

Quinta Emisión de Obligaciones - Incubadora Andina Incubandina S.A.

Comité No: 017-2024	Fecha de Comité: 31 de enero de 2024
Informe con Estados Financieros no auditados al 30 de noviembre de 2023	Quito – Ecuador
Ing. Jhonatan Velasteguí	dvelastegui@ratingpcr.com (593) 2450-1643

Instrumentos Calificados	Calificación	Revisión	Resolución SCVS
Quinta Emisión de Obligaciones	AA	Tercera	SCVS-IRQ-DRMV-2023-00037018 (21-marzo-2023)

Significado de la Calificación

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

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la inmediata inferior.

"La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio"

Racionalidad

En comité de Clasificación de Riesgo, PCR decidió asignar la calificación de **"AA"** a la **Quinta Emisión de Obligaciones de Incubadora Andina Incubandina S.A.**, con información al 30 de noviembre de 2023. La calificación se sustenta en la trayectoria que mantiene la empresa dentro del mercado avícola además del fortalecimiento de nuevos segmentos de venta con mayor margen de ganancia como es el pollo faenado. Adicionalmente, se destaca la mejora en sus indicadores de rentabilidad, la cual viene de la mano de un incremento en el nivel de ventas y una mejora en el margen de costos. De este modo, los flujos EBITDA de la empresa se dinamizaron lo cual impactó positivamente sus niveles de cobertura tanto de deuda como de gastos financieros. En cuanto a sus niveles de liquidez se destaca que el indicador se posiciona por encima de la unidad. En el apartado de solvencia, se observa una mejora anual en el nivel de apalancamiento debido al incremento en la cuenta aporte para futuras capitalizaciones, posicionándose a la par de su promedio histórico; asimismo, el tiempo necesario para cubrir sus obligaciones financieras mediante sus flujos también se vio reducido anualmente. Sin embargo, si bien la cartera comercial muestra una reducción, al analizar la cuenta más a fondo se ve que el nivel de morosidad de la misma aumentó.

Resumen Ejecutivo

- **Posicionamiento y trayectoria de Incubadora Andina INCUBANDINA S.A.:** Incubadora Andina Incubandina S.A. es una compañía inmersa en el sector de la producción avícola que cuenta con más de 25 años de experiencia en el mercado nacional, fue creada ante la iniciativa de varios avicultores de la provincia de Tungurahua, quienes se reunieron con la finalidad de producir pollitas bb en su línea de postura y pollitos bb para su línea de carne, teniendo una positiva acogida en el mercado en el que actualmente aún trabajan en estas líneas, a las que se suma la de huevos comerciales, balanceados y Pollo Broiler. En los últimos años, INCUBADORA ANDINA INCUBANDINA S.A. ha emergido como una de las empresas avícolas más destacadas en la región central del país. Este ascenso se atribuye principalmente a la relevancia de sus productos estrella, la Pollita bb y el Pollo bb. Además, los centros de producción de la empresa se destacan por cumplir con rigurosos estándares de bioseguridad y cuidado ambiental. Estos centros cuentan con ambientes controlados y sistemas de producción modernos que resultan en productos de alta calidad en diversas líneas de negocio. Además, la empresa colabora estrechamente con reconocidas casas genéticas a nivel mundial, tales como Lohmann Tierzucht y H&N International.
- **Mejora interanual de los indicadores de rentabilidad atado al fortalecimiento del segmento de faenado de pollo:** Tras el análisis, se ve una importante mejora en los resultados de la empresa en comparación con lo registrado en noviembre de 2022, esto se debe al crecimiento de las ventas que ha sido superior al costo lo cual tuvo una incidencia positiva sobre la utilidad bruta. En este punto cabe mencionar que, la empresa ha realizado inversiones importantes enfocadas a potenciar la planta de faenado de pollo para así incrementar la venta de ese segmento, esto con el objetivo de incrementar su margen de ingresos; así pues, se menciona que el producto en mención exhibe un crecimiento interanual en ventas de +30,69% (US\$ +3,80 millones). Adicional, también se ve un aumento tanto en los gastos operacionales, gastos financieros, así como también en el rubro de otros ingresos. De este modo, INCUBANDINA S.A. refleja una mejora interanual en su utilidad

de +377,19% (US\$ +608,06 millones) lo cual ha impactado positivamente en sus indicadores de rentabilidad ROE (3,91%) y ROA (1,08%), mismos que aumentaron en +5,51 p.p. y +1,45 p.p., respectivamente.

- **Indicadores de liquidez por encima de la unidad debido a la disminución de su endeudamiento:** Históricamente la entidad ha mantenido indicadores de liquidez en niveles consistentemente inferiores a la unidad, esto se debe principalmente al giro de negocio del emisor, en donde los activos biológicos (aves de postura) y propiedad planta y equipo que conforman el activo productivo se los registra en los activos no corrientes. Sin embargo, al cierre de noviembre de 2023 INCUBANDINA S.A. registró su nivel de liquidez por encima de la unidad, alcanzando un valor de 1,02 veces lo cual es inferior a su similar de 2022 (1,17 veces). En este sentido, se resalta un adecuado enfoque que la empresa en relación a sus niveles de liquidez y la generación de flujos. Asimismo, se menciona que, a diferencia del año pasado donde gran parte de la deuda no corriente pasó a la parte corriente afectando así sus indicadores de liquidez al cierre del año 2022, para el presente año se tiene que la deuda financiera a largo plazo tiene vencimiento más allá del 2024. Adicional, se menciona que la empresa tiene una gran capacidad de generación de flujo operativo, lo cual le sirve para poder hacer frente al pago de sus obligaciones.
- **Aumento en el nivel de morosidad de su cartera comercial:** El análisis de la cartera comercial de INCUBANDINA S.A. refleja que, si bien la misma se ha reducido de manera interanual, la calidad de la misma se ha deteriorado al incrementar su nivel de morosidad al pasar de 36,07% en noviembre de 2022 a 45,62% en noviembre de 2023 debido al aumento en su cartera vencida. Particularmente, la cartera vencida se concentra en los días de 1 a 60 días, períodos los cuales abarcan el 57,69% del total. Adicional, se menciona que dentro de la misma se encuentran convenios de pago con los clientes por un valor de US\$ 178,17 mil al cierre de noviembre de 2023. Por su parte, la rotación de cuentas por cobrar se redujo en -10 días respecto a lo mostrado en noviembre de 2022 cerrando con un valor de 32 días.
- **Robustos niveles de cobertura de los flujos EBITDA sobre el nivel de endeudamiento y gastos financieros:** Una vez efectuado el análisis, se ve que la deuda financiera de la empresa ha mostrado una reducción importante de -10,56% (US\$ -2,44 millones), al posicionarse en US\$ 20,68 millones, específicamente se denota una distribución que se concentra en el largo plazo (72,96%) mientras que el corto plazo representa el 27,04%. Por su parte, se evidencia un aumento de los gastos financieros debido a la variación nacional e internacional de las tasas de interés por préstamos bancarios y por obligaciones emitidas. Adicionalmente, se resalta el impulso de los flujos EBITDA lo cual tuvo una influencia positiva en los niveles de cobertura de deuda financiera y mantuvo un nivel de cobertura robusto de gastos financieros a pesar del acrecentamiento de estos. Así pues, al cierre de noviembre de 2023 se destaca el hecho de que INCUBANDINA S.A., mantiene un alto nivel de cobertura, comportamiento que se ha fortalecido de manera interanual.
- **Cumplimiento de resguardos de ley a noviembre 2023:** A la fecha de corte, INCUBANDINA S.A. ha cumplido con los resguardos de ley predeterminados al momento de la emisión, cumpliendo de esta manera con lo propuesto en la revisión a la V Emisión de Obligaciones.

Factores Clave

Factores que podrían mejorar la calificación:

- Mejora sostenida de los indicadores de rentabilidad de la empresa.
- Paulatina reducción en su nivel de apalancamiento.
- Incremento en la participación del mercado en el nivel de ingresos.
- Reducción paulatina del nivel de morosidad de su cartera comercial.
- Aumento en el nivel de cobertura tanto de deuda como de gastos financieros.
- Mantenimiento sostenido de su indicador de liquidez por encima de la unidad.

Factores que podrían reducir la calificación:

- Deterioro de su cartera que dificulte la recuperación de los créditos otorgados.
- Desmejora constante de los niveles de rentabilidad.
- Incremento agresivo del nivel de endeudamiento que reduzca considerablemente su nivel de cobertura.
- Afectaciones en su indicador de liquidez que posicionen al mismo ampliamente por debajo de la unidad.
- Aumento constante del nivel de apalancamiento.

Riesgos Previsibles

- Las fluctuaciones en los precios de materia prima (maíz) derivada de las condiciones de oferta en el mercado nacional, situación que evidencia su mayor impacto en la época de post cosecha, aspecto que afecta la composición del costo. Como estrategia de mitigación, la empresa aprovecha las épocas de cosecha para provisionarse de materia prima y almacenarla en silos.
- El comportamiento de la cartera del emisor se relaciona con la informalidad de los agentes económicos inmersos en el sector, por lo que mantiene una elevada morosidad de la cartera comercial concentrada en plazos de hasta 60 días. A la fecha de corte, la empresa ha visto incrementada su cartera vencida lo cual ha afectado el nivel de morosidad de la misma, ante esto la empresa cuenta con provisiones que permiten mitigar el riesgo.
- Al emisor desempeñar sus actividades en un sector relacionado a la cadena de alimentos se encuentra expuesta a situaciones extraordinarias como son paralizaciones por desconformidades con políticas gubernamentales. En este punto también se incluyen panoramas de pandemia como se vivió hace pocos años atrás.

Aspectos de la Calificación

La calificación de riesgo otorgada al instrumento se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

Contexto Macroeconómico¹

A partir del año 2018, la reducción del gasto de consumo final del gobierno ha generado una considerable desaceleración del PIB debido a la dependencia de la economía nacional hacia el sector público. Si bien, este comportamiento se mantuvo durante el año en mención y a principios del 2019, la contracción se acentuó durante los dos últimos trimestres del 2019 producto de las manifestaciones de octubre, ocasionadas por la propuesta del ejecutivo de eliminar el subsidio a los hidrocarburos; seguidamente, cuando el país estaba tratando de conseguir la senda del crecimiento en el 2020, surge en China la propagación del virus Covid-19, el cual por su alta tasa de contagio logra diseminarse por todo el mundo; generando la paralización económica en la mayoría de países a nivel mundial. Por lo anterior, Ecuador no fue inmune al impacto negativo en su economía, el cual registró una caída del 7,75% de su Producto Interno Bruto, impulsado principalmente por el decrecimiento de la inversión, la disminución del consumo final de hogares, gobierno general y la contracción de las exportaciones de bienes y servicios.

Para inicio del año 2021, la paulatina reapertura de los establecimientos y el inicio de los planes de vacunación, permitieron que la economía local comience a recuperarse. El 24 de mayo del mismo año, Guillermo Lasso fue posesionado como presidente electo por el Ecuador, la estabilidad política generó una confianza en el mercado y, es así como, al segundo semestre, el PIB creció en 4,24 p.p. frente a lo reflejado el año anterior, con lo cual superó la proyección de 3,55% realizada por el Banco Central del Ecuador. El desempeño obtenido, responde al incremento del Gasto de Consumo Final de los Hogares, causando una recuperación de las actividades económicas y productivas en el país.

A marzo 2022, iniciaron los conflictos bélicos entre Rusia y Ucrania, lo que afectó negativamente al dinamismo económico global, como por ejemplo el canal de comercio internacional, tanto en importaciones y exportaciones, flujo de pagos, por lo que las transacciones con el mercado euroasiático se ralentizaron, se considera que hasta el 2021, Rusia era el tercer país de destino de exportaciones no petroleras, específicamente de banano, camarón y flores. De manera similar, el costo del transporte marítimo se encareció, causando un aumento en el costo de la materia prima. Por otro lado, Rusia se vio afectado a nivel de exportaciones de petróleo, lo que repercutió positivamente sobre los ingresos del Estado ecuatoriano, percibiendo US\$ 144,20 millones adicionales por cada dólar en que se incrementa el precio del crudo por encima del precio estipulado en la proforma General del Estado.

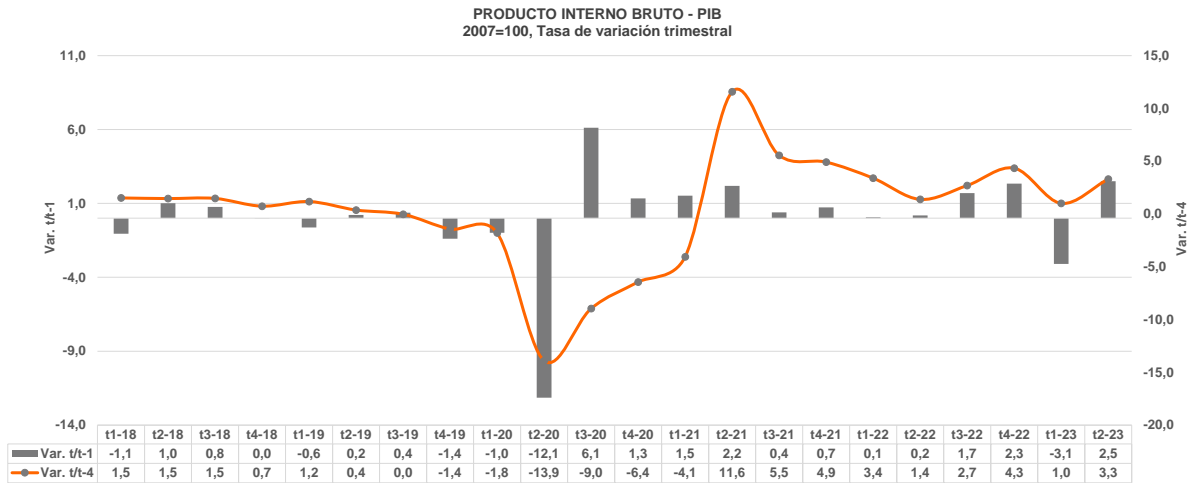
En referencia al segundo semestre de 2022, la economía nacional tuvo afectaciones importantes que generaron una interrupción de las actividades productivas y cotidianas causadas por las movilizaciones. Los efectos, a junio, sumaron US\$ 1.115,40 millones, de lo cual US\$ 1.104,80 millones corresponde a pérdidas y el restante a daños. Los cinco sectores que tuvieron mayores afectaciones fueron: energía e hidrocarburos US\$ 329,70 millones, comercio con US\$ 318,10 millones, industria con US\$ 227,40 millones, agricultura con US\$ 80,40 millones y turismo con US\$ 56,20 millones.

A finales de 2022, la economía nacional demostró un dinamismo positivo de +2,95 p.p., alcanzando un PIB de US\$ 71.125,24 millones, lo cual se ubica 0,2 p.p. por encima de lo esperado según el ajuste en la previsión del Banco Central realizada durante el tercer trimestre del mismo año. Este incremento es una muestra de la recuperación de la economía nacional posterior a las paralizaciones llevadas a cabo en el mes de junio. En términos generales, el crecimiento obtenido es resultado de un incremento interanual de 2,52 p.p. en el Gasto del consumo Final del Gobierno en 7,60% Gasto de Consumo Final de los Hogares en +3,80% y Formación Bruta de Capital fijo en 2,50%.

Con las últimas cifras oficiales publicadas por el Banco Central de Ecuador, se cuenta con el reporte al segundo trimestre de 2023, donde se evidencia que el PIB experimentó un crecimiento de +3,34% en comparación con el mismo período del año anterior, alcanzando un monto de US\$ 18.122,58 millones. Dicho dinamismo, fue impulsado principalmente por el gasto del gobierno (+6,4%), consumo de los hogares (+4,3%) y la Formación Bruta de Capital Fijo en +3,8%. Se destaca principalmente el crecimiento del Gasto del Gobierno el cual se dio principalmente por compra de bienes y servicios; así como, el pago de remuneraciones del sector salud y educación; así mismo, el consumo de los hogares se expandió principalmente por un mayor nivel de remesas y operaciones de créditos de consumo y por último la Formación Bruta de Capital Fijo, se vio influenciada positivamente por una mayor compra de maquinarias y equipos de transporte.

Además, existió un aumento del 6,2% en las importaciones, debido a una mayor adquisición de maquinarias, equipos eléctricos, productos químicos y equipos de transporte; por otro lado, las exportaciones tuvieron una ligera caída del 0,2%, causado por la disminución en la venta de petróleo, pescado elaborado y minerales metálicos y no metálicos

¹ Las cifras utilizadas para este extracto son las últimas publicadas por la página web del Banco Central del Ecuador



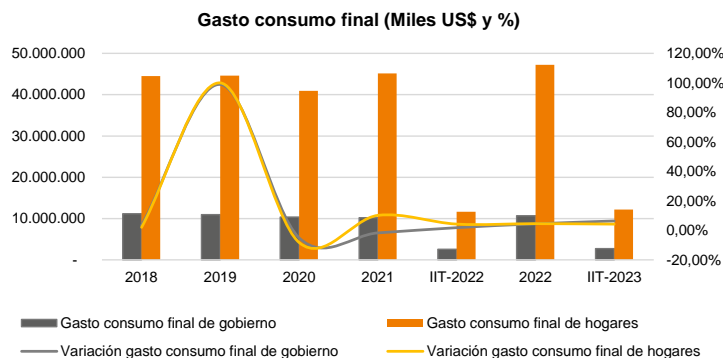
Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

En cuanto a las industrias, 15 de los 18 sectores reportaron crecimientos; siendo los más importantes suministros de electricidad y agua que creció en un 10,8%; seguido de acuicultura pesca y camarón con el 10,5%, enseñanza y servicios sociales con el 8,5%, correo y comunicaciones con el 7,5% y Administración Pública en 4,3%; en contraposición los sectores que reportaron unas caídas fueron: pesca excepto camarón con el -6,4%, servicio doméstico con -2,3% y refinación del petróleo con -1,8%.

Con fecha 10 de mayo de 2023, se firmó el Tratado de Libre Comercio Ecuador-China, siendo este el primer acuerdo comercial que el Ecuador suscribe con un país asiático. En el cual, se contempla 17 disciplinas y es considerado de última generación debido al capítulo de comercio electrónico. En materia de bienes, el intercambio comercial entre ambos países alcanzó alrededor de los US\$ 12.000 millones para el 2022. Las exportaciones alcanzaron los US\$ 5.823 millones, sobresaliendo productos como el camarón, el concentrado de plomo y cobre, otros productos mineros, banana, balsa, madera y sus elaborados, cacao, entre otros. Se registraron importaciones por un monto aproximado de US\$ 6.353 millones, en productos como: manufacturas de metales, automóviles, teléfonos celulares, computadoras, máquinas y sus partes, entre otros. Es importante mencionar que, el 77% de las importaciones provenientes de China se centran en materias primas, insumos, bienes de capital y combustibles, elementos necesarios para la producción.

En materia de política, el 17 de mayo de 2023, el entonces Presidente del Ecuador, Guillermo Lasso, mediante decreto ejecutivo 741 resolvió la disolución de la Asamblea Nacional. La decisión del mandatario se enmarcó en un mecanismo constitucional conocido como muerte cruzada. El 20 de octubre del presente periodo, el Consejo Nacional Electoral (CNE) ratificó, con el 100% de actas escrutadas, la victoria de Daniel Noboa en las elecciones presidenciales anticipadas. Con su triunfo el riesgo país presentó cierta mejoría, pues el EMBI disminuyó a 1.750 puntos.

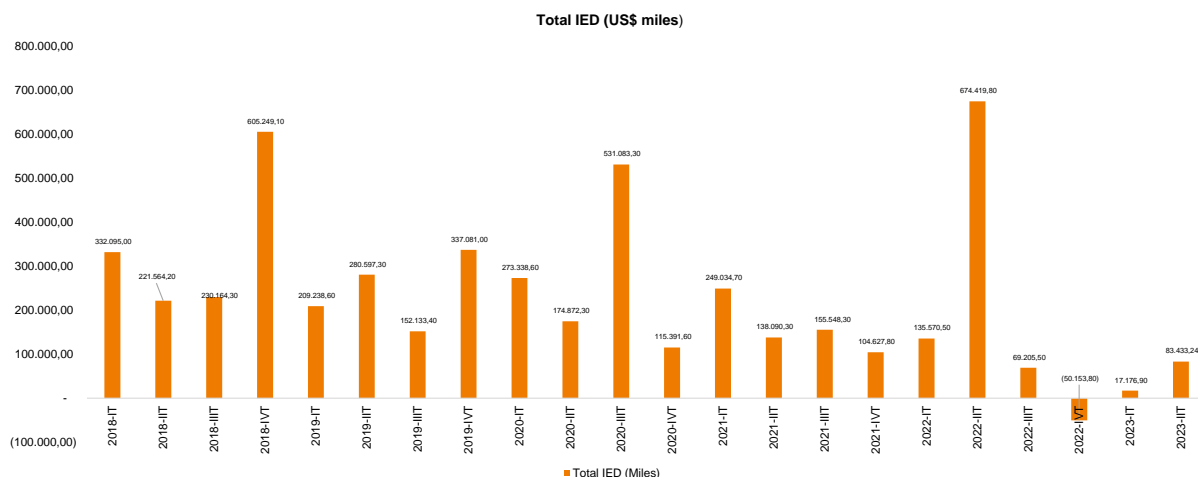
Con fecha 1 de noviembre de 2023 la Corte Constitucional revisó y aprobó el Tratado de Libre Comercio (TCL) entre China y Ecuador, en el cual hay varios beneficios para las exportaciones de nuestro país; una vez que este acuerdo entre en vigencia, pues se encuentra pendiente la aprobación final de la siguiente Asamblea Nacional. El primer beneficio es el acceso real a la oferta exportable actual y en mejores condiciones a un mercado de 1.400 millones de consumidores. A su vez, este acuerdo permite equiparar las condiciones de competencia con los países vecinos (Perú, Centro América) que ya tienen acuerdo con China.



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Inversión Extranjera Directa (IED)²

Para el segundo trimestre de 2023, la inversión Extranjera Directa experimentó un crecimiento de US\$ 83,43 millones, debido al incremento de las acciones y otras participaciones de capital. Individualmente, la Inversión Extranjera Directa por actividad económica, presentó una desinversión en dos de las nueve actividades reportadas por el Banco Central del Ecuador. Interanualmente, el sector de explotación de minas y canteras, comercio, exhibieron un aumento considerable. Al contrario, el sector de servicios prestados a las empresas, transporte, almacenamiento y comunicaciones y la industria manufacturera demostraron una reducción. Debido a la situación política, el tema de seguridad ha generado incertidumbre a los inversionistas, dificultando la atracción de nuevos capitales.



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

La Inversión Extranjera Directa considera solamente los nuevos capitales que ingresan al país. Por este motivo, los flujos de IED de años anteriores pueden estar reinvertidos ya que al generarse en el país no se consideran como IED. En referencia a las actividades en las que se evidencia un crecimiento del capital extranjero de manera interanual. A continuación, se presenta un detalle de la inversión extranjera directa del último año:

Inversión Extranjera Directa (Miles de US\$)						
Participación por industria	2022-IT	2022-IIIT	2022-IIIIT	2022-IVT	2023-IT	2023-IIIT
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	15.617,30	(128,50)	24.929,40	20.605,50	475,20	1.058,03
Comercio	39.807,80	7.701,70	11.483,00	8.408,20	8.487,20	32.239,45
Construcción	534,00	192,70	3.616,90	1.163,90	(303,70)	(1.524,20)
Electricidad, gas y agua	2.253,90	88,20	5.256,50	(145,90)	(1.799,70)	400,80
Explotación de minas y canteras	50.307,90	(111.459,60)	(27.238,70)	(101.857,20)	5.013,40	43.029,22
Industria manufacturera	3.787,70	222,90	17.111,00	46.098,30	15.718,80	(1.270,73)
Servicios comunales, sociales y personales	(8.402,00)	8,10	0,40	32,40	1.015,90	138,41
Servicios prestados a las empresas	16.208,50	752.852,10	31.410,00	1.365,40	(26.263,00)	1.559,55
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	15.455,40	24.942,20	2.637,00	(25.824,40)	14.832,80	7.802,71
Total IED	135.570,50	674.419,80	69.205,50	(50.153,80)	17.176,90	83.433,24

Fuente: INEC / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Índice de Precios al Consumidor (IPC)

La tasa de variación anual del IPC en Ecuador al cierre de diciembre 2023 se situó en 1,4%, es decir, -0,10% inferior a la del mes anterior. En este sentido, no ha existido una variación mensual del IPC, de manera que la inflación acumulada en 2023 es del 1,4%. Cabe señalar que, hubo un aumento del 0,8% de los precios de Ocio y Cultura, hasta ubicarse su tasa interanual en el -0,6%, que difiere con el descenso de los precios de Transporte del -0,6%, y una variación interanual del -0,1%.

La inflación mensual en diciembre 2023, respecto a noviembre 2023, disminuyó en -0,02%. Por su parte, en el comparativo interanual, la inflación anual de precios decrece en -2,39%, cerrando a diciembre 2023 en 1,35%, mientras que en diciembre de 2022 fue de 3,74%. Finalmente, en diciembre de 2023 el costo de la Canasta Familiar Básica (CFB) se ubicó en US\$ 786,31 dólares, mientras que, el ingreso familiar mensual de un hogar tipo fue de US\$ 840,00 dólares, lo cual representa el 106,83% del costo de la CFB.

Las Canastas Familiares: Básica (Compuesta por 75 productos) y Vital (Compuesta por 73 productos, son un conjunto de bienes y servicios imprescindibles para satisfacer las necesidades básicas del hogar tipo compuesto por 4 miembros con 1,6 perceptores de ingresos que ganan la remuneración básica unificada.

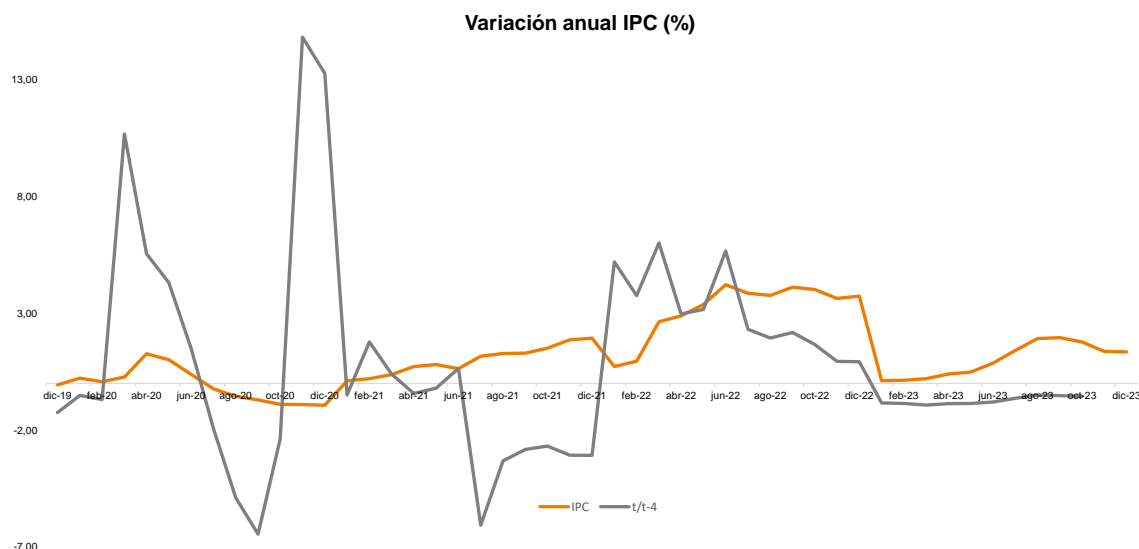
IPC Acumulada Anual												
Período	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre
2017	0,09	0,29	0,42	0,86	0,91	0,32	0,18	0,20	0,04	-0,10	-0,38	-0,20
2018	0,19	0,34	0,41	0,27	0,09	-0,19	-0,19	0,08	0,47	0,42	0,17	0,27
2019	0,47	0,24	0,02	0,19	0,19	0,15	0,25	0,14	0,13	0,65	-0,06	-0,07
2020	0,23	0,07	0,27	1,28	1,01	0,39	-0,23	-0,55	-0,71	-0,90	-0,90	-0,93
2021	0,12	0,20	0,38	0,73	0,81	0,63	1,16	1,28	1,30	1,51	1,87	1,94

² A la fecha de realización del presente informe, el BCE no ha publicado cifras del IED al tercer trimestre 2023.

2022	0,72	0,96	1,07	1,67	2,24	2,90	3,06	3,09	3,46	3,58	3,57	3,74
2023	0,12	0,14	0,20	0,40	0,49	0,87	1,41	1,92	1,96	1,78	1,37	1,35

Fuente: INEC / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

En relación con los componentes del IPC, En la canasta del IPC existen doce divisiones de consumo. Las tres divisiones que más incidieron en la inflación mensual de diciembre de 2023 son las siguientes: Transporte (-0,0524%); Alimentos y bebidas no alcohólicas (-0,0098%); y, Muebles, artículos para el hogar y para la conservación ordinaria del hogar (-0,0070%).



Fuente: INEC / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Perspectivas Económicas Nacionales

De acuerdo con estimaciones del Banco Central del Ecuador (BCE) y del Fondo Monetario Internacional (FMI), se esperaba que la economía ecuatoriana cierre el 2022 con un incremento de 2,70% con respecto a 2021, sin embargo, el país logró cerrar el año con un crecimiento de 2,90%, lo cual implica 0,2 p.p., más de lo esperado. De igual manera, las proyecciones del BCE sugieren que durante el 2023 la economía crecerá un 3,10%, siendo el consumo de los hogares y la formación bruta de capital fijo (FBKF) los pilares para lograrlo debido a su considerable recuperación postpandemia. En el caso del consumo de los hogares, que representa el 60,00% del PIB nacional, se evidencia un notable crecimiento llegando a superar incluso sus niveles previos a la pandemia. En este apartado, el sector de construcción será un factor clave para explicar el incremento en la inversión dado que representa un 68,00% del total.

Calificación de Riesgo Soberano

Dada la situación coyuntural del país, el mes de agosto de 2023 la Calificadora de Riesgos FITCH Ratings Riesgo país informó la rebaja de la calificación de la deuda soberana de Ecuador de B- a CCC+ debido a un escenario fiscal más desafiante.

Dentro de los criterios para el cambio de calificación, se obtienen factores que consideró la Calificadora como los **mayores riesgos de financiamiento** que provienen del considerable deterioro en las cuentas fiscales, con un alcance limitado para financiamiento adicional en el mercado local y un desafiante contexto de financiamiento externo.

Alineado a este análisis, durante el transcurso del año 2023, ha sido evidente la complicada situación y necesidades de liquidez del sector bancario, cooperativo y real. El sistema financiero nacional, experimentó una tendencia al alza en las tasas de interés pasivas y, por ende, un control de sus tasas activas, alineadas a los techos definidos por el Banco Central del Ecuador, hecho que influyó en las variaciones del spread financiero. Asimismo, las instituciones financieras han incurrido en mayores complicaciones para el otorgamiento de créditos del exterior, aunado a aumento en el riesgo político y los desafíos de gobernabilidad.

En tal sentido, Fitch no prevé un progreso significativo en la reforma para abordar la situación fiscal y financiera de Ecuador y esto seguirá obstaculizando el acceso a deuda en el mercado internacional y la capacidad del país para asegurar un nuevo acuerdo con el **Fondo Monetario Internacional (FMI)**.

A continuación, se presenta un cuadro comparativo de la calificación del Riesgo Soberano del país por 3 firmas Calificadoras Internacionales:

Calificaciones de Riesgo Soberano Ecuador 2023			
Calificadoras de Riesgo	Calificación	Perspectiva	Actualización
FITCH	CCC+	-	Agosto 2023
MOODY'S	Caa3	Estable	Febrero 2023
S&P	B-	Estable	Agosto 2022

Fuente: Calificadoras de Riesgo Internacionales / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Oferta y Utilización Final de Bienes y Servicios

La evolución en el gasto del consumo final del gobierno mantiene un comportamiento acorde a los objetivos del Ejecutivo nacional, el cual consiste en disminuir progresivamente el gasto público. En este sentido, al cierre del 2022 el gasto consumo final de los hogares registró un comportamiento positivo al pasar de US\$ 45.142 millones al finalizar el 2021 a US\$ 47.216 millones en diciembre 2022. Por el lado del gasto de consumo final del gobierno, este cerró en US\$ 10.670 millones mostrando un incremento interanual de 4,46% (US\$ 455,15 millones) a comparación con el mismo periodo de 2021.

Al cierre del último trimestre del 2022 existe un incremento interanual en el Gasto de Consumo Final de los Hogares, Gasto de Consumo Final del Gobierno y la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) en 3,78%, 7,63% y 2,49% respectivamente; mientras que, en el acumulado anual las cifras fueron de 4,59%, 4,46% y 2,52%. En el caso de la FBKF, la adquisición de maquinaria y equipo de transporte ha sido la principal razón de dicho aumento, sobre todo por un incremento en la compra de vehículos de carga y de uso industrial como tracto camiones, buses y camiones, a eso se suma un desempeño positivo en el sector de construcción. En el caso del Gasto de Consumo Final del Gobierno General, el incremento reportado es el reflejo de un aumento en el gasto realizado en administración pública, defensa, seguridad interna y externa; así como la compra de bienes y servicios para los sectores de salud y educación. De manera particular, el incremento obedece a un aumento en el pago de remuneraciones y de la compra de bienes y servicios correspondiente a un 9,60% y 13,60% respectivamente.

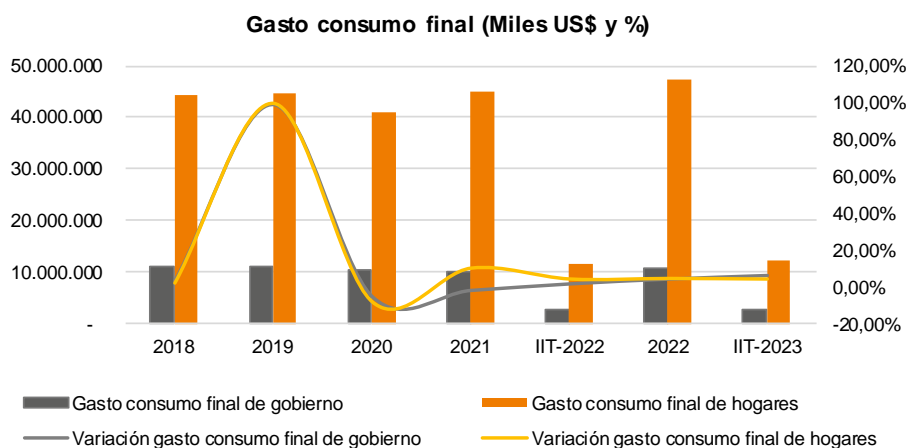
Al cierre del segundo trimestre de 2023, el gasto de los hogares en bienes y servicios aumentó un 4,3% anualmente, impulsado por una mayor demanda de productos agrícolas como banano, café, cacao y flores, así como productos manufacturados como carne, camarones y lácteos. También se observó un crecimiento en servicios como electricidad, construcción, telecomunicaciones y educación. Este incremento estuvo ligado a un aumento significativo (14,2%) en los préstamos para consumo otorgados por el Sistema Financiero Nacional y un crecimiento del 4,4% en las importaciones de bienes de consumo.

Además, las remesas recibidas experimentaron un aumento del 16,1%, destacando los incrementos desde Estados Unidos (24,6%), Italia (1,8%) y España (1,4%), que representaron la mayoría de los giros recibidos. En el ámbito trimestral, el gasto de consumo final de los hogares creció un 2,5%, influenciado por un mayor consumo en productos agropecuarios, manufacturados y servicios, así como un aumento en operaciones de crédito, giros de remesas y la importación de bienes de consumo.

En cuanto al gasto del gobierno, durante el segundo trimestre de 2023, se evidenció un incremento anual del 6,4% en los gastos de consumo llevados a cabo por el Gobierno General. Estos gastos se enfocaron en proveer tanto servicios colectivos, como administración pública, defensa, y seguridad, así como servicios individuales en áreas cruciales como salud y educación, directamente beneficiando a la población.

Este aumento se atribuyó principalmente al crecimiento en la adquisición de bienes y servicios en un 23,6% y al aumento de las remuneraciones en un 7,0%. En relación con la adquisición de bienes y servicios, en el ámbito de la salud, se observó una mayor inversión en la compra de medicamentos y dispositivos médicos generales y específicos para laboratorio clínico y patología, elementos fundamentales para mantener y expandir la cobertura de atención sanitaria. Por otro lado, en el ámbito educativo, se incrementó la inversión en la adquisición de alimentos escolares, libros y uniformes, contribuyendo al programa de mejora de la educación.

A nivel trimestral, el Gasto de Consumo Final del Gobierno General experimentó un aumento del 3,5%. Este incremento se debió a varios factores, incluyendo un aumento en el pago de remuneraciones (4,4%), abarcando a miembros de las Fuerzas Armadas y de la Policía Nacional en servicio activo como parte del programa de seguridad integral. También se observaron incrementos en las remuneraciones de los docentes del magisterio y docentes e investigadores universitarios involucrados en el programa de Educación Básica. Además, se asignaron recursos a profesionales de la salud para fortalecer la atención integral en el primer nivel de atención.



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

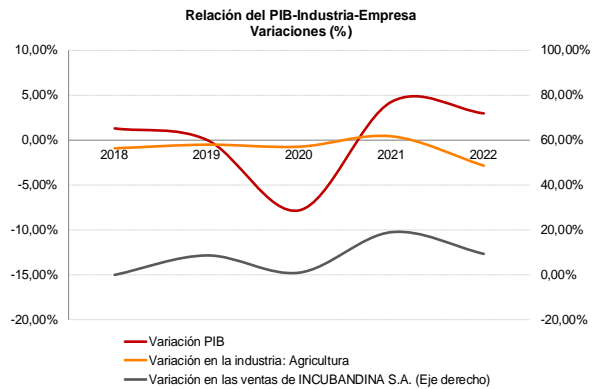
Endeudamiento

El saldo de la deuda externa pública, al tercer trimestre 2023 totalizó US\$ 47.403,4 millones y la deuda externa privada en US\$ 10.722,2 millones. La deuda externa pública, es equivalente al 39,6% del PIB. El país obtuvo desembolsos por US\$ 541,1 millones y se pagaron amortizaciones por US\$ 145,30 millones. En tal sentido, el flujo neto de la deuda fue de US\$ 395,8 millones. Por otra parte, el saldo de la deuda externa privada fue de US\$ -178,8 millones, como resultado de la cuantificación de desembolsos por US\$ 46,9 millones y del pago de amortizaciones por US\$ 255,7 millones. El saldo de la deuda externa privada a agosto fue de USD 10.772,2 millones, equivalente al 9,0% del PIB.

Análisis de la Industria:

La industria alimenticia se encarga de transformar materias primas que provienen del sector agrícola, ganadero y acuícola. Con ello, forma una cadena productiva (producción de insumos industrializados y generación de alimentos) independiente en redes logísticas de transporte, almacenamiento y distribución.

La principal actividad del emisor es la producción de pollitos bb. Por lo que el emisor entraría dentro del sector de agricultura, ganadería, silvicultura y pesca. En el 2018, los sectores que componen esta industria representaron alrededor del 7,71% del PIB y para 2022 representa el 7,50%. En los últimos 5 años ésta ha decrecido en promedio un -0,94%. Para analizar el comportamiento de las ventas y su relación con el entorno económico se tomará en cuenta la evolución de la economía nacional y por industria. En este sentido, se observa que la empresa muestra un comportamiento similar respecto a la industria ya que gráficamente se puede apreciar cierto nivel de correlación. Cabe indicar que el sector analizado abarca algunas industrias, por tanto, no se adapta completamente al giro del negocio del emisor



Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

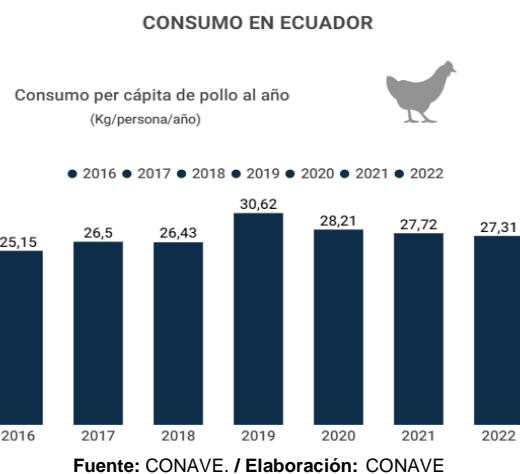
Los alimentos balanceados son mezclas homogéneas para satisfacer las necesidades de una especie animal, cuyos principales componentes son: maíz y pasta de soya. Los tres componentes constituyen aproximadamente el 80% del alimento. Según la Asociación Ecuatoriana de Fabricantes de Alimentos Balanceados para Animales (AFABA), indica que El Ministerio de Agricultura y Ganadería dispone a las empresas la adquisición total de la cosecha nacional de invierno y verano del grano. Según estadística en 2022, la superficie cosechada de maíz en Ecuador fue de 362,473 hectáreas, abarcando una producción de 1.641.131 toneladas métricas, las principales provincias de donde se obtiene el producto son: Los Ríos (42%), Manabí (20%), Guayas (19%), Loja (4%) y Santa Elena (1%). Adicional, en el año 2022 la producción de maíz disminuyó en 3% respecto al 2021

Según el Ranking de empresas 2022, existieron 56 empresas que se dedicaron al cultivo de maíz, de las cuales el 81% se encontraron situadas en las provincias de Guayas (45%), Los Ríos (20%) y Manabí (16%). Estas empresas del sector registraron 213 empleos, de las cuales el 63% correspondió a las microempresas.

El mercado de pollitos bb en Ecuador está dividido en dos segmentos: El primero lo conforman empresas que tienen un círculo de producción completo, es decir producen sus pollitos, los engordan, faenan y comercializan. En este grupo, de empresa están centralizadas en las provincias de Guayas, Sto. Domingo y Pichincha. El segundo segmento agrupa a las empresas incubadoras y criadores independientes³, dentro de esta clasificación existen una gran cantidad de compradores (pequeñas y grandes empresas) los cuales se encuentran distribuidos a lo largo y ancho del territorio ecuatoriano, inclusive en las Islas Galápagos.

La evolución del consumo per cápita de carne de pollo en Ecuador demuestra la importancia que este producto ha llegado a tener dentro de las preferencias de los consumidores; pero se puede ver también con claridad el potencial que aún puede tener en el futuro. De acuerdo con las estadísticas del CONAVE (Consejo Nacional de Avicultores) el consumo de carne de pollo en el país se ha reducido desde 2019 ya que se pasó de un consumo per cápita de pollo de 30,62 kg/persona/año a 27,31 kg/año/persona. A pesar de ello, el sector avícola cerrará el año 2023 con un incremento en la producción de carne de pavo, alcanzando las 18,610 toneladas. En cuanto a la carne de pollo, se espera cerrar con una producción de 550,000 toneladas. En el caso de los huevos, se estima alcanzar una producción de 3,600 millones de unidades.

Entre las ventajas que presenta es que la carne de pollo posee varios beneficios nutritivos con relación a sus productos sustitutos. Esto se da precisamente porque, comparada con la carne de ganado bovino y ovino, posee menores contenidos de colesterol, calorías y grasa, a la vez que provee de un mayor contenido proteico. Sólo las



Fuente: CONAVE. / Elaboración: CONAVE

³ Ejemplo: IPROCA compra sus pollitos a una incubadora y los cría para luego venderlos en los mercados de su localidad

carnes de pavo y de avestruz superan estos beneficios, pero al registrar precios superiores a los de la carne de pollo convierten a esta en la mejor opción alimenticia que posee el consumidor ecuatoriano.

Entre los riesgos que enfrenta el sector están: problemas climáticos, sanitarios con pérdidas incalculables al sector y la volatilidad de las materias primas tras el incremento de la demanda por parte de países industrializados como China e India y la utilización de estas materias primas para la fabricación de biocombustibles. Otro gran problema del mercado de pollitos bb en el mercado ecuatorianos, son las fuertes variaciones que sufre la demanda, debido a la relación directa con el precio de la carne de pollo en los mercados.

Perfil y Posicionamiento del Emisor:

La empresa fue inicialmente establecida como "INCUBADORA ANDINA, INCUBANDINA COMPAÑÍA LIMITADA" a través de una Escritura Pública el 04 de junio de 1992, en Ambato, provincia de Tungurahua. Cuatro años después, se transformó en una sociedad anónima mediante una nueva escritura realizada el 31 de octubre de 1996. En ese proceso, la compañía cambió su nombre a "INCUBADORA ANDINA, INCUBANDINA SOCIEDAD ANÓNIMA". La existencia legal y el plazo social de la empresa concluyen el 06 de julio de 2042.

Incubadora Andina Incubandina S.A. es una compañía inmersa en el sector de la producción avícola que cuenta con más de 25 años de experiencia en el mercado nacional, fue creada ante la iniciativa de varios avicultores de la provincia de Tungurahua, quienes se reunieron con la finalidad de producir pollitas bbs en su línea de postura y pollitos bbs para su línea de carne, teniendo una positiva acogida en el mercado en el que actualmente aún trabajan en estas líneas, a las que se suma la de huevos comerciales, balanceados y Pollo Broiler.

La empresa ofrece una variedad de productos, entre los cuales se encuentran:

- **Pollita BB línea Lohmann Brown:** Conocida como pollita liviana, esta línea genética Lohmann de origen alemán es exclusiva de Incubadora Andina Incubandina S.A. en el mercado ecuatoriano. Reconocida mundialmente por su historial y estándares productivos elevados, estas aves son especializadas en la postura de huevos.
- **Pollito BB (Broiler Moderno) - línea Ross 308:** Para el sector de pollo de carne, la empresa presenta las líneas genéticas Ross 308 y Cobb 500. Ambas líneas han demostrado altos niveles de rendimiento y eficiencia en diversas condiciones geográficas del país.
- **Huevos Comerciales (Marrones y blancos):** Se ofrecen huevos para el consumo, disponibles en cubetas de 30 unidades.
- **Pollita Levante:** Como líder en suministro de genética para la producción de huevos, la empresa destaca con aves de recría criadas en galpones totalmente atomizados y climatizados. Esta exclusividad permite el manejo de estrictos protocolos de bioseguridad, obteniendo lotes con pesos adecuados y uniformidades superiores al promedio del mercado.
- **Pollo de carne en pie y faenado:** Reciente en el portafolio, se comercializan pollos de carne listos para consumir, ya sea faenados o en pie.
- **Alimento Balanceado:** La empresa ofrece materias primas de excelente calidad y formulación acorde a los manuales, garantizando una conversión alimenticia eficiente en pollos de carne, así como un mayor rendimiento de huevos por ave alojada en ponedoras.
- **Cripollo:** Esta línea incluye productos como pollo faenado, presas de pollo, pollo en pie, pulpa de pollo y menudencias.
- **Cripavo:** Producto novedoso que consiste en pavos congelados marinados en 5 rangos de peso, presentados en funda termo-encogida con viseras.
- **Otros Productos:** En esta categoría se incluye la facturación por la venta de aves macho, descartes, huevo fértil, materias primas (maíz, etc.) y venta de vacunas, principalmente.

En los últimos años, INCUBADORA ANDINA INCUBANDINA S.A. ha emergido como una de las empresas avícolas más destacadas en la región central del país. Este ascenso se atribuye principalmente a la relevancia de sus productos estrella, la Pollita bb y el Pollo bb. Además, los centros de producción de la empresa se destacan por cumplir con rigurosos estándares de bioseguridad y cuidado ambiental. Estos centros cuentan con ambientes controlados y sistemas de producción modernos que resultan en productos de alta calidad en diversas líneas de negocio. Además, la empresa colabora estrechamente con reconocidas casas genéticas a nivel mundial, tales como Lohmann Tierzucht y H&N International.

Además, en el marco de sus operaciones, la empresa brinda a sus clientes servicios de atención postventa, con el objetivo de asegurar el potencial genético de las líneas que comercializa. Para respaldar a sus clientes, ha establecido un laboratorio de análisis y pruebas que ofrece una amplia gama de servicios de salud avícola. Este laboratorio proporciona a los clientes la oportunidad de examinar diversos patógenos en las aves en cuestión de horas, caracterizar rápidamente cepas de virus, e incluso desarrollar vacunas específicas para lotes que presenten problemas de salud particulares.

Competencia

El mercado objetivo en el cual incursiona la compañía tiene una competencia diversificada y diferenciada por cada una de sus líneas de negocio, a diciembre 2022 (última información disponible) la empresa mantiene una baja participación de sus ingresos dentro de la Clasificación Uniforme de Actividades Económicas (CIU) con un 4,66% frente a 133 empresas, sus mayores competidores son Avícola Vitaloa S.A. AVITALSA, Integración Avícola Oro S.A., Corporación Fernández S.A. y Productora Avícola Cevallos Cía. Ltda.

Estrategias

INCUBADORA ANDINA INCUBANDINA S.A. ha mantenido un compromiso constante con la mejora de la calidad de sus productos y la preservación del medio ambiente. En este sentido, la empresa ha implementado significativas mejoras tecnológicas y ha fortalecido la capacidad instalada en sus plantas de producción de balanceado. Además, ha llevado a cabo una destacada automatización de los galpones, un paso crucial que se traducirá en la obtención de un alimento con mayor carga proteínica. Esta mejora no solo impulsará la producción de las líneas de pollo en pie y faenado, sino que también generará una notable mejora en la eficiencia productiva.

La estrategia principal de INCUBADORA ANDINA INCUBANDINA S.A. se enfoca en la introducción temprana al mercado de sus líneas de negocio clave, como las pollitas bb y los pollitos bb, antes de iniciar la etapa de producción. Este enfoque estratégico permite a la empresa establecer acuerdos sólidos con sus clientes, mitigando así el riesgo potencial de afectación a los niveles de ingresos.

Adicionalmente, la empresa ha diversificado su oferta con la introducción de un nuevo portafolio de subproductos que añaden un valor significativo a su propuesta comercial. Este portafolio incluye productos como CDM (Carne Deshuesada Mecánicamente), una materia prima esencial para embutidoras, así como PULPA, que representa la carne del pollo y se comercializa de manera similar al CDM. Asimismo, se ofrecen productos como POLLO TROZADO, con especial énfasis en presentaciones de pechuga y alas según la demanda del mercado. Durante la temporada festiva, la empresa presenta el producto estrella PAVO, pavos congelados marinados que encuentran su lugar destacado en las celebraciones de diciembre, en particular en Navidad y Año Nuevo. Estas iniciativas reflejan el constante esfuerzo de la empresa por diversificar su oferta y adaptarse a las necesidades cambiantes del mercado, consolidando así su posición como un referente en la industria avícola.

Gobierno Corporativo

Incubandina S.A. es una persona jurídica bajo la denominación de Sociedad Anónima de acuerdo con la normativa local. El capital social de la empresa es US\$ 2,01 millones con una mayor parte accionaria correspondiente a María Bastidas, así como se indica en el siguiente cuadro:

Estructura Accionaria a noviembre 2023		
Nombre	CAPITAL	% de Participación
BASTIDAS HERRERA MARIA AVELINA	720.878	14,42%
CORRALES BASTIDAS SEGUNDO JAVIER	421.051	8,42%
CORRALES BASTIDAS HERNAN BOLIVAR	325.603	6,51%
VILLARROEL BASTIDAS HUGO MARCELO	263.370	5,27%
CORRALES BASTIDAS EDGAR ENRIQUE	233.626	4,67%
CORRALES BASTIDAS GLORIA	220.549	4,41%
OTROS ACCIONISTAS CON PARTICIPACIÓN INFERIOR AL 4%	2.814.923	56,30%
TOTAL CPITAL SUSCRITO	5.000.000	100,00%

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Existe una diferencia contable de US\$ 2,99 millones que se encuentra como capital suscrito no pagado dentro de la cuenta aporte futuras capitalizaciones; dando como resultado a un capital pagado de US\$ 5,00 millones. Por otro lado, los accionistas de la misma clase tienen los mismos derechos. Los accionistas; los cuales pueden introducir puntos en la agenda de la Junta General de Accionistas sin necesidad de seguir un procedimiento formal. La sinergia entre los accionistas y la gerencia ha permitido que la comunicación e información fluya de manera adecuada.

Los miembros de la plana gerencial de Incubandina S.A. son profesionales con vasta experiencia y debidamente capacitados para llevar a cabo sus funciones; al mismo tiempo la entidad ya cuenta con un Directorio para mejorar su administración, y está compuesto de la siguiente manera:

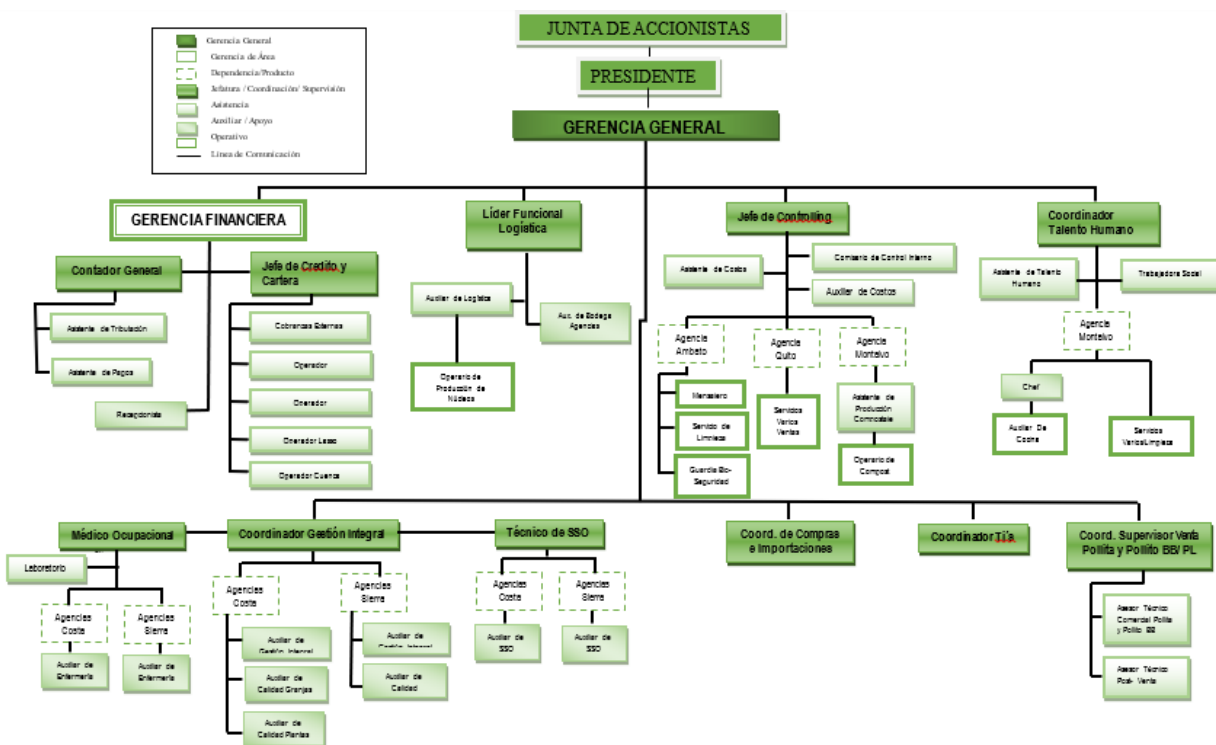
Directorio Incubandina S.A.		
Nombre y Apellido	Cargo en el Directorio	Años de Experiencia
Edgar Enrique Corrales Bastidas	Presidente	23
Ruth Patricia Corrales Lucero	Secretario Adhoc	7
Hernán Bolívar Corrales Bastidas	Vocales	7
Patricio Vergara	Vocales	8
Abel Delfina	Vocales	8

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Estructura Organizacional

Directorio Incubandina S.A.		
Nombre y Apellido	Cargo en el Directorio	Profesión
Edgar Enrique Corrales Bastidas	Presidente del Directorio	Arquitecto
Edgar Enrique Corrales Bastidas	Presidente ejecutivo	Arquitecto
Segundo Javier Corrales Bastidas	Representante Legal	Máster en Administración de Empresas
Segundo Javier Corrales Bastidas	Gerente General	Máster en Administración de Empresas
Jeanette del Rocío Villacis Gallo	Asistente de Gerencia	Contador Público
Sonia Elizabeth Zambrano Bonilla	Contador	Contador Público

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR



Fuente y Elaboración: INCUBANDINA S.A.

La empresa ha desarrollado prácticas de Protocolo Familiar como uno de sus pilares fundamentales para la gestión administrativa. Así también, se debe indicar que la compañía no presenta ningún tipo de sindicato ni comités de empresa que obstruyan el normal desarrollo de sus actividades.

Con respecto al sistema de evaluación de empleados, la empresa posee un sistema de nómina "SQUARENET" que se maneja a través de relojes biométricos de donde se obtiene la información. El sistema efectúa los cálculos de nómina (sueldos y beneficios del trabajador) a través de un archivo plano que se sube a la plataforma SAP y se asigna de forma inmediata a cada uno de los centros de costos y órdenes de producción para obtener la información de costeo.

En función al sistema contable manejan la plataforma SAP V 6.0 de origen alemán que se adoptó en el 2013 está formada por diferentes módulos: FI (Financiero) MM (Inventarios y Materiales), PP (Producción) y SV (Ventas); acaparando toda la información de los diferentes procesos y exhibiendo una sincronización importante en todas las áreas de la entidad. Sus dos sistemas se manejan a través de internet.

A la fecha de corte, la empresa cuenta por 407 empleados distribuidos de la siguiente manera:

Personal Incubandina S.A.	
Administrativo	40
Asesor	4
Calidad	11
fabrica	13
Lab.	2
Logística	20
Mantenimiento	20
Producción	227
SSO	4
Transporte	24
ventas liviana	4
ventas uio	2
Vtas. Pollo Carne (en blanco)	7
Servicios Varios	1
Total general	407

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Responsabilidad Social

Dentro del análisis de Responsabilidad Social se tiene que la empresa ha venido actualizando sus equipos antiguos por versiones con mayor eficiencia energética; de igual manera, se reusa los residuos orgánicos que genera la empresa y se produce productos para su uso como es: harina Aviar y compostaje. También se mantiene dentro de todos los centros clasificación de la basura y después se envía a gestores calificados para cada tipo de residuos. Asimismo, se optimiza el uso del agua en especial en los lavados de las diferentes instalaciones al igual que los

equipos y maquinarias a través del uso de hidro lavadores de alta presión que optimiza el uso del agua limpia.

Por otro lado, realiza algunas acciones que promueven la igualdad de oportunidades ya que la selección del personal se realiza sin ninguna restricción alguna, se tiene una política salarial que depende de la responsabilidad más no del género o características de la persona que ocupa. Se menciona también que la empresa otorga los beneficios de ley a sus trabajadores, incluidos beneficios adicionales.

En el apartado de la responsabilidad social, es importante considerar que las operaciones y actividades de la compañía (producción avícola) pueden afectar al medio-ambiente, incluyéndose dentro de este a todo el conjunto de recursos humanos y naturales que nos rodean, por lo cual la compañía busca minimizar el impacto negativo que pueden generar sus actividades; por lo cual, se mantienen en curso diferentes proyectos para garantizar el cumplimiento de las disposiciones normativas y en mediano plazo excederlas procurando generar mayor valor social.

Análisis de Situación Financiera

Calidad de Activos

Para el período de estudio (2018-2022) el activo total de Incubandina S.A. evidencia una tendencia creciente con un promedio de +9,31%. Este comportamiento se da principalmente por el comportamiento tanto de sus inventarios como de la propiedad, planta y equipo. Para noviembre 2023, la tendencia histórica cambia al experimentar una reducción interanual de -4,40% (US\$ -1,91 millones) al ubicarse en US\$ 41,54 millones. Su mayor participación se concentra en propiedad, planta y equipos (64,88%), seguido por inventarios (14,38%), deudores comerciales (7,84%), activos biológicos (6,42%) y activos por impuestos corrientes (5,11%), la diferencia se distribuye en otras cuentas de activos con una ponderación individual inferior al 1%.

Dentro de la cuenta Propiedad, Planta y Equipo sobresalen los Edificios, los cuales representan en 38,13% del monto total de la cuenta, le sigue de cerca la Maquinaria y Equipo con el 36,32% y muy por detrás se hallan los terrenos con una participación de 13,89%. A continuación, se presenta un detalle completo de la cuenta Propiedad, Planta y Equipo:

Detalle Propiedad, Planta y Equipo Incubandina S.A.				
Detalle	Valor	Depreciación	Valor Neto	Participación
Edificios	11.046.601,96	770.451,21	10.276.150,75	38,13%
Muebles Y Enseres	50.938,47	39.961,35	10.977,12	0,04%
Maquinaria Y Equipo	17.189.970,56	7.402.635,50	9.787.335,06	36,32%
Instalaciones Generales	1.591.446,35	315.490,93	1.275.955,42	4,73%
Equipo De Computación Y Software	90.511,90	71.383,53	19.128,37	0,07%
Software Y Licencias	519.281,81	401.637,64	117.644,17	0,44%
Vehículos Y Equipo De Transporte	1.607.035,92	952.353,59	654.682,33	2,43%
Total Depreciables	32.095.786,97	9.953.913,75	22.141.873,22	82,16%
Terrenos	3.742.732,40	-	3.742.732,40	13,89%
Construcciones En Curso	1.063.541,29	-	1.063.541,29	3,95%
Total Depreciables	4.806.273,69	-	4.806.273,69	17,84%
Total General	36.902.060,66	9.953.913,75	26.948.146,91	100,00%

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

En cuanto a los activos no corrientes, su valor asciende a US\$ 29,82 millones, lo que representa el 71,79% del total de activos a la fecha de corte. En este contexto, los activos no corrientes han experimentado variaciones interanuales debido al siguiente panorama: sus activos biológicos que corresponden a aves en crecimiento y en producción se redujeron en -11,95% (US\$ -361,78 mil) debido a la amortización de los mismos; por su parte, la cuenta propiedad, planta y equipo se mantuvo estable al decrecer en apenas -0,59% (US\$ -159,34 mil) y posicionarse en US\$ 26,95 millones al cierre de noviembre de 2023. Con relación a los activos corrientes al cierre de noviembre de 2023, valorados en US\$ 11,72 millones y representando el 28,21% del total de activos, se observan cambios interanuales destacados: los inventarios se redujeron en -12,32% (US\$ -838,98 mil) debido al incremento en sus ventas, las cuentas por cobrar comerciales también se contrajeron en -14,92% (US\$ -570,80 mil) y los impuestos por recuperar se elevaron en +10,42% (US\$ +200,35 mil).

El segundo rubro más importante dentro de los activos es el inventario, el cual mantiene una tendencia general creciente (promedio 2018-2022, +14,38%). Este rubro está compuesto por los Inventarios Generales, Productos en Proceso, Productos Terminados, Repuestos, Herramientas, Accesorios y Otros Inventarios según el siguiente detalle:

Detalle de Inventarios Incubandina S.A.		
Detalle	Valor	Concentración
Inventarios Generales	1.597.723,78	26,75%
Inventarios Materia Prima	1.597.723,78	26,75%
Inventarios Materia Prima Importada	-	0,00%
Productos en Proceso	1.476.360,34	24,72%
Productos en Proceso Liviana	273.950,36	4,59%
Productos en Proceso Pesada	129.507,94	2,17%
Productos en Proceso Pollo en Pie	856.367,83	14,34%
Productos en Proceso Huevo Comercial	-	0,00%
Productos en Proceso Pollita Levantada	-	0,00%
Productos en Proceso Compostaje	66.548,36	1,11%
Productos en Proceso Cultivo Maiz	-	0,00%
Productos en Proceso Diferencias Mil	149.985,85	2,51%
P.Semielaborados Liviana	-	0,00%
Inventario de Suministros o Mat a ser Consumidos	890.587,41	14,91%
Inventarios de Insumos y Materiales	890.587,41	14,91%

Trasposos de Inventarios	-	0,00%
Productos Terminado	1.596.709,98	26,73%
P.T. Liviana Lohman	674,72	0,01%
P.T. Pesada Broiler	221,67	0,00%
P.T. Pollo Faenado	944.999,54	15,82%
P.T. Huevo Comercial	19.084,39	0,32%
P.T. Harina Aviar	2.593,47	0,04%
P.T. Harina Abonos	246.049,23	4,12%
P.T. Laboratorio	4.331,06	0,07%
P.Semielaborados Pesada	-	0,00%
P.Semielaborados Pollo en Pie	148.480,48	2,49%
P.Semielaborados Pollo Faenado	258,69	0,00%
P.Semielaborados Pollo Balanceados	230.016,73	3,85%
P.Semielaborados Liviana	-	0,00%
Inventarios Repuestos, Herramientas y Accesorios	178.107,67	2,98%
Inventarios de Materiales, Repuestos	178.107,67	2,98%
Otros Inventarios	360.993,89	6,04%
Inventarios de Útiles de Oficina	26.584,45	0,45%
Inventarios de Publicidad y Propaganda	-	0,00%
Inventarios de Herramientas	334.409,44	5,60%
Provisión de Inventarios por Deterioro	(127.455,32)	-2,13%
Provisión del Valor Inventarios (VNR)	-	0,00%
Provisión Deterioro-Obsolec Inventario	(1.403,97)	-0,02%
Provisión Deterioro-Obsolec Inventario	(21.049,41)	-0,35%
Provisión Deterioro-Obsolec Inventario	(105.001,94)	-1,76%
Total general	5.973.027,75	100,00%

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

A noviembre 2023, se totalizó US\$ 5,97 millones con una variación interanual de -12,32% (US\$ -838,98 mil) esto se explica ya que la empresa, con el objetivo de mantener sus costos de producción realiza la compra anual de insumos principalmente maíz en el mes de abril y mayo que es el tiempo de cosecha por lo que para finales de año se ve una reducción en el nivel de sus inventarios; de esa forma se evita el aumento de precios de insumos que se exhibe normalmente en diciembre. El maíz se empieza a consumir en el mes de febrero y marzo del posterior año por lo que este crecimiento es únicamente por el tema de maíz almacenado en silo.

Con respecto a su cartera comercial, ésta totaliza un monto de US\$ 3,67 millones, experimentando una contracción de -12,47% (US\$ -523,29 mil). Históricamente, el emisor ha mantenido una cartera de clientes con una morosidad concentrada en plazos de hasta 60 días y posterior a 360 días, debido a la informalidad del sector. A noviembre de 2023, la cartera vencida totalizó US\$ 989,07 mil, indicando una mora de 26,95% sobre su cartera total (21,96% en nov-22). Con respecto a la cartera en riesgo se refleja una mayor ponderación en los plazos de más de 360 días (38,92), de 31 a 60 días (28,53%) y 181 a 360 días (19,16%). Adicional, existe una provisión para cuentas incobrables de US\$ 418,46 mil lo cual genera una cobertura de 42,31% de la cartera vencida total.

Cartera Comercial (US\$)		
Descripción / Periodo	nov-22	nov-23
Cartera Por Vencer	3.103.562	2.502.843
Cientes convenio de pago	198.896	178.173
31- 60 días	248.202	282.147
61- 90 días	54.539	22.340
91- 180 días	70.321	110.189
181- 360 días	104.282	189.460
más 360 días	415.969	384.934
Total Cartera Vencida	893.313	989.070
Cartera Comercial	4.195.770	3.670.086
Morosidad	21,29%	26,95%
Provisiones	370.952	(418.464)
Cobertura	41,53%	42,31%
Cartera Comercial Neta	3.824.819	4.088.550

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

De los principales clientes de Incubandina S.A, se observa que solo los tres principales en conjunto mantienen más del 13,00% de las ventas anuales, y el porcentaje restante son clientes que presentan participación por debajo de 4%. En base a los indicado anteriormente, se refleja un bajo grado de concentración o dependencia de clientes.

Al corte del presente informe se observó que los días de rotación de cuentas por cobrar se han reducido en -10 días con respecto a su par anterior, esto debido a la reducción de la cartera comercial por vencer ya que la vencida mostró un aumento interanual; por su parte, los días de cuentas por pagar a proveedores se redujeron en -21 días por la disminución del financiamiento recibido de sus proveedores para el abastecimiento de equipos.

A la fecha de corte, a la cuenta de efectivo se ubicó en US\$ 260,60 mil, valor que exhibe una variación interanual de -16,48% (US\$ -51,40 mil), lo cual en gran parte se explica por la salida de dinero referente a las actividades de financiamiento por concepto del pago de sus obligaciones financieras. En este punto, cabe mencionar que se recibió una entrada importante de efectivo por la colocación de instrumento que se comercializa en el mercado de valores.

Por otro lado, el activo no corriente presenta un decrecimiento interanual de -1,56% (US\$ -471,71 mil), comportamiento opuesto a su crecimiento promedio histórico de +9,16% (2018-2022). Este efecto obedece a una

reducción en sus activos biológicos, los cuales se componen por aves de corral (pollos) mantenidos para la crianza, reproducción, incubación y engorde. Adicional, a la fecha de corte, la cuenta de propiedad, planta y equipo totaliza US\$ 26,95 millones con una ligera contracción interanual de -0,59% (US\$ -159,34 mil), entre ellos terrenos, edificios, maquinaria y equipo.

Pasivos:

Incubandina S.A posee una estructura de capital sostenida en recursos de terceros, ya que para un óptimo funcionamiento del negocio requiere de capital de trabajo inmediato para la compra de materia prima (principalmente maíz); misma que, depende del precio en función de la oferta, demanda, estacionalidad y factores exógenos; así como la adquisición de activos fijos que sostiene el crecimiento de la empresa y mejora en procesos de producción.

A noviembre de 2023 la empresa registra pasivos equivalentes a US\$ 30,11 millones, mostrando una disminución de -9,73% (US\$ -3,25 millones). Este efecto es resultado principalmente de variaciones en el pasivo no corriente, que se redujo en -15,77% (US\$ -3,48 millones) en el último año, ya que el pasivo corriente experimentó un aumento de +2,09% (US\$ +235,57 mil). Históricamente, el crecimiento promedio de los pasivos durante el período 2018-2022 se sitúa en +12,94%.

En un análisis más específico, dentro del pasivo corriente existió un aumento interanual de las obligaciones financieras (+37,01%; US\$ +1,51 millones) y los beneficios sociales a corto plazo (+19,18%; US\$ +121,59 mil); en contraparte, se observa una contracción de las cuentas por pagar comerciales (-22,36%; US\$ -1,27 millones) y cuentas por pagar relacionadas (-47,76%; US\$ -69,58 mil). En lo que respecta al pasivo no corriente, se observaron variaciones significativas en las obligaciones financieras a largo plazo, con una contracción de -32,26% (equivalente a US\$ -5,43 millones). No obstante, las obligaciones emitidas experimentaron un aumento de +67,46% (US\$ +1,48 millones), debido a la colocación del instrumento negociado en el mercado de valores.

Con respecto a la deuda financiera de Incubandina S.A. a noviembre 2023 se contabiliza un monto de US\$ 20,68 millones con un decrecimiento de -10,56% (US\$ -2,44 millones) respecto a su similar anterior. La empresa mantiene obligaciones con 6 bancos nacionales, 3 bancos internacionales, mientras que el 18,45% corresponde a la deuda con el Mercado de Valores, con tasas que oscilan entre 7,00% y 9,82%. Es importante considerar que Incubandina S.A. mantiene líneas abiertas con dichas instituciones, en el caso extraordinario que podría hacer uso de éstas.

Detalle de la deuda a nov-23 (US\$)				
Tipo	Corto Plazo	Largo Plazo	Total	% participación
PICHINCHA	1.742.648,04	724.543,56	2.467.191,60	12,36%
PRODUBANCO	135.474,72	0,00	135.474,72	0,68%
GUAYAQUIL	550.335,79	3.727.248,56	4.277.584,35	21,43%
BOLIVARIANO	689.043,78	1.718.864,47	2.407.908,25	12,06%
PACIFICO	69.081,80	1.714.104,82	1.783.186,62	8,93%
AUSTRO	106.399,72	2.794.076,68	2.900.476,40	14,53%
TARJETAS DE CREDITO	0,00	0,00	0,00	0,00%
BANCO ANTHEM BANK & TRUST	1121218,8	0	1.121.218,80	5,62%
BBP BANK PANAMA	12.500,00	723214,29	735.714,29	3,69%
AUSTROBANK PANAMA	450.000,00	0,00	450.000,00	2,25%
BVQ- QUINTA EMISION OBLIGACIONES	0,00	3.683.805,41	3.683.805,41	18,45%
Total	4.876.702,65	15.085.857,79	19.962.560,44	100%

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

A noviembre 2023, las cuentas por pagar comerciales alcanzaron un monto total de US\$ 5,02 millones, distribuidas entre la parte corrientes (US\$ 4,40 millones), la cual se contrae anualmente en -22,36% (US\$ -1,27 millones) y la parte no corriente (US\$ 620,16 mil), la cual aumentó en +61,22% (US\$ +235,51 mil) respecto a su similar anterior.

A continuación, un detalle de los 10 principales proveedores de INCUBANDINA S.A.:

PRINCIPALES PROVEEDORES DE LA EMPRESA		
PROVEEDOR	COMPRAS NOVIEMBRE AÑO 2023	COSTO VENTAS (%)
BUNGE LATIN AMERICA, LLC	3.841.789,53	13,80%
SEABOARD OVERSEAS LIMITED	2.128.681,86	7,65%
BUENANO CARRILLO SEGUNDO SERGI	1.677.918,50	6,03%
BASTIDAS GRANIZO EDISON SANTIA	819.465,82	2,94%
GUZMAN PAZMIÑO LOURDES LISBETH	810.329,35	2,91%
ORTIZ NUÑEZ ANA LUCIA	663.327,12	2,38%
ACURIO ACURIO MARTIN EDUARDO	541.837,84	1,95%
AFABA	455.619,39	1,64%
TADEC CIA. LTDA.	439.074,25	1,58%
IMPVET IMPORTADORA VETERINARIA	407.106,90	1,46%

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

A la fecha del presente informe, INCUBANDINA S.A., se encuentra al día con sus obligaciones tributarias, de seguridad social, y pagos con el mercado de valores.

Saporte Patrimonial:

La solvencia analizada a partir de su estructura patrimonial refleja en promedio un crecimiento durante los últimos 5 años (2018-2022) de +0,59%, cerrando noviembre de 2023 con un valor de US\$ 11,43 millones. De manera particular, se ve una tendencia positiva desde 2018 a 2021; sin embargo, para 2022 la tendencia cambia al experimentar una reducción de -4,66% debido a un deterioro en los resultados acumulados producto de una caída en la utilidad neta de ese año. A la fecha de corte, se presenta una variación interanual de +13,23% (US\$ +1,33 millones) donde sobresale

el incremento del aporte de futuras capitalizaciones en +77,16% (US\$ +1,30 millones) pasando de US\$ 1,69 millones en noviembre 2022 a US\$ 2,99 millones en noviembre 2023 y el dinamismo de los resultados acumulados en +31,36% (US\$ +705,81 mil). El patrimonio está compuesto principalmente por otros resultados integrales (30,13%), seguido por aporte futuras capitalizaciones (26,12%), resultados acumulados (25,82%), capital pagado (17,54%) y el 0,29% restante por reservas legales y facultativa.

A la fecha de corte, la empresa presenta un capital social de US\$ 5,00 millones distribuidos entre 27 accionistas principalmente por la familia Bastidas Herrera (14,42%) y la familia Corrales Bastidas (34,05%). De este monto, US\$ 2,99 millones se encuentra dentro de la cuenta aporte para futuras capitalizaciones; dando como resultado a un capital pagado de US\$ 2,02 millones, lo que corrobora el alto nivel de compromiso y apoyo de los accionistas hacia la empresa con el fin de fortalecer su posición de solvencia. De igual manera, para impulsar su fortalecimiento patrimonial no se reparte los dividendos como parte de las políticas internas adoptadas por la empresa.

Desempeño Operativo:

El giro de negocio de Incubandina S.A. se fundamenta en la obtención de pollita bebés en su línea de postura y pollito bebés con su línea de carne. El emisor obtiene los reproductores en el exterior, principalmente de Brasil y Alemania, los que llegan a la granja en unas horas de nacidos. El periodo de cría dura aproximadamente seis meses, para posteriormente a juntar machos con hembras y así dar inicio al periodo de obtención de huevos fértiles para ser trasladados a la planta de incubación, en donde, se procede con los tratamientos necesarios para la obtención del producto final.

Su mayor contribución a la industria avícola es la producción de pollitas bb y pollonas, siendo líderes en el segmento de pollitas bb dada especialmente por la calidad de sus genéticas y procesos. Con respecto a las pollonas, son la primera empresa en el país que ofrece al mercado ave levantadas en galpones, totalmente automatizados y climatizados albergando estrictos procesos de protocolos de bioseguridad, obtención de lotes con pesos adecuados y llegar a uniformidades sobre el promedio del mercado. Un desempeño superior de sus pollitas en la etapa de producción garantiza de mejor manera el potencial de genéticas de sus líneas.

Adicional, la empresa ha implementado mejoras tecnológicas y de capacidad instalada en las plantas de producción de balanceado, se ha automatizado los galpones con lo cual obtendrán un alimento con mayor carga proteínica que favorecería la producción de las líneas de pollo en pie y faenado, obteniendo así una mejora en la eficiencia productiva que se reflejaría en la disminución de los costos en cada uno de estos productos. Por su parte, hace ya un tiempo cuenta con una nueva planta de faenamamiento, incubadoras, instalaciones entre otros activos fijos que contribuyen a la ampliación de su giro de negocio, aumento de eficiencia, fabricación de su propio balanceado, así como la recepción de granos. De igual manera, posee su propio grupo de técnicos que acuden a sus granjas para levantar toda la producción evitando que existe pérdidas dentro del procesos.

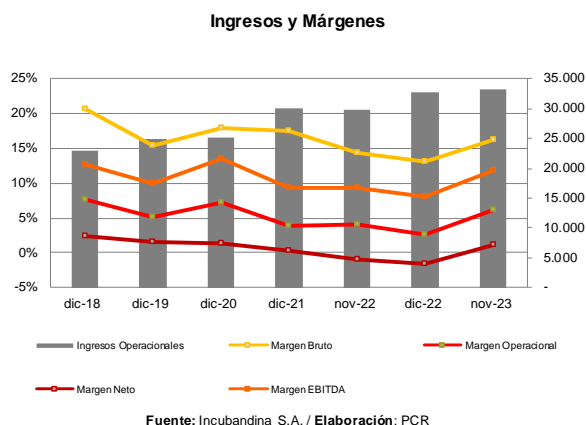
Históricamente (2018-2022) lo ingresos de Incubandina S.A. presentan una tendencia creciente (+9,55%), el ese lapso el crecimiento en ventas más pronunciado fue al cierre de 2021 donde las ventas se expandieron en +19,11% (US\$ +4,82 millones). Para la fecha de corte, se evidencia un incremento interanual de sus ventas en +11,57% (US\$ +3,45 millones) derivado del aumento en el nivel de ventas de las pollitas bb y pollo faenado.

La empresa posee un diversificado portafolio de productos en varias líneas de negocios esto con el objetivo de no depender de una sola línea y con ello aumentar su participación en el mercado. A noviembre 2023, las principales líneas de ventas se encuentran en: pollo faenado (48,55%), pollita bb (29,15%), pollita levantada (8,08%), huevo comercial (7,18%), balanceado (3,82%), los productos restantes mantienen un nivel de participación mínimo. Es importante tomar en cuenta que se maneja un sistema de preventa, es decir se comienza el proceso de reposición y de incubación una vez que se ha confirmado el pedido del vendedor.

Línea de Productos	Estructura de Ingresos				Var %
	nov-22		nov-23		
	Valor	Participación	Valor	Participación	
Pollita bb	9.187.086	30,84%	9.706.598	29,15%	5,65%
Pollito bb	583.739	1,96%	371.547	1,12%	-36,35%
Pollo faenado	12.369.238	41,52%	16.165.042	48,55%	30,69%
Huevo comercial	2.787.866	9,36%	2.391.694	7,18%	-14,21%
Pollita Levantada	2.459.605	8,26%	2.688.941	8,08%	9,32%
Balanceado	1.658.608	5,57%	1.273.268	3,82%	-23,23%
Pollo en pie	97.973	0,33%	15.578	0,05%	-84,10%
Genérica	613.782	2,06%	665.511	2,00%	8,43%
Compostaje	30.754	0,10%	17.572	0,05%	-42,86%
Total Ingresos	29.788.650		33.295.751		11,77%

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

El margen de costos evidencia una tendencia fluctuante los últimos 5 años entre subidas y bajadas exhibiendo un indicador promedio de 83,08% en los últimos 5 años. La variación de este margen se relaciona con el precio de



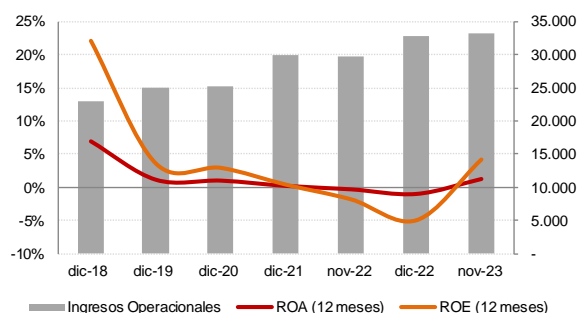
materias primas⁴ (maíz y trigo) y personal técnico especializado para mejorar la calidad del producto y la eficiencia de la cadena de valor. Cabe indicar que la empresa posee un sistema ERP SAP software que le permite mantener un mayor control sobre sus costos, gastos y producción. Para la fecha de corte, se observa una mejora del margen de costos, ubicándose en 83,75% lo cual se traduce en una reducción de -1,83 p.p.

En la industria avícola, los productores deben provisionar recursos económicos suficientes para adquirir insumos, ya que su precio depende de la época de cosecha, post cosecha, aspectos que afectan directamente a la sensibilidad del margen bruto. Como estrategia de mitigación de riesgo, Incubandina S.A importa trigo y soya mediante un convenio con BANCO ANTHERM BANK & TRUST con respecto a la compra de maíz, a nivel local mantiene líneas de créditos con diferentes instituciones financieras; y de esa manera se aprovecha las épocas de cosecha para provisionarse de materia prima que almacena en los silos, adicional se analiza la calidad del maíz con el fin de que los balanceados cumplan con el objetivo de la alimentación para las aves.

La empresa ha mostrado tener estacionalidad en sus ventas, siendo los primeros cinco meses del año los más bajos, por lo que es natural que la empresa cierre con pérdida hasta el mes de mayo. Para el corte de información (noviembre 2023), el resultado neto fue de positivo por un monto de US\$ 487,48 mil, superior a la obtenida en similar periodo del año anterior (US\$ -175,86 mil), debido al aumento en las ventas y mejora de su margen de costos.

En cuanto a la rentabilidad, tanto el ROE como el ROA han mantenido una tendencia decreciente desde 2018 debido a la reducción de la utilidad, mostrando un promedio a lo largo de los últimos 5 años de 1,58% en el ROA y 4,88% en el caso del ROE. Adicional, para la fecha de análisis, dichos indicadores mejoraron de manera interanual (+1,58 p.p.; ROA, +4,88; ROE), comportamiento que viene de la mano del dinamismo que han experimentado las ventas.

Márgenes
(Eje der: US\$ / Eje izq: %)



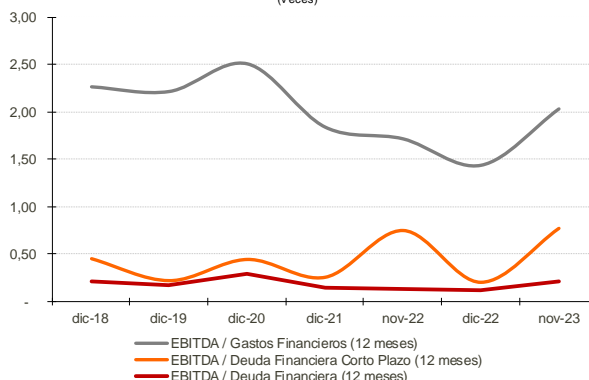
Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

Cobertura con EBITDA:

Al cierre de noviembre 2023, la empresa exhibe una variación positiva de su flujo EBITDA acumulado de +40,93%, dado por la contracción en su margen de costos explicado por el dinamismo de los ingresos, lo que provocó una recuperación importante en su resultado de operación de +70,61% (US\$ +858,36 mil). De igual manera, el gasto de depreciación y amortización crecieron de manera interanual en +18,08% (US\$ +285,47 mil).

De este modo, se ve que la empresa presenta capacidad para poder generar flujos propios de su operación y poder cubrir sus gastos financieros. A la fecha de corte, la cobertura EBITDA anualizado frente a sus gastos financieros anualizados se ubicó 2,03 veces y el promedio anual histórico (2018-2022) se ubica en 2,05 veces. Con relación a la cobertura de la deuda financiera total, el promedio de los últimos 5 años alcanza un valor de 0,32 veces. En este punto, se destaca que no existe un elevado nivel de presión sobre los flujos que genera la empresa ya que la deuda financiera se encuentra concentrada en el largo plazo (72,96% de la deuda financiera total), lo cual permite una adecuada planificación para el cumplimiento de sus obligaciones.

Cobertura
(veces)



Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

Endeudamiento:

Históricamente, Incubandina S.A. ha concentrado su endeudamiento con terceros dado por la necesidad de financiamiento para capital de trabajo indispensable para continuar con la operación habitual del negocio, y las continuas inversiones en propiedad, planta y equipo. De este modo, a la fecha de corte presenta un indicador de endeudamiento de un pasivo total de 2,64 veces frente al patrimonio, ratio que se ubica sobre el promedio de los últimos 5 años (2,65 veces).

Con respecto a la deuda financiera de Incubandina S.A., a noviembre 2023, se contabiliza un monto de US\$ 20,68 millones con un decrecimiento de -10,56% (US\$ -2,44 millones) respecto a su similar anterior, comportamiento que se explica por la reducción de su deuda a largo plazo (-20,74%; US\$ -3,95 millones), específicamente de su endeudamiento con instituciones financieras no corriente (-32,26%; US\$ -5,43 millones). De manera más específica, se resalta que el 72,96% de la deuda financiera se concentra en el largo plazo y el restante 27,04% se concentra en el corto plazo. Las necesidades de financiamiento de la empresa responden a la adquisición de capital de trabajo, pero también a proyectos de inversión de los últimos años, específicamente construcción de galpones, adquisición de maquinaria de incubación y adecuaciones en sus jaulas automática.

⁴ Según reporte presentado por Incubandina S.A. se evidenció un incremento interanual (ago18-19) en el precio del maíz importado de 13,72% por kg y de trigo del 16,70% por kg.

Al cierre de noviembre de 2023, la empresa evidencia una capacidad de cancelar sus obligaciones financieras con la generación de sus flujos EBITDA en alrededor de 4,81 años, siendo este inferior a su similar del año anterior (7,58 veces) y al promedio de los últimos 5 años (5,87 años). De este modo, se ve una evidente mejora interanual en cuanto a la estructura de su nivel de endeudamiento en cuanto a la distribución de la misma y a la capacidad de cumplir con las mismas.

Liquidez y Flujo de Efectivo:

Durante el período analizado (2018-2022) el emisor ha presentado niveles de liquidez inferiores a 1, esto orientado al giro de negocio del emisor debido a que los activos biológicos (aves de postura) conforman el mayor activo productivo y se los registra en los activos no corrientes, así también su propiedad, planta y equipo. A noviembre de 2023, la liquidez se ubicó en 1,02 veces, superior a su promedio histórico anual (2018-2022), y registrando un capital de trabajo positivo de US\$ 208,96 mil, esto debido a la importante reducción de la porción corriente de las obligaciones financieras desde los registrado en diciembre de 2022.

En cuanto a la calidad de sus activos líquidos, cabe mencionar que la cartera más deteriorada con vencimiento mayor a un año (US\$ 384,93 mil) se encuentra provisionada en su totalidad.

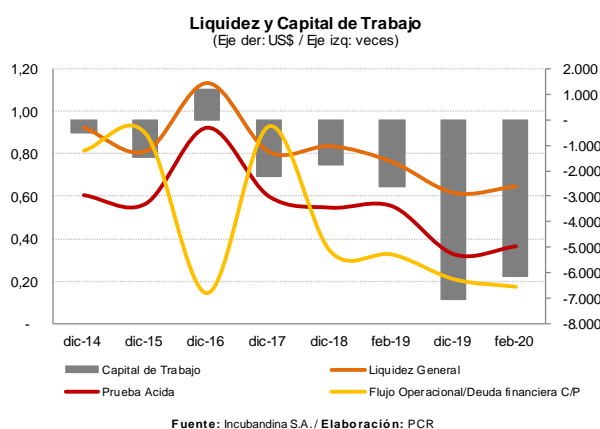
De este modo, al cierre de noviembre de 2023 la empresa refleja un indicador de liquidez por encima de la unidad (1,02 veces), siendo este inferior a lo registrado en noviembre de 2022 (1,17 veces) en -0,16 veces. En este punto, cabe mencionar que lo que redujo el indicador de liquidez al cierre de diciembre de 2022 fue debido a que gran parte de la deuda con instituciones financieras pasó del largo al corto plazo; sin embargo, para la fecha de análisis, se observa que las fechas de vencimiento de sus obligaciones van desde 2025 hasta 2028 con lo cual se espera que al cierre de diciembre de 2023 su indicador de liquidez se mantenga por encima de la unidad.

En lo que concierne al Flujo de Efectivo, con respecto al flujo proveniente de sus actividades de operación, para noviembre de 2023 se tiene un valor positivo (US\$ 3,04 millones), valor que proviene principalmente del efectivo que se recibe por parte de los clientes después de los pagos a proveedores, gastos financieros y otros gastos. Por su parte, el flujo de inversión es negativo (US\$ -946,61 mil) debido a compra de propiedad, planta y equipo. El flujo de financiamiento exhibe un valor negativo de US\$ -2,05 millones explicado por el pago de sus obligaciones a instituciones financieras, también se ve una entrada importante de efectivo por la colocación de su instrumento en el mercado de valores. De este modo, se mantiene un saldo final al cierre de noviembre de 2023 de US\$ 260,60 mil.

Situación de las Emisiones:

La quinta emisión de obligaciones por US\$ 6.000.000,00 analizada en el presente informe de calificación de riesgos, está respaldada por Garantía General de Incubadora Andina Incubandina S.A. y cuentan con un resguardo voluntario que hace referencia a mantener la cuenta de Resultados Acumulados en el valor de USD 1,5 millones, mientras dure la vigencia de la emisión.

Gráfico No. 5



Instrumento Calificado

Quinta Emisión de Obligaciones

Con fecha 23 de diciembre de 2022, la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la Compañía Incubadora Andina Incubandina S.A, resolvió autorizar la Quinta Emisión de Obligaciones con Garantía General, por un monto de hasta US\$ 6.000.000,00, según el siguiente detalle que consta el Prospecto de Oferta Pública:

Características de la Quinta Emisión de Obligaciones Incubandina S.A.						
Emisor:	INCUBADORA ANDINA INCUBANDINA S.A.					
Monto de Emisión:	Hasta US\$ 6'000.000,00					
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América.					
Agente Colocador:	PLUSVALORES Casa de Valores S.A.					
Estructurador Financiero:	PLUSVALORES Casa de Valores S.A.					
Agente Pagador:	Depósito centralizado de compensación y liquidación de valores DECEVALE S.A.					
Representante de Obligacionistas:	AVALCONSULTING CIA. LTDA.					
Características:	Clase	Monto (US\$)	Plazo (días)	Tasa de interés	Amortización	Pago de interés
	G	3.000.000	1.440	9,00% fija anual	Semestral a partir de los 360 días	Semestral
	H	3.000.000	1.800	9,50% fija anual	Anual	Semestral
Rescates Anticipados:	No contempla.					
Contrato Underwriting:	La Emisión no contempla un Contrato Underwriting.					
Sistema de colocación:	La colocación de las obligaciones de largo plazo se podrá realizar en el mercado primario como en el mercado secundario, solamente a través del mercado bursátil.					
Forma de cálculo de intereses:	30/360 que corresponden a años de 360 días, de 12 meses y cada mes de 30 días.					
Destino de los Recursos:	50% para capital de trabajo, específicamente pago a proveedores, y 50% para reprogramación de pasivos bancarios.					
Garantía:	Garantía General según lo estipulado en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.					
Resguardos de la Emisión:	Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones: Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables: <ul style="list-style-type: none">• Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.• No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.• Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25					
Resguardo Voluntario:	Mantener la cuenta de Resultados Acumulados en el valor de USD 1,5 millones, mientras dure la vigencia de la emisión.					
Límite de Endeudamiento:	La empresa queda obligada a limitar su endeudamiento por el monto para emisiones aparadas con garantía general, de conformidad con lo establecido en el literal f) del art. 164, Libro II de la Ley de Mercado de Valores del Código Orgánico Monetario y Financiero, estableciendo para el efecto que la relación del Pasivo Total / Activo Total, no será mayor a 0,85, en el promedio semestral de enero a junio y de julio a diciembre, mientras se mantenga en vigencia la emisión.					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública. / Elaboración: PCR

La colocación de los valores inició el 03 de abril de 2023, y a la fecha de corte se ha colocado un valor total de US\$ 3,16 millones.

Provisiones de recursos

De acuerdo con la planificación de pagos, y según el vencimiento de los valores de la emisión de obligaciones, el emisor considera en el flujo de caja el pago de cada cuota a fin de disponer de los recursos en la fecha prevista de pago.

Resguardos de ley

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

Primer Resguardo			
Indicador	Límite	nov-23	Cumplimiento
Activos reales/Pasivos exigibles	≥ 1 veces	1,30	Si

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

A la fecha de corte, el emisor cumplió con el resguardo de mantener la relación de activos reales sobre los pasivos exigibles mayor a uno (1).

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

A la fecha de corte no se han repartido dividendos mientras existan obligaciones en mora, por lo cual el emisor cumple con el resguardo de Ley.

- Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores

Segundo Resguardo			
Indicador	Límite	nov-23	Cumplimiento
Activos depurados / Emisiones en Circulación	$\geq 1,25$ veces	7,02	Si

A la fecha de corte, el emisor cumple con la relación de activos libres de gravamen según lo establecido por Ley.

Resguardo Voluntario

Mantener la cuenta de Resultados Acumulados en el valor de USD 1,5 millones, mientras dure la vigencia de la emisión.

A la fecha de corte la cuenta de Resultados Acumulados mantiene un valor de US\$ 2,95 millones con lo cual se cumple con el Resguardo Voluntario.

Límite de Endeudamiento

La empresa queda obligada a limitar su endeudamiento por el monto para emisiones aparadas con garantía general, de conformidad con lo establecido en el literal f) del art. 164, Libro II de la Ley de Mercado de Valores del Código Orgánico Monetario y Financiero, estableciendo para el efecto que la relación del Pasivo Total / Activo Total, no será mayor a 0,85, en el promedio semestral de enero a junio y de julio

A la fecha de corte la relación entre el Pasivo Total y el Activo Total es de 0,72 veces con lo cual se cumple el límite de endeudamiento dispuesto.

Cumplimiento de Proyecciones de las Emisiones

A continuación, se muestran las proyecciones del estado de resultados de Incubandina S.A. que corresponden al período 2012-2028. PCR tomó las últimas proyecciones realizadas por el emisor y que constan en el Prospecto de Oferta Pública de la Quinta Emisión de Obligaciones.

De manera general, se proyecta que los ingresos de la empresa mantenga un nivel de crecimiento promedio entre 2022 y 2028 de +4,63%, dentro de sus proyecciones de destaca que para 2024 se espera un crecimiento importante en el nivel de ventas de +13,57%, comportamiento que se justifica en el crecimiento de la línea de pollo de carne y pavos faenados, líneas en las cuales se ha efectuado inversiones importantes en temas de modernización, ampliación de plantas de faenamiento e implementación de puntos de distribución y comercialización. Cabe mencionar que la compañía está migrando su estrategia de la comercialización de huevos comerciales, por ser una línea menos rentable, a la de aves faenadas (pollo de carne y pavos) que pueden ayudar a mantener mejores niveles de rentabilidad. Así pues, por el lado del costo, de igual manera se proyecta un crecimiento promedio de 3,65% hasta 2028, donde se resalta la variación de 2023 a 2024 que se relaciona con las estrategias antes mencionadas. Por su parte, se espera un crecimiento estable en lo referente a los gastos operativos con un promedio de +4,39%. En cuanto a los gastos financieros se proyectan aumentos importantes entre 2023 y 2025, lo cual tiene sentido con la estrategia que maneja la empresa a futuro en temas de inversión. De este modo, el promedio de crecimiento de la utilidad neta de la empresa es de +9,96% entre 2022 y 2028 siendo la variación entre 2022 y 2023 la más importante al pasar de una pérdida de US\$ -583 mil a un resultado positivo de US\$ 995 mil.

A la fecha de corte, Incubandina S.A. alcanzó el 99,26% de sus ventas proyectadas al cierre de 2023; Con respecto al margen bruto representó el 82,43% de los esperado. La empresa ha mostrado tener estacionalidad en sus ventas, siendo los primeros cinco meses del año los más bajos, por lo que es natural que la empresa cierre con pérdida hasta el mes de mayo. PCR espera que con las estrategias de eficiencia y las ventas de los siguientes meses puedan asentar el cumplimiento con las proyecciones establecidas.

Cuadro 9: Proyecciones Estado de Resultados									
Escenario Conservador (Miles US\$)									
Estado De Pérdidas y Ganancias	dic-22	dic-23	nov-23	% Cmpl.	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	dic-28
Ventas	31.684	33.483	33.234	99,26%	38.025	38.836	39.666	40.516	41.387
Costo De Ventