USD 2,57 millones y USD 80 mil respectivamente. Para noviembre de 2021, NATLUK S. A de acuerdo al informe interno del emisor presentó un cumplimiento del 115% con respecto a los ingresos, lo que excede sus expectativas en más del 15% de lo previsto al inicio de para dicho periodo 2021. Adicionalmente, NATLUK S.A. no tiene un enfoque de impulso para una línea de negocio en particular, más bien se enfocará en particularidades y enfoque para cada una de ellas. En el caso del camarón pomada, se ha enfocado a atender a clientes directos pero grandes procesadores, mientras que, en el camarón langostino se centrará en la búsqueda de clientes de Retail con la intención de mejorar márgenes de ventas. Finalmente, en el camarón acuacultura, la cual abarca tanto camarón como commodities y como de valor agregado, se aspira un aumento en la producción y generación de mayores niveles de facturación. Para el año 2022 NATLUK espera crecer en un 10% de ventas con respecto al año anterior.

Eficiencia Operativa y Rentabilidad del Negocio

Tabla 8. Eficiencia y Rentabilidad del Negocio.[6]

		Promedio Industria		NATLUK S.A		
Eficiencia		2019	2020	nov-20	2020	nov-21
Días de cartera	d	48	42	19	25	75
Días de inventario	d	89	104	34	29	17
Días de proveedores	d	47	51	53	25	88
Ciclo de conversión de efectivo	d	90	95	0	29	4
Utilidad/Ventas	%	0.02%	0.05%	0.58%	0.62%	1.82%
Ventas /Activo	%	117.02%	112.76%	1.25%	1.64%	4.20%
Margen Bruto / Venta	%	16.92%	16.63%	5.59%	5.28%	5.05%
ROA	%	0.02%	0.06%	1.25%	1.64%	4.20%
ROE	%	0.06%	0.16%	6.87%	8.68%	32.45%

Fuente: NATLUK S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Al considerar los días de cartera, se observa que para noviembre de 2021 este indicador fue de 75 días, el cual es superior al presentado a noviembre de 2020 (19 días) dado por, el incremento de los ingresos al hasta la fecha de corte en un 187,40% y de las cuentas por cobrar a clientes la cual creció un 1031,24%. Para el cálculo se tomaron en consideración las cuentas por cobrar comerciales con empresas no relacionadas. El promedio de días de toda la cartera es de 25 tomando en cuenta 2018, 2019 y 2020. La empresa se ubica favorablemente por debajo del promedio de sus comparables al 2020. Según la información con corte a noviembre de 2021, el 100% de la cartera corresponde a cartera por cobrar a extranjeros es por vencer, de la cual el 93,60% se ubica entre 0 y 30 días, seguida de la cartera entre 31 y 60 días con el 6,4% de representación y, de clientes locales la cartera se concentra en 89,96% en el rango de 31 a 60 días. La cartera por cobrar totaliza USD 10,22 millones. Adicionalmente, según las categorías de clientes manejados por la empresa, el 92,59% corresponde a cuentas con clientes extranjeros y 7,40% con clientes locales. Además, la mayor cuenta por cobrar corresponde a la empresa TIANJIN SIYUAN INTERNATIONAL TRADING CO., LTD. por un monto de USD 3,97 millones por vencer, lo cual representa el 38,91% del total de cuentas por cobrar a clientes. Es de recordar que la empresa realiza Factoring con una empresa extranjera para la recuperación de cartera.

Por el lado de las existencias, se observa una reducción en los días de inventarios, para noviembre de 2021 estos ascienden a 15 días frente a 34 días en el periodo anterior (noviembre 2020), esto debido

[6] Calificadora de Riesgos Summaratings S.A., utiliza información públicamente disponible y en el portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aún no se encuentra cargado la información financiera de las empresas del año 2020.

al incremento superior al 100% del total de ingresos, a pesar del incremento en un 16,24% de las existencias de forma interanual, dado por el aumento de la producción y por ende de materia prima de la línea de camarón de acuacultura. Una de las ventajas de la empresa es que al ser una exportadora trabaja bajo pedido, lo cual le permite tener un mejor control de los componentes del inventario

El promedio de días de inventario entre 2017 a 2020 es de 11 siendo muy inferior al promedio manejado por los comparables (104 días). Lo cual es favorable para la empresa.

En lo referente a los días de cuentas por pagar, a noviembre de 2021 fueron de 88 frente a 53 en noviembre de 2020. Para el cálculo se consideraron las cuentas por pagar a proveedores por transacciones comerciales. El promedio de días de cuentas por pagar a proveedores por parte de la empresa es de 18 días y se encuentra por debajo de los niveles de sus comparables. Según la información con corte a noviembre de 2021, la mayoría de las cuentas por pagar corresponde a proveedores de materia prima. La política de pago a proveedores es la siguiente: pagos con créditos a 30, 45 y 60 días según los acuerdos con cada proveedor. Se evidencia un poder de negociación flexible y moderado de la empresa frente a sus proveedores.

Finalmente, el ciclo de conversión de efectivo de la empresa a noviembre de 2021 fue de 4 días y superior al presentado a noviembre de 2020 (0 día), lo cual evidencia que la empresa dejó de apalancarse en sus proveedores para poder realizar su actividad económica. Respecto al promedio de sus comparables (95 días), la empresa se encuentra muy por debajo, lo cual es favorable. Es de destacar que el periodo de recuperación de la cartera es inferior al periodo de pago a sus proveedores. El promedio histórico del ciclo de conversión de efectivo de la empresa es de 1 día. De este modo, el capital de trabajo a noviembre de 2021 fue positivo, de USD 3,08 millones, e superior al presentado el año anterior (USD 39 mil), históricamente la empresa ha manejado niveles negativos, con un promedio de USD -466 mil. El indicador de liquidez total fue de 1,22 veces y superior al de noviembre de 2020 (1,01 veces), esto debido al crecimiento superior de activos corrientes que de pasivos corrientes. Finalmente, la prueba ácida creció, pasando de 0,59 veces a 1,07 veces en noviembre de 2021, como respuesta al incremento de la cuenta de efectivo. Los indicadores de liquidez muestran una posición favorable en la posición de la empresa. Es de mencionar que la compañía cuenta con anticipos de clientes por USD 1,16 millones con una tendencia creciente, lo cual puede favorecer a la generación de liquidez y flujos de la empresa, consecuencia de que la empresa maneja pedidos de forma anticipada, lo cual de cierto modo podría asegurar un nivel de ventas para los siguientes meses.

Respecto a las operaciones de la empresa, hay que señalar la compañía no paralizó sus operaciones durante la Emergencia Sanitaria por Pandemia de COVID- 19, donde varias industrias se vieron afectadas. Entre los riesgos operacionales a los que se enfrenta la empresa, son relacionados a riesgos financieros y actividades operativas, las cuales están relacionadas también a las vedas de camarón pomada y langostino, ya que si bien es cierto las fechas están establecidas con anticipación, estas se pueden extender. Con el objetivo de mitigar los riesgos operativos, NATLUK S.A. tiene a disposición de un análisis FODA sociabilizado y aplicado desde inicios de 2020. Adicionalmente, cuenta con pólizas de seguro que cubren incendio todo riesgo, rotura de maquinaria, lucro cesante, equipo electrónico, fidelidad, responsabilidad civil, vehículos y cuya renovación fue realizada y se encuentra vigente. El monto asegurado aproximadamente totaliza USD 37,52 millones y una prima neta de USD 51,84 mil.

En lo que refiere a la utilidad bruta hasta noviembre de 2021, NATLUK S.A. generó USD 2,48 millones, los ingresos fueron USD 49,48 millones y costos por USD 46,66 millones. La cuenta de ingresos creció en 187,40% mientras que la de costos incrementan en 189,02%. A pesar de esto, se evidencia un incremento de 159,96% en la ganancia bruta. De este modo, el margen bruto de la empresa es de 5,05% e inferior al presentado en noviembre de 2020 (5,59%). Uno de los principales factores es el incremento de costos de materia prima. La empresa se ubica por debajo del promedio de sus comparables quienes evidencian un margen bruto de 16,63%

Por otro lado, para el periodo acumulado hasta noviembre de 2021, se presentó una utilidad operativa de USD 1,84 millones con un crecimiento de 620,48% de forma intermensual debido al crecimiento de las ventas junto con el ligero decrecimiento de los gastos operativos (-8,57%). El margen operativo a noviembre de 2021 fue de 3,75% superior al periodo anterior (1,50%). La utilidad neta de NATLUK S.A. para el periodo acumulado hasta noviembre de 2021 fue de USD 895 mil, y superior a noviembre de 2020, periodo donde totalizó USD 100 mil. El indicador de margen neto fue de 1,82%, frente a 0,58% del periodo anterior (noviembre-20). Para noviembre de 2021 los ingresos son resultado de la operación del negocio estrictamente con las operaciones de la compañía a diferencia del año 2019 donde las utilidades estaban relacionadas con otros ingresos no operacionales, lo cual refleja un mejor manejo en el mismo. Es importante notar que el sector (acuicultura y pesca de camarón) fluctuó hacia la baja desde el segundo trimestre del año 2020; sin embargo, a el último trimestre 2020 hasta noviembre de 2021 ha incrementado en el nivel de exportación en libras y el precio del mismo ha crecido.

Finalmente, los indicadores de rentabilidad muestran una tendencia creciente. Hasta noviembre de 2021, el rendimiento sobre activos fue de 4,20%, frente a un resultado inferior de noviembre 2020 (1,25%). Por el lado del rendimiento sobre patrimonio, presenta un indicador fue de 32,45%, superior al de noviembre de 2020 (6,87%), el incremento está dado por el crecimiento en el margen neto (1,82%), al igual que la rotación de activos (de 2,13 en noviembre de 2020 a 2,31 veces en noviembre 2021) y existió un crecimiento del multiplicador de capital a la fecha de análisis de 5,51 veces a 7,72 veces, lo que demuestra un mayor nivel de apalancamiento patrimonial. Se evidencia un crecimiento en los indicadores de rentabilidad y ubicándose por sobre del promedio de sus comparables. La causa principal del incremento de los indicadores se debe al aumento de utilidad neta y al incremento del total de activos.

RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL

Evaluación de la Administración y Gobierno de la Corporación

Según el Portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, NATLUK S.A. registra una nómina de accionistas conformada por 16 personas,12 naturales y 4 jurídicas. La participación mayoritaria la posee HOLDING ALSOFCORP S.A. con una representación de 97,21% del total del capital suscrito y pagado el cual totaliza USD 800 mil. Las actividades de HOLDING ALSOFCORP S.A. tienen como principal actividad la compra de acciones o participaciones y dirección de empresas. NATLUK S.A emite acciones en el Mercado de Valores desde 2017.

Tabla 9. Participación Accionaria (USD miles)

No.	Nombres	Nacionalidad	Capital	%Participación
1	HOLDING ALSOFCORP S.A.	ECUADOR	778	97,21%
2	PERTILSA S.A.	ECUADOR	16	2,01%
3	FACTORINVEST S.A.	ECUADOR	3	0,34%
4	REAL CASA DE VALORES DE GUAYAQUIL	ECUADOR	1	0,16%
5	Sevilla Quintana Esteban Gonzalo	ECUADOR	1	0,09%
6	De La Roche Guamán María Fernanda	ECUADOR	0	0,04%
7	Morales Cabezas David Pablo	ECUADOR	0	0,03%
8	Morales Cabezas Ginger Luisa	ECUADOR	0	0,02%
9	Núñez Manzaba Heidy Alejandra	ECUADOR	0	0,02%
10	Catuto Yagual Tatiana Johanna	ECUADOR	0	0,01%
11	Duran Velásquez Carlos Francisco	ECUADOR	0	0,01%
12	Gonzáles Jara Danny Gerardo	ECUADOR	0	0,01%
13	Manzano Diaz Inés María	ECUADOR	0	0,01%
14	Morales Cabezas Bella Margarita	ECUADOR	0	0,01%
15	Pérez Hernández Luis Miguel	CUBA	0	0,01%
16	Torres Gómez Erick Jean	ECUADOR	0	0,00%
TOTAL			800	100,00%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En lo que refiere a empresas vinculadas por accionistas y administrativos, se encuentran a las compañías: HOLDING ALSOFCORP S.A. dedicada a la compra de acciones o participaciones y FACTORINVEST S.A. dedicada a la prestación de servicios administrativos por retribución o contrato. CORPORACION FAVORITA S.A, SOCIEDAD AGRICOLA SAN CARLOS S.A, entre otras. Por lo tanto, se evidencia participación accionaria en otras empresas de diversos sectores económicos.

Por el lado de administración, el Ing. Mario Dahik Ayoub con profesión en Ingeniería Mecánica ocupa el cargo de Presidente Ejecutivo con un tiempo de permanencia de 6 años. Mientras que, la Ing. María Verónica Dahik Ayoub ocupa el cargo de Gerente General por 6 años, quien es Ingeniera Comercial. Adicionalmente se cuenta con un gerente en el área Administrativa-Financiera. NATLUK S.A con la Economista Richard Arrieta que a la fecha de corte cuenta con 1 mes desarrollando el cargo.

Gobierno de la Corporación

La empresa está gobernada por la Junta General de Accionistas, quien constituye el órgano Supremo para el gobierno de NATLUK S.A. Los miembros del Directorio son parte de la planilla gerencial por lo que están involucrados activamente en la administración de la compañía. Además, se reúne mensualmente para verificar los avances de los proyectos. La Gerencia General se reúne con el Gerente de Operaciones, el Contador Administrativo, el Financiero semanalmente para ver los sucesos de la semana y los avances realizados y por llevar a cabo. La empresa no cuenta con Políticas de Gobierno Corporativo, sin embargo, se cuenta con definición formal de las funciones de cada miembro estipulado en distintos manuales de funciones. La empresa realiza reuniones semanales para manejar decisiones importantes para cada una de las áreas y contar con un buen flujo de información. NATLUK S.A. no registra obligaciones patronales en mora, ha cumplido con sus obligaciones tributarias hasta noviembre 2021 y no registra deudas en firme.

Respecto a la estructura organizacional, se cuenta con tres gerencias, cada una de ellas con responsabilidades relacionadas a cada área, el promedio de estancia en el cargo es de 6 años. Adicionalmente, se cuenta con coordinadores y jefes para las diferentes áreas de la empresa. Se evidencia una adecuada distribución de funciones para cada área de acuerdo con el tamaño de la compañía, además de estabilidad en cargos y conocimiento del mercado. A noviembre de 2020 la empresa contó con 255 colaboradores, organizados de la siguiente forma: 3 en el Equipo gerencial y 253 en el área operativa.

Política y Estrategia Corporativa

El Plan Estratégico del año 2020 estuvo principalmente enfocado en lograr la consolidación y eficiencia en todas sus unidades de negocio y establecer el direccionamiento estratégico y los aspectos clave que lleven a NATLUK S.A. a crear valor y generar rentabilidad superior. Para lo cual la empresa por medio del uso de una matriz CANVAS identificó los factores claves para lograr esta meta: Disponibilidad de capital de trabajo, cadena de producción eficiente, relaciones estables y confiables con clientes, estar al día con las normas internacionales de los mercados, relaciones estables y confiables con proveedores y conocer bien los mercados actuales y futuros.

Como parte de la planificación estratégica para el 2020, se definieron 4 perspectivas (financiera, clientes, operaciones y capital organizativo) hacia las cuales están definidas las metas estratégicas, las cuales se detallan:

- Incrementar el nivel de rentabilidad al 5%.
- Tener financiado el presupuesto.
- Mejorar el nivel de satisfacción de clientes a partir de una medición inicial.
- Incrementar el nivel de ventas al bróker de USA.
- Incrementar el nivel de ocupación de la planta fuera de temporada.
- Cumplir al 100% el plan de producción.
- Reducir a cero los reclamos de calidad.
- Incrementar la eficiencia de las líneas de producción.

- Mantener controlado al 100% el inventario de producto terminado.
- Tener el 100% de los procesos y cargos, mapeados con objetivos medidos

Con respecto a las perspectivas para el cierre de 2020, dada la contracción de la economía debido a la pandemia ,el emisor proyectó un crecimiento en sus ingresos en comparación con 2019, estos resultados se lograron por la estrategia de diversificación en sus líneas de producto y la optimización de los procesos de producción, de este modo durante el año 2020, la empresa ingresó al mercado de exportadores de camarón de piscina mediante alianzas estratégicas tanto de productores proveedores de materia prima, así como de una alianza estratégica en el exterior para la venta de este producto. Además de la creación de valor con clientes actuales, creación de nuevas líneas de producción, lo que derivó en un incremento significativo en la producción de la línea de camarón de acuacultura y conseguir nuevos clientes. Respecto al cumplimiento presupuestario del año 2020 se cumplió y se observó crecimiento en comparación con 2019. Por otro lado, el cumplimiento del Plan Estratégico para el periodo 2020-2022 el cual se cumplió en más del 80%, en la cual se dio impulso a las ventas de camarón de acuacultura. Las perspectivas para el 2022, son conservadoras y estables con un estimado de crecimiento en ventas con respecto al año anterior del 10%.

Para el 2021, se estimó un crecimiento en 25% con un nivel de ventas para exportación de USD 30,79 millones y ventas locales por USD 959 mil, con un promedio de ventas mensuales de USD 2,57 millones y USD 80 mil respectivamente. Adicionalmente, NATLUK S.A. espera dar fortaleza a las tres líneas del negocio. Para 2021 los objetivos se centraron en: Afianzar las ventas con actuales clientes ya establecidos mediante el cumplimiento de los estándares de calidad, ingresar a nuevos mercados gracias a las certificaciones obtenidas en el año 2020, aumentar la producción de la nueva línea de camarón de acuacultura y de esta manera cumplir con los nuevos contratos obtenidos, y reducir los costos con un enfoque en eficiencia de procesos, cuyos resultados obtuvieron un cumplimiento del mas del 100% lo que les permitió crecer en un 99% dentro de su nicho de mercado, sin tomar en cuenta su nuevo crecimiento sostenido en los clientes asiáticos, además al corte de información NATLUK S.A se posiciona 24 en el ranking de exportadores de camarón cuando al 2020 ocupó la posición 35.

Investigación y desarrollo

La empresa no cuenta con procesos de investigación y desarrollo, no obstante, se ha realizado la tarea de prospección agresiva a nivel nacional en la industria. Una de las actividades es el seguimiento en el rastro del cliente y que se provea del mismo trato en por todos los canales de venta. Para cumplirlo se ha realizado investigación de proveedores internacionales expertos plataformas para cubrir este proceso.

Responsabilidad Social

NATLUK S.A. maneja un proyecto de responsabilidad social con su marca Playas Gold. Por cada libra entregada a la empresa y procesada en esta marca, la empresa reintegra al proveedor (Cooperativas pesqueras) a USD 0,02 x libra. Esto se reintegra de manera anual y en bienes tangibles, sea implementos para trabajo, mejora en la infraestructura de sus sedes, útiles escolares, etc.

RIESGO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA

Calificadora de Riesgos SUMMARATINGS S.A., realizó el análisis del riesgo de los estados financieros auditados por la firma NGV Asesorías y Negocios S.A. para el año 2017 y, Consultora Panamerican Martínez y Asociados CONMARTINEZ Cía. Ltda. en el 2018, 2019 y 2020, los cuales no presentan salvedades. Adicionalmente, se utilizó información interna de la empresa NATLUK S.A. con corte al 30 de noviembre de 2020 y 2021.

Mencionamos que los estados financieros internos fueron proporcionados por el Emisor para usarlos en el proceso de análisis de la calificación de riesgo, estos deben cumplir con los requerimientos exigidos por la normativa legal, señalando que el Emisor es el responsable que la documentación entregada a la Calificadora de Riesgo sea idéntica a la presentada a los organismos de control, sin perjuicio hacia la

Calificadora de que se hallare diferencia entre la información entregada para la evaluación y la presentada al ente de control, asumiendo el Emisor el compromiso de entregar información verídica.

Tabla 10. Estructura financiera (USD miles)

Periodo	Industria	2018	2019	nov-20	2020	nov-21	PROMEDIO 2018-2020
Activo	508	5,220	5,557	8,018	7,757	21,301	6,178
Pasivo	313	4,182	4,456	6,564	6,293	18,541	4,977
Patrimonio	195	1,038	1,101	1,454	1,464	2,759	1,201
Ventas	573	14,012	17,522	17,114	20,559	49,185	17,364
Margen Bruto	95	1,264	1,271	956	1,085	2,486	1,207
EBITDA	50	361	-9	256	681	1,846	344
EBIT	30	296	-73	254	353	1,844	192
EAT (Utilidad o Pérdida del periodo)	14	151	132	100	127	895	137
Utilidad/ Venta	0.05%	1.08%	0.75%	0.58%	0.62%	1.82%	0.82%
Ventas / Total Activos	1.13	2.68	3.15	2.13	2.65	2.31	2.83
Total Activos / Patrimonio	2.61	5.03	5.05	5.51	5.30	7.72	5.13
ROA	0.06%	2.89%	2.38%	1.25%	1.64%	4.20%	2.30%
ROE	0.16%	14.52%	12.02%	6.87%	8.68%	32.45%	11.74%
NOF/VENTAS	0.29	-0.06	-0.04	0.01	-0.09	0.00	-0.06
FM/VENTAS	10.22%	6.30%	2.31%	8.73%	-0.53%	10.06%	2.69%
FM/NOF	0.35	-0.25	-0.04	3.97	0.08	155.78	-0.07
Ebitda/ Gasto Financiero	3.53	3.94	-0.05	1.65	4.09	1.94	2.66
Deuda/ Ebitda	3.26	2.29	-143.15	12.97	2.28	2.68	-46.19

Fuente: NATLUK S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Estructura Financiera

Para noviembre de 2021 los activos de NATLUK S.A., ascendieron a USD 21,30 millones, existiendo un incremento de 165,68% respecto al periodo anterior. Los activos circulantes representaron el 79,69% del total de activos, mientras que el 20,31% son activos no corrientes. La cuenta más representativa dentro de los activos corrientes fue cuentas por cobrar clientes, con una participación de 48,0%, la cuenta de Otros activos corrientes representó el 18,02% y la de efectivo y equivalentes el 3,49%. Mientras que, dentro de los activos no corrientes los activos tangibles representaron el 14,21% y el rubro de Otros activos no corrientes el 6,04%. En lo referente a crecimientos, los activos corrientes crecieron en 276,20% con respecto a noviembre de 2020, dado por el incremento de la principal cuenta clientes. Por su parte, los activos no corrientes muestran tendencia creciente de 23,43%, dado por el crecimiento de las cuentas que lo componen.

La cuenta de efectivo y equivalentes a noviembre del 2021 totalizó USD 744 mil presentando un crecimiento importante y superior al 100% en comparación con noviembre de 2020, dado por el aumento de las cuentas de caja y bancos. Por el lado de las cuentas por cobrar, estas totalizaron USD 10,25 millones, dentro de la cual se toman en consideración cuentas por cobrar a clientes no relacionados, el comportamiento de las cuentas por cobrar fue creciente (1031,24%). La empresa cuenta con políticas de cobranza establecidas para sus clientes, como sigue: contra embarque del 85% y el restante a 45 días de crédito cuando son ventas del exterior, además de aplicar Factoring Electrónico con compañías del exterior, quienes otorgan a NATLUK el 85% sobre la venta y el saldo se recupera en 45 días plazo, la empresa extranjera se hace cargo de la cobranza con el cliente. Según la información con corte a noviembre de 2021, el 100% de la cartera por cobrar a extranjeros es vencida, de la cual el 92,95% se ubica entre 0 y 30 días, seguida de la cartera entre 31 y 60 días con el 6,40% de representación y, de clientes locales la cartera se concentra en 89,96% en el rango de 31 a 60 días. La cartera por cobrar totaliza USD 10,23 millones. Además, la mayor cuenta por cobrar corresponde a la empresa TIANJIN SIYUAN INTERNATIONAL TRADING CO., LTD. por un monto de USD 3,97 millones, lo cual representa el 38,97% del total de cuentas por cobrar a clientes.

Los inventarios de NATLUK S.A. para noviembre de 2021 totalizaron USD 2,16 millones con un incremento de 16,24% respecto a noviembre de 2020. Esta línea representó el 10,17% del total de activos. En lo referente a su composición, está dado en su mayoría por materia prima para cada una de las líneas del negocio. El crecimiento del inventario está directamente relacionado con el

incremento de ventas de la empresa y al importante crecimiento de la línea de acuacultura. El inventario de la empresa va en función de la planificación de ventas y las órdenes de compra que realicen sus clientes.

Por otro lado, la cuenta de Otros activos corrientes fue de USD 3,83 millones en noviembre de 2021 y, se observa un incremento de 153,35% con respecto a noviembre de 2020, el rubro está compuesto de: cuentas por cobrar a empleados, anticipos a proveedores, impuestos anticipados y pagos anticipados, siendo de cuentas más representativa a noviembre de 2021 la subcuenta de impuestos anticipados cuyo monto asciende a USD 1,07 millones, asimismo y, el rubro de anticipos a proveedores (primera con mayor representación) asciende a USD 2,37 millones.

Respecto a los activos fijos, hasta noviembre 2021 totalizaron USD 4,32 millones, y crecieron en 23,43% en comparación a noviembre de 2020. El incremento se origina por la adquisición de nuevas maquinarias, construcción de nuevas áreas de procesamiento del producto y nuevas oficinas. Se evidencia un incremento de 14,90% de la cuenta de otros activos no corrientes, la cual fue de USD 1,28 millones a noviembre de 2021 y estuvo compuesta por: impuestos diferidos, activos intangibles y otros activos no corrientes, siendo la última aquella con mayor representación y la cual se refiere a las instalaciones, adecuaciones de la planta y nuevos terrenos que están próximos a adquirirse los mismos que serán adecuados para el proceso de acuacultura.

Por el lado de los pasivos, a noviembre de 2021 ascendieron a USD 18,54 millones y se observa un incremento de 182,49% en relación con el periodo anterior (noviembre 2020). Los pasivos de corto plazo representaron 65,22% del total de activos y, los de largo plazo 21,82% respecto al total de activos en noviembre de 2021. La principal cuenta del pasivo corriente es la de cuentas por pagar a proveedores con una representación de 53,57% y con tendencia creciente, en comparación con noviembre de 2020 la cuenta presenta un crecimiento de 375,42%; la segunda cuenta con mayor participación fue la de Otros pasivos de corto plazo con 7,96% de representación.

Dentro de los pasivos de largo plazo, estos totalizaron USD 4,64 millones e incrementaron en 122,29% respecto a noviembre de 2020; la deuda de largo plazo es la más representativa, con una participación de 21,57% evidenciándose un crecimiento en comparación con noviembre de 2020, los pasivos sin costo de largo plazo corresponden a cuentas a proveedores no relacionados, con una tendencia decreciente desde 2018, y se mantiene a noviembre 2021 la tendencia decreciente en un -67,43% y representación de 1,38%.

La cuenta de proveedores fue de USD 11,41 millones y presentó un crecimiento de 375,42% en relación con noviembre de 2020 (USD 2,4 millones), dado por el crecimiento de las ventas de forma intermensual. La cuenta por pagar a proveedores se compone en 100% pagos a proveedores nacionales. Es de mencionar que la empresa no tiene acuerdos de facturas comerciales negociables. Las políticas de cuentas por pagar son pagos con créditos a 30, 45 y 60 días según los acuerdos con cada proveedor.

En lo referente al pasivo con costo en el corto plazo, este ascendió a USD 375 mil a noviembre de 2021 y presentó un decrecimiento del 74,48% respecto al periodo anterior (USD 1,4 millones), dado por pagos de intereses y nuevos financiamientos con instituciones financieras nacionales y la emisión del primer y segundo programa de papel comercial. A noviembre de 2021, las obligaciones con entidades financieras fueron de USD 210 mil, menor al presentado al mismo mes del 2020 donde el rubro ascendía a USD 308 mil.

La cuenta de Otros pasivos sin costo de corto plazo está constituida por los rubros de: impuestos retenidos, anticipos clientes, otros pasivos corrientes, 15% de participación de trabajadores y 25% de impuesto a la renta. Es de mencionar que los anticipos de clientes a noviembre de 2021 totalizaron USD 1,16 millones, dado por ventas anticipadas y, creció más del 1000% comparado con noviembre 2020.

Por otro lado, el pasivo sin costo de largo plazo (proveedores no relacionados) fue de USD 55 mil con un decrecimiento de 67,43% en noviembre de 2021. Por el contrario, el rubro de pasivo con costo de largo plazo presenta una tendencia creciente, el cual a noviembre de 2021 totalizó USD 4,59 millones a consecuencia de pagos programados con instituciones financieras nacionales y el primer programa de papel comercial y del segundo programa de papel comercial emitido en el 2021 por un monto de USD 2 millones. Los principales acreedores son las obligaciones de la bolsa de valores cuyo monto asciende a USD 3,79 millones. La compañía no figura como codeudora para ninguna empresa relacionada.

El patrimonio de la empresa a noviembre de 2021 fue de USD 2,75 millones presentando tendencia creciente en un 89,77% respecto a noviembre de 2020. El capital social no ha presentado cambios desde 2017. Sin embargo, se observa un aporte para futuras capitalizaciones que asciende a USD 400 mil. Además, a noviembre de 2021, se ha presentado un Superávit por revaluación por USD 240 mil. Los resultados del ejercicio para noviembre de 2021 incrementaron (796,11%).

Estado de Resultados

Respecto al acumulado hasta noviembre de 2021, NATLUK S.A. totalizó ingresos por USD 49,18 millones, los cuales crecieron en 187,40% respecto al periodo anterior (nov-20). En lo referente a líneas de negocio, aquella que genera mayores ingresos es la venta de Camarón de piscina (acuacultura), la cual, hasta noviembre de 2021 registró USD 28,10 millones, y representó el 57,13% del total de ingresos, además se evidencia un incremento de ingresos (246%) en comparación con noviembre 2020. La segunda línea de mayor representación fue el camarón pomada, a noviembre de 2021 se registraron USD 13,18 millones, la representación de esta línea de negocio sobre los ingresos fue de 26,80% con una expansión en ventas de 167% respecto a noviembre 2020. Los costos de la principal línea del negocio son crecientes, al igual que la de acuacultura, la principal razón del aumento de ventas está alineada con el Plan Estratégico de la compañía, con propuestas para crear valor con los clientes, así como la creación de nuevas líneas de producción que derivó en un incremento significativo en la producción de la línea de camarón de acuacultura que a su vez permitió a la empresa conseguir nuevos clientes y de la misma formar una alianza estratégica con un asociado quien realiza órdenes constantemente.

La utilidad bruta de noviembre 2021 fue de USD 2,48 millones y presenta un crecimiento de 159,96%, dado por un mayor crecimiento de ingresos en un 187,40%, a pesar del crecimiento de los costos de ventas para la misma fecha (nov-21). Es de mencionar que todos los componentes del costo presentaron incrementos, materia prima, mano de obra y, gastos indirectos. Los costos de venta tienen una representación promedio sobre ingresos del 92%. El margen bruto de noviembre 2021 fue de 5,05% inferior al periodo anterior (5,59%), donde los costos de venta eran menores a los a la fecha de corte.

Por el lado de la utilidad operativa, para noviembre de 2021 fue de USD 1,84 millones y superior al resultado presentado en noviembre de 2020 (USD 256 mil). Los gastos operativos manejados por la empresa fueron USD 640 mil y presentaron un decrecimiento de 8,57%. Los gastos financieros presentaron crecimiento un 511,78% en comparación con noviembre de 2020 y totalizaron USD 949 mil. La razón EBITDA/Ventas fue favorable con un resultado de 3,75%, sin embargo, a noviembre de 2020 fue de 1,50%.

La utilidad neta de NATLUK S.A. en noviembre de 2021 fue de USD 895 mil y superior a la utilidad observada en el periodo anterior USD 100 mil, la diferencia radica en los nuevos niveles de ingresos. La tendencia creciente presentada desde 2017, se vio ligeramente frenada en 2020. El margen neto a noviembre de 2021 fue de 1,82% y, superior al del periodo anterior (0,58%) que, es ocasionado por el incremento de las ventas y el decrecimiento de los gastos operativos.

Finalmente, la rentabilidad sobre activos para noviembre 2021 fue de 4,20% y superior al presentado en noviembre de 2020 (1,25%), por otro lado, la rentabilidad sobre el patrimonio fue de 32,45%, al analizar cada uno de sus componentes, se observa que la rentabilidad se ve influida por el incremento

en el margen neto pasando de 0,58% a 1,82% a noviembre de 2021 ocasionado directamente por el incremento de utilidad neta. Adicionalmente, la rotación de activos pasa de 2,13 veces a 2,31 veces en noviembre de 2021 y, ubicándose por encima del promedio de la muestra de comparables (2,11 veces). Por otro lado, el multiplicador de capital fue de 7,72 veces mayor al presentado en noviembre de 2020 (5,51 veces), lo cual evidencia un menor nivel de apalancamiento y originado por el crecimiento en del patrimonio neto. En definitiva, la posición de la empresa en rentabilidad es favorable y se posicionó sobre el promedio de la muestra de empresas comparables. El sector se ha mantenido estable durante los últimos meses de 2020 y de los once meses del 2021, los precios han experimentado un crecimiento gradual. Dada la situación por la Pandemia por Covid-19 y la baja en la demanda, muchos camaroneros dejaron de producir lo cual ocasionó una caída en la oferta de materia prima, y crea mayor competencia en los procesadores exportadores, existió un balance entre la caída en la oferta y el mantenimiento de la demanda, lo que ayudó a que el precio se mantenga.

A noviembre de 2021 el indicador de apalancamiento financiero calculado como Activo/Patrimonio fue de 7,72 veces, el cual fue superior respecto al periodo anterior (5,51 veces) y se ubica por encima de la industria (2,61 veces). La empresa cuenta con un nivel de apalancamiento moderado.

Adecuación de las Finanzas a Corto Plazo

Las necesidades operativas de fondeo representan los recursos necesarios para financiar las operaciones habituales de la empresa. Para el año 2020 estás se ubicaron en USD -1.7 millones, estos resultados presentados por la empresa NATLUK S.A. se dan por un incremento de la cuenta otros pasivos de corto plazo comparado con el año 2019. Para el año 2021 el monto de las necesidades operativas de fondeo se estima en USD -36 mil, dado por el crecimiento de pasivos espontáneos y el crecimiento de la cuenta clientes. A noviembre de 2021 el fondo de maniobra fue de USD 28 mil por el crecimiento de las cuentas por cobrar (clientes) y efectivo.

Por otra parte, el fondo de maniobra de la compañía, definido como los recursos de largo plazo disponibles para financiar las NOF, en el año 2020 se ubicaron en USD -141 mil. Para el año 2021, se estima que este fondo de maniobra sea de USD 4,51 millones a pesar del alto número de activos inmovilizados. A noviembre de 2021 el fondo de maniobra fue de USD 4,32 millones.

La institución históricamente fondeaba sus operaciones con fondos propios, la deuda de largo plazo tiene una representación menor en el Fondo de Maniobra. El indicador NOF/Ventas para noviembre 2021 fue de 0 veces superior a los resultados negativos presentados desde 2018 al 2020. Al realizar el análisis de FM/NOF se observa que, para noviembre de 2021, el indicador fue superior a la unidad, ocasionado por el incremento de activos, el promedio anual del indicador manejado por la empresa es de -0,07 veces, al cotejar con el promedio de los comparables (0,35 veces), NATLUK S.A. se ubica en promedio por debajo al comparar con el año 2020. Es de mencionar que el capital de trabajo promedio manejado por la empresa es negativo de USD -466 mil, a noviembre de 2021 fue de USD 3,08 millones y con tendencia creciente a la presentada en años anteriores, además de ser superior al presentado en noviembre 2020 USD 39 mil. Es de recalcar que la empresa tiene un promedio de liquidez corriente de 1,22 veces. Por otro lado, la compañía cuenta con anticipos de clientes por USD 1,16 millones a noviembre de 2021.

Apalancamiento Financiero

El indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto Financiero) a noviembre de 2021 fue de 1,94 veces superior al periodo anterior (1,25 veces noviembre 2020), dado por el crecimiento positivo de EBITDA para el periodo en análisis (noviembre-21). Si se observa que, con respecto al promedio de los comparables, la empresa se ubica sobre la misma, lo cual es favorable al analizar el cierre 2020. Al tener un indicador positivo, la empresa contaría con la capacidad para hacer frente a sus obligaciones.

Por su parte, el ratio Deuda/Ebitda a noviembre de 2021 es de 2,68 veces, inferior a noviembre de 2020, debido al crecimiento del Ebitda a pesar de tener en circulación el primero y segundo programa

de papel comercial. El promedio de los comparables es de 3,26 veces, la empresa se ha ubicado por encima de estos históricamente. Es de mencionar que la deuda de corto plazo decreció a noviembre de 2020 a noviembre de 2021 en -74,48%, mientras que el EBITDA creció un 625,77%.

Adecuación del Flujo de Caja

Los supuestos utilizados para realizar el análisis de distintos escenarios se muestran en la Tabla 11. Dichos supuestos se basan en el crecimiento de la economía nacional proyectada en 2,8% por el Banco Central del Ecuador y, cuyas proyecciones según estimaciones del Banco Mundial bordean el 3,7 %. Asimismo, debido a la correlación del sector con movimientos económicos, se ha considerado un crecimiento de ingresos de 30 % en el mejor de los casos para 2022 y cuentas por cobrar de hasta 72 días en el escenario Pesimista II. Es de mencionar que para el escenario pesimista I, se ha tomado un valor de estrés de 0,025 y para el pesimista II de 0,05.

*Tabla **11**. Supuesto de Proyecciones Financieras*

SUPUESTOS						
ESCENARIO	**AÑO**	**Crecimiento en Ventas**	**Días de Cobro**	**Días de Inventario**	**Días de Proveedores**	**Opex/Ventas**
ESTÁNDAR	2022	10.00%	70	16	82	1.96%
	2023	7.40%	70	16	82	1.96%
	2024	5.48%	70	16	82	1.96%
	2025	4.05%	70	21	82	1.96%
	2026	3.00%	70	16	64	1.96%
PESIMISTA I	2022	9.84%	71	16	81	1.96%
	2023	7.28%	71	16	81	1.96%
	2024	5.39%	71	16	81	1.96%
	2025	3.99%	71	21	81	1.96%
	2026	2.95%	71	16	63	1.96%
PESIMISTA II	2022	9.74%	72	16	80	1.96%
	2023	7.21%	72	16	80	1.96%
	2024	5.33%	72	16	80	1.96%
	2025	3.95%	72	21	80	1.96%
	2026	2.92%	72	16	63	1.96%

Fuente: NATLUK S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Con base a los supuestos expuestos, se calculó el flujo de caja libre bajo cada uno de los escenarios. En el escenario estándar se obtuvo un flujo de caja de USD 990 mil y una cobertura de gastos financieros de 2,40 veces y capacidad de pago de 4,60 veces, al comparar el flujo con los pagos de la presente emisión, se concluye que el emisor podría presentar capacidad de pago.

Tabla 12. Análisis de Flujo de Caja Libre Escenario Estándar (Cifras expresadas en miles)

ESCENARIO ESTÁNDAR						
	2022	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**Promedio**
Crecimiento Ventas %	10.00%	7.40%	5.48%	4.05%	3.00%	6.73%
Ventas	54,104	58,107	61,289	63,773	65,685	59,318
Ciclo de Conversión de Efectivo	3	3	3	8	21	5
Margen Bruto / Ventas	92.21%	92.21%	92.21%	92.21%	92.21%	92.21%
EBITDA / Ventas	5.83%	5.83%	5.83%	5.83%	5.83%	5.83%
Flujo de Caja Libre (FCL)	990	2,389	2,559	1,879	584	1,954
FCL/Gastos Financieros	2.40	7.34	9.79	6.88	1.57	6.60
Deuda/FCL	4.60	1.52	1.12	1.58	7.06	2.20

Fuente: NATLUK S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Por otra parte, se calculó el flujo de caja libre bajo un escenario pesimista I obteniéndose los siguientes resultados para el 2022 USD 628 mil con cobertura mayor a la unidad (1,30 veces) y capacidad de 8,80 veces; al comparar el flujo con los pagos de la presente emisión, se concluye que el emisor podría presentar capacidad de pago en el escenario Pesimista I

Tabla 23. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista I (Cifras expresadas en miles)

ESCENARIO PESIMISTA I						
	2022	2023	2024	2025	2026	Promedio
Crecimiento Ventas %	9.84%	7.28%	5.39%	3.99%	2.95%	6.62%
Ventas	54,023	57,956	61,077	63,512	65,385	59,142
Ciclo de Conversión de Efectivo	6	6	6	11	24	7
Margen Bruto / Ventas	92.21%	92.21%	92.21%	92.21%	92.21%	92.21%
EBITDA / Ventas	5.83%	5.83%	5.83%	5.83%	5.83%	5.83%
Flujo de Caja Libre (FCL)	628	2,359	2,532	1,844	626	1,841
FCL/Gastos Financieros	1.30	5.89	7.44	5.17	1.37	4.95
Deuda/FCL	8.80	1.98	1.57	2.24	8.44	3.65

Fuente: NATLUK S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En el escenario Pesimista II se obtuvo flujo de caja libre de USD 485 mil para el año 2022 con cobertura similar a la unidad (1,09 veces) y, capacidad de pago de 10,25 veces, se observaría bajo estas condiciones una posible capacidad de pago y cobertura de sus pasivos con costo.

Tabla 14. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista II (Cifras expresadas en miles)

ESCENARIO PESIMISTA II						
	2022	2023	2024	2025	2026	Promedio
Crecimiento Ventas %	8.00%	7.21%	5.33%	3.95%	2.92%	6.12%
Ventas	53,120	56,948	59,985	62,352	64,173	58,101
Ciclo de Conversión de Efectivo	7	7	7	12	25	9
Margen Bruto / Ventas	92.21%	92.21%	92.21%	92.21%	92.21%	92.21%
EBITDA / Ventas	5.83%	5.83%	5.83%	5.83%	5.83%	5.83%
Flujo de Caja Libre (FCL)	489	2,230	2,475	1,795	641	1,748
FCL/Gastos Financieros	1.12	6.32	8.60	6.03	1.66	5.52
Deuda/FCL	10.01	1.80	1.32	1.85	6.80	3.75

Fuente: NATLUK S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Al analizar las proyecciones en su conjunto, se evidencia que el en el escenario estándar que toma en consideración las proyecciones de la compañía, esta sí podría tener capacidad de redimir el pasivo con costo. Este escenario está acorde a las proyecciones económicas y sectoriales pronosticadas. Al tomar en consideración el escenario pesimista I y pesimista II, se observa la posibilidad que el emisor tenga de igual forma, capacidad para pagar sus pasivos con costo en el corto plazo.

Al considerar las proyecciones del emisor por parte del agente estructurador, se observa que van acorde y ligeramente superiores a las proyecciones realizadas por la Calificadora de Riesgos para el escenario estándar tomando en cuenta que dicho crecimiento es el esperado por el emisor y, considerando un escenario conservador de menor crecimiento se podría esperar capacidad y cobertura de la deuda con costo en los próximos años.

RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO

- NATLUK S.A., se compromete durante la vigencia del ***Primer Programa de Papel Comercial*** a cumplir con los resguardos establecidos que señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera.

Según lo señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentran en circulación las obligaciones:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
2. No repartir dividendos mientras existan valores-obligaciones en mora.
3. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1.25.

Se entenderá por 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 la negociación 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 del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero y sus normas complementarias.

Límite de Endeudamiento

NATLUK S.A. presenta el compromiso de mantener una relación pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50 en todo momento mientras esté vigente la emisión. A noviembre de 2021, la empresa tiene un nivel de endeudamiento de 0,23 veces, por lo que cumple con su compromiso.

Posicionamiento del Valor en el Mercado

El Informe Bursátil Mensual sobre las negociaciones a nivel nacional presentado por la Bolsa de Valores de Quito, con información cortada al 31 de diciembre de 2021 muestra que durante el mes de enero a diciembre 2021 se negoció un total de USD 15.701.586 miles, correspondientes a la suma de USD 15.659.010 miles en valores en renta fija y USD 42.576 miles en valores en renta variable. De los valores totales antes mencionados, de las negociaciones realizadas hasta en el mes de diciembre de 2021, en renta fija el 7% de los valores corresponden a papel comercial y el 4% a valores de obligaciones corporativas.

A nivel nacional se cuenta con 322 emisores inscritos, de los cuales 172 pertenecen a la provincia del Guayas y 94 a la provincia de Pichincha, siendo las provincias con la mayor cantidad de emisores. De los sectores más representativos al cual pertenecen el total de emisores inscritos son el 30% del sector comercial, un 26% del sector industrial y 12% de servicios.

Liquidez de los valores

De acuerdo con la información solicitada a la Bolsa de Valores de Guayaquil, sobre las negociaciones de los títulos de NATLUK S.A. en el mercado secundario a nivel nacional por medio de la BVG y BVQ, estas presentan el siguiente detalle:

Una vez recabada toda la información de julio 2021 a diciembre 2021 sobre las transacciones del mercado del Primer Programa de Papel Comercial de NATLUK S.A. se puede observar que se han realizado 68 transacciones durante el periodo antes mencionado en 39 días negociados lo cual asciende a USD 2,5 millones en monto negociado. Es importante mencionar que históricamente en el Ecuador, los títulos más ofertados son los de renta fija y principalmente en el mercado primario. A criterio de la calificadora, el indicador de transacciones en el mercado secundario no refleja la liquidez real de los valores debido a que el dinamismo de las transacciones en el mercado secundario es mínimo.

Se puede decir que la calificación de riesgos es uno de los factores decisivos en la liquidez de los valores emitidos en el mercado bursátil.

Tabla 15. Componente del Análisis de Posicionamiento del Valor en el Mercado

Componentes de Análisis del posicionamiento del valor en el mercado		Industria 2020	2018	2019	2020	nov-21
1	Liquidez Corriente	1.70	0.84	0.79	0.74	1.22
2	Endeudamiento Patrimonial	1.61	4.03	4.05	4.30	6.72
Garantía o Protecciones Ofrecidas a la fecha de corte de Información						
Cumple	Garantía General	Mantener la relación de Obligaciones en circulación sobre Activos Libre de Gravamen no superior al 80%				29.03%
Cumple	Resguardos de Ley	1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.				1.15
		2. Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.				3.45
Cumple	Límite de Endeudamiento	Mantener una relación pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,50 en todo momento mientras esté vigente la emisión.				0.23
Cumple	Disposición OP	Art. 9, Capítulo I, Subtítulo I del Título III, de la Codificación de la Resolución C.N.V. Obligaciones en Circulación sobre 200% Patrimonio				99.67%

Fuente: NATLUK S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Consideraciones sobre los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

Los activos comprometidos inicialmente, hasta por el monto de la emisión son: Cuentas por cobrar a clientes, Inventarios y Propiedad Planta y Equipo libre de gravamen.

- Uno de los riesgos que puede afectar a la empresa en relación con la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados, es el crecimiento de la morosidad de cartera esto se vería reflejado en la generación de flujos y liquidez afectando los flujos del emisor. La empresa mitiga este riesgo con el uso de Factory y su política de cuenta por cobrar.
- El Inventario que posee la empresa, puede verse afectado por: robo, factores externos que ocasionare que el producto final contenga averías o fallas. La empresa mitiga este riesgo con las pólizas de seguro.
- Eventos de carácter catastrófico que podrían dañar la infraestructura de la propiedad, planta y equipo de la empresa.

Consideraciones de riesgos cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

A noviembre de 2021, la empresa presenta cuentas por cobrar a por USD 10,22 millones dólares, sin embargo, no se observa participación de cuentas por cobrar a clientes relacionados.

Riesgos Previsibles en el Futuro

- Posibles aspectos desfavorables que no generen una apertura con el actual gobierno para incentivar al sector.
- Fenómenos naturales que puedan incidir en la disminución de la producción, enfermedades o plagas de camarón o langostino.
- Crisis economía en los principales mercados que la empresa exporta, lo que generaría una reducción en la demanda del producto, y esto afectaría a los ingresos y rentabilidad de la empresa.
- Cambios en tendencias de consumo de clientes.

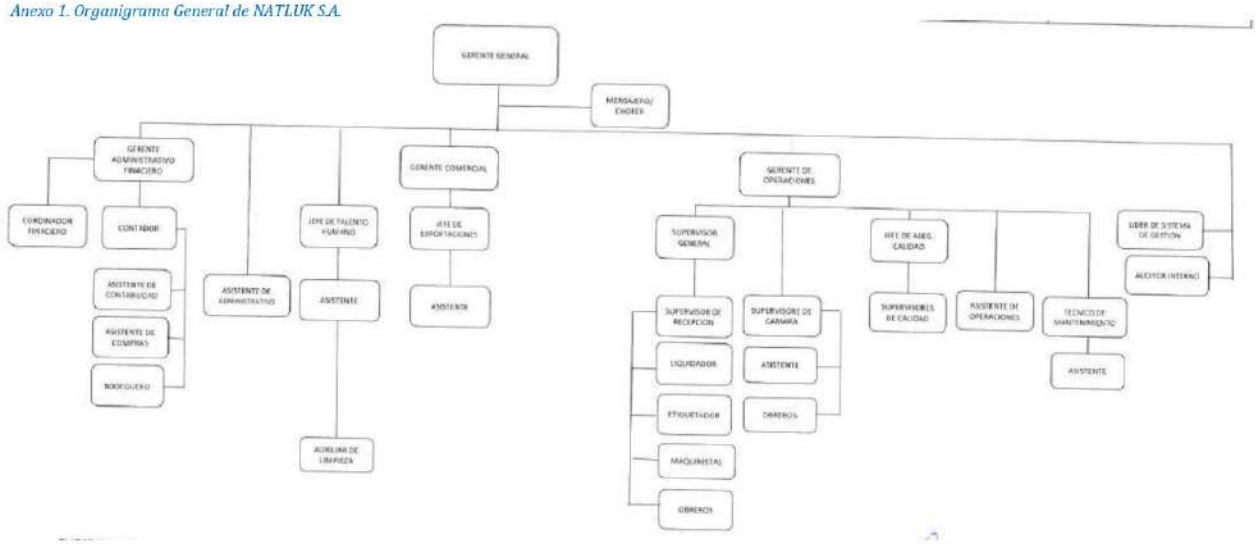
- Cambios en Normativas gubernamentales respecto a montos o cupos máximos de importación.
- Nuevas regulaciones que pueden afectar al correcto funcionamiento de la organización.
- Crisis económicas producto de la pandemia del COVID-19 en sus principales mercados como América del Norte y Europa.
- En la presente emisión de obligaciones aprobada figura como agente pagador el Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A., quien está sujeto un posible riesgo asociado a la transferencia a tiempo de los recursos para el pago de los inversionistas, dada que la entidad, en la actualidad, se encuentra intervenida.

Firmado electrónicamente por: ANDREA ESTEFANIA PAREDES RODRIGUEZ		Firmado electrónicamente por: EMILY ALICIA SALAZAR SUAREZ
Ing. Andrea Paredes Rodríguez **Gerente General**		Econ. Emily Salazar Suárez **Analista**

ANEXOS

NATLUK S.A., tiene el siguiente organigrama general:

Anexo 1. Organigrama General de NATLUK S.A.



Fuente: NATLUK S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 2. Estado Situación Financiera (USD miles)

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA							ANALISIS VERTICAL					ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2017	2018	2019	nov-20	2020	nov-21	2017	2018	2019	2020	nov-21	2017-2018	2018-2019	2019-2020	nov20-nov21
TOTAL ACTIVOS	**2,491**	**5,220**	**5,557**	**8,018**	**7,757**	**21,301**	**100.00%**	**100.00%**	**100.00%**	**100.00%**	**100.00%**	**109.52%**	**6.45%**	**39.60%**	**165.68%**
ACTIVO CORRIENTE	**1,656**	**2,782**	**2,771**	**4,512**	**3,980**	**16,974**	**66.46%**	**53.30%**	**49.87%**	**51.31%**	**79.69%**	**68.02%**	**-0.39%**	**43.62%**	**276.20%**
Efectivo	23	96	6	229	39	744	0.94%	1.83%	0.12%	0.50%	3.49%	309.44%	-93.21%	496.37%	224.52%
Clientes	772	901	1,698	904	1,190	10,225	30.98%	17.25%	30.55%	15.34%	48.00%	16.70%	88.48%	-29.91%	1031.24%
Inventarios	312	1,211	498	1,864	1,569	2,166	12.51%	23.20%	8.96%	20.23%	10.17%	288.47%	-58.91%	215.34%	16.24%
Otros Activos Corrientes	549	575	570	1,515	1,182	3,839	22.03%	11.01%	10.25%	15.24%	18.02%	4.70%	-0.90%	107.57%	153.35%
ACTIVO NO CORRIENTE	**836**	**2,438**	**2,785**	**3,506**	**3,777**	**4,327**	**33.54%**	**46.70%**	**50.13%**	**48.69%**	**20.31%**	**191.77%**	**14.25%**	**35.60%**	**23.43%**
Activos Tangibles	836	1,503	1,883	2,374	2,407	3,027	33.54%	28.80%	33.88%	31.02%	14.21%	79.93%	25.22%	27.83%	27.53%
Activos Intangibles	0	0	0	12	0	13	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	9.30%
Otros Activos No Corrientes	0	934	903	1,120	1,370	1,287	0.00%	17.90%	16.25%	17.67%	6.04%	#########	-3.40%	51.81%	14.90%
TOTAL PASIVOS	**1,556**	**4,182**	**4,456**	**6,564**	**6,293**	**18,541**	**62.46%**	**80.12%**	**80.19%**	**81.13%**	**87.05%**	**168.74%**	**6.55%**	**41.22%**	**182.49%**
PASIVO CORRIENTE	**869**	**3,301**	**3,498**	**4,472**	**5,385**	**13,893**	**34.88%**	**63.23%**	**62.95%**	**69.42%**	**65.22%**	**279.87%**	**5.97%**	**53.96%**	**210.64%**
Pasivo sin Costo CP (Proveedores)	454	2,270	1,936	2,400	1,350	11,411	18.22%	43.49%	34.85%	17.40%	53.57%	400.22%	-14.70%	-30.29%	375.42%
Pasivo con Costo CP (Bancarias+Obligaciones)	0	148	419	1,400	753	357	0.00%	2.83%	7.54%	9.70%	1.68%	#########	183.78%	79.58%	-74.48%
Provisiones CP	15	92	186	328	49	428	0.58%	1.76%	3.34%	0.63%	2.01%	532.08%	102.69%	-73.80%	30.72%
Otros Pasivos sin Costo CP	401	791	956	344	3,234	1,697	16.08%	15.15%	17.21%	41.69%	7.96%	97.50%	20.89%	238.16%	392.89%
PASIVO NO CORRIENTE	**687**	**881**	**958**	**2,091**	**908**	**4,648**	**27.59%**	**16.89%**	**17.25%**	**11.70%**	**21.82%**	**28.25%**	**8.73%**	**-5.27%**	**122.29%**
Pasivo sin Costo LP	0	201	151	168	107	55	0.00%	3.85%	2.71%	1.38%	0.26%	#########	-24.95%	-29.21%	-67.43%
Pasivo con Costo LP (Bancaria+Obligaciones)	453	681	808	1,923	801	4,594	18.19%	13.04%	14.53%	10.33%	21.57%	50.14%	18.67%	-0.80%	138.84%
Otros Pasivos con Costo LP	234	0	0	0	0	0	9.39%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Provisiones LP	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PATRIMONIO NETO	**935**	**1,038**	**1,101**	**1,454**	**1,464**	**2,759**	**37.54%**	**19.88%**	**19.81%**	**18.87%**	**12.95%**	**10.98%**	**6.03%**	**33.02%**	**89.77%**
Capital	800	800	800	800	800	800	32.11%	15.33%	14.40%	10.31%	3.76%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Reserva	2	2	2	2	2	37	0.08%	0.04%	0.04%	0.03%	0.17%	0.00%	0.00%	0.00%	1742.18%
Otros resultados Integrales	0	0	0	257	0	640	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.00%	0.00%	0.00%	0.00%	148.84%
Resultados Acumulados	49	85	166	295	535	387	1.97%	1.63%	2.99%	6.90%	1.82%	73.10%	95.24%	221.71%	31.29%
Resultados del Ejercicio	84	151	132	100	127	895	3.37%	2.89%	2.38%	1.64%	4.20%	79.34%	-12.26%	-3.98%	796.11%

Fuente: NATLUK S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 3. Estado de Resultados (USD miles)

ESTADO DE RESULTADOS EMISOR							ANALISIS VERTICAL					ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2017	2018	2019	nov-20	2020	nov-21	2017	2018	2019	2020	nov-21	2017-2018	2018-2019	2019-2020	nov20-nov21
INGRESOS	**9,473**	**14,012**	**17,522**	**17,114**	**20,559**	**49,185**	**100.00%**	**100.00%**	**100.00%**	**100.00%**	**100.00%**	**47.91%**	**25.05%**	**17.33%**	**187.40%**
COSTO VENTA	8,561	12,748	16,251	16,157	19,474	46,699	90.37%	90.98%	92.75%	94.72%	94.95%	48.91%	27.48%	19.83%	189.02%
GANANCIA BRUTA	**912**	**1,264**	**1,271**	**956**	**1,085**	**2,486**	**9.63%**	**9.02%**	**7.25%**	**5.28%**	**5.05%**	**38.54%**	**0.57%**	**-14.66%**	**159.96%**
GASTOS OPERATIVOS(Ventas+Adm)	712	903	1,280	700	404	640	7.51%	6.44%	7.30%	1.96%	1.30%	26.85%	41.73%	-68.45%	-8.57%
EBITDA	**201**	**361**	**-9**	**256**	**681**	**1,846**	**2.12%**	**2.58%**	**-0.05%**	**3.31%**	**3.75%**	**80.02%**	**-102.37%**	**8045.80%**	**620.48%**
DEPRECIACIONES(dep)	18	65	65	2	328	2	0.19%	0.46%	0.37%	1.60%	0.00%	257.64%	0.00%	408.25%	0.00%
AMORTIZACIONES (amr)	17	0	0	0	0	0	0.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBIT	**166**	**296**	**-73**	**254**	**353**	**1,844**	**1.75%**	**2.12%**	**-0.42%**	**1.72%**	**3.75%**	**78.73%**	**-124.67%**	**582.60%**	**625.77%**
GASTOS FINANCIEROS	**35**	**92**	**168**	**155**	**166**	**949**	**0.37%**	**0.65%**	**0.96%**	**0.81%**	**1.93%**	**158.31%**	**83.80%**	**-1.11%**	**511.78%**
OTROS (+)INGRESOS / (-) GASTOS	**0**	**31**	**477**	**1**	**5**	**1**	0.00%	0.22%	2.72%	0.03%	0.00%	3094100.00%	1440.53%	-98.92%	-9.35%
EBT: GANANCIA (PERDIDA) ANTES DE 15% A TRABAJADORES E IMPUESTO A LA RENTA	**130**	**236**	**235**	**100**	**192**	**895**	**1.38%**	**1.68%**	**1.34%**	**0.93%**	**1.82%**	**80.82%**	**-0.23%**	**-18.55%**	**796.11%**
15% PARTICIPACION TRABAJADORES	20	35	35	0	29	0	0.21%	0.25%	0.20%	0.14%	0.00%	80.81%	-0.23%	-18.55%	0.00%
IMPUESTO A LA RENTA CAUSADO	27	50	68	0	36	0	0.28%	0.35%	0.39%	0.17%	0.00%	85.46%	36.36%	-47.05%	0.00%
EAT: GANANCIA (PERDIDA) NETA DEL PERIODO	**84**	**151**	**132**	**100**	**127**	**895**	**0.89%**	**1.08%**	**0.75%**	**0.62%**	**1.82%**	**79.34%**	**-12.26%**	**-3.98%**	**796.11%**
OTRO RESULTADO INTEGRAL	**0**	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL AÑO	**84**	**151**	**132**	**100**	**127**	**895**	**0.89%**	**1.08%**	**0.75%**	**0.62%**	**1.82%**	**79.34%**	**-12.26%**	**-3.98%**	**796.11%**

Fuente: NATLUK S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 4. Razones Financieras

INDICADORES FINANCIEROS	2017	2018	2019	nov-20	2020	nov-21
LIQUIDEZ						
Capital de Trabajo	787	-519	-726	39	-1,405	3,081
Liquidez	1.91	0.84	0.79	1.01	0.74	1.22
Prueba Ácida	1.55	0.48	0.65	0.59	0.45	1.07
SOLVENCIA						
Pasivo / Activo	0.62	0.80	0.80	0.82	0.81	0.87
Pasivo / Patrimonio	1.66	4.03	4.05	4.51	4.30	6.72
Pasivo / Ventas	0.16	0.30	0.25	0.19	0.31	0.35
Apalancamiento	2.66	5.03	5.05	5.51	5.30	7.72
ROTACIÓN						
Días de Cuentas por Cobrar	29	23	35	19	21	75
Días de Inventario	13	34	11	42	29	17
Días de Cuentas Por Pagar	19	64	43	53	25	88
Período de Conversión de Efectivo	23	-7	3	7	25	4
RENTABILIDAD						
Margen Bruto/Ventas	9.63%	9.02%	7.25%	5.59%	5.28%	5.05%
Margen de Utilidad en Operaciones	1.75%	2.12%	-0.42%	1.48%	1.72%	3.75%
EBITDA/Ventas	2.12%	2.58%	-0.05%	1.50%	3.31%	3.75%
Utilidad Neta/Ventas	0.89%	1.08%	0.75%	0.58%	0.62%	1.82%
ROE	8.99%	14.52%	12.02%	6.87%	8.68%	32.45%
ROA	3.37%	2.89%	2.38%	1.25%	1.64%	4.20%
Dupont						
Margen Neto	0.89%	1.08%	0.75%	0.58%	0.62%	1.82%
Rotación Activo	3.80	2.68	3.15	2.13	2.65	2.31
Multiplicador de capital	2.66	5.03	5.05	5.51	5.30	7.72

Fuente: NATLUK S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 5. Necesidades Operativas de Fondos (USD miles)

CÁLCULO DE NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS Y FONDO DE MANIOBRA							
			2018	2019	NOV 2020	2020	NOV 2021
CÁLCULO NOF	A.C.	+ Caja	96	6	229	39	744
		+ Clientes	901	1,698	904	1,190	10,225
		+ Inventarios	1,211	498	1,864	1,569	2,166
	P.C.	- Cuentas por Pagar Proveedores	2,270	1,936	2,400	1,350	11,411
		- Otros Pasivos Corto Plazo (Pasivo Espontáneos)	791	956	344	3,234	1,697
	NOF	= Necesidades Operativa de Fondos	-854	-691	252	-1,786	28
FINANCIACIÓN		Incremento/Disminución NOF	-	-19.07%	-	158.45%	-89.00%
	FONDO DE MANIOBRA	+ Fondos Propios	1,038	1,101	1,454	1,464	2,759
		+ Deudas largo plazo	681	808	1,923	801	4,594
		- Activos Inmovilizados	1,503	1,883	2,374	2,407	3,027
	F.M.	= Fondo de Maniobra	215	26	1,003	-141	4,326
		NOF-FM	-1,069	-717	-751	-1,645	-4,298

Fuente: NATLUK S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Son los fondos necesarios para financiar las operaciones habituales en la empresa, puesto que se necesita dinero en Clientes (Cuentas por Cobrar), Existencias (Inventario) y el mantenimiento de una caja mínima; y son financiadas mayormente con las cuentas Proveedores y otros pasivos espontáneos (sin costo), cabe resaltar que no se toma en consideración las Obligaciones financieras con Instituciones Bancarias o la porción corriente de Obligaciones emitidas.

Las NOF son una consecuencia directa de las políticas operativas de una empresa, si una empresa cambia su periodo de cobro, de pago, o su nivel de inventario, sus NOF también cambiarán

Anexo 6. Cálculo de Monto Máximo de Emisión (USD miles)

NATLUK S.A	
nov-21	
(Expresado en miles dólares de los Estados Unidos de América)	
TOTAL ACTIVOS	**21,301**
(-) Activos gravados	1,053
Subtotal Activos libres de gravamen	**20,248**
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	1,300
(-) Activos en Litigio*	0
(-) Monto de Impugnaciones Tributarias*	0
(-) Derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciaros que garanticen obligaciones propias o de terceros	0
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	0
(-) Saldo de valores renta fija emitidos emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de corto plazo considerese el total autorizado como saldo en ciculación.	4,000
(-) Cuentas por cobrar con personas juridicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social	0
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados mercados regulados y estén vinculadas con el emisor	0
Activos menos deducciones	**14,949**
Cupo de emisión (80% de los Activos menos deducciones)	**11,959**
Nivel de Cobertura (80% de los Activos menos deducciones / Obligaciones en circulación)	**2.17**
Indicador (Activos Libre de Gravamen / Obligaciones en Circulación)	**3.45**

* Independientes de la instancia administrativa o judicial en la que se encuentren

Fuente: NATLUK S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 7. Indicadores Macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio	Desv.Estd	Z-Valor
INDICADORES ECONÓMICOS Y SOCIALES									
Inflación anual (%)	3.4	1.1	-0.2	0.3	-0.1	-0.9	0.60	1.53	-0.44
Crecimiento PIB real (%)	0.1	-1.2	2.4	1.3	-0.1	-7.8	-0.89	3.60	0.22
INDICADORES EXTERNOS									
Cuenta corriente / PIB (%)	-2.2	1.3	-0.3	-1.4	-0.07	3.10	0.06	1.92	-0.07
INDICADORES FISCALES									
Déficit (Superávit) del PGE /PIB (%)	-4.0	-5.6	-5.9	-3.7	-2.26	-5.52	-4.47	1.42	1.56
Déficit (Superávit) del SPNF /PIB (%)	-6.0	-7.3	-4.5	-1.2	-0.1	-2.1	-3.52	2.85	1.20
Deuda pública interna / PIB (%)	12.6	12.5	14.2	12.5	14.75	18.01	14.09	2.15	0.31
Deuda pública externa / PIB (%)	20.4	25.7	30.4	32.6	38.02	45.91	32.17	9.03	0.65
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS									
Crédito al sector privado OSD+OSF (millones $)	28,162	29,886	34,743	39,980	44,537	45,649	37159.50	7,404.70	1.00
OTROS INDICADORES									
Precio del Petróleo WTI	48.7	43.3	50.8	65.2	61.8	49.1	53.16	8.48	1.02
Promedio Anual EMBI-Riesgo País	995.5	994.9	621.3	641.1	677.6	2,412.1	1057.10	685.65	-0.55

Fuente: World Economic Forum. B.M. Transparency International. The Economist Intelligence Unit. INEC. BCE. Min. de Fin.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.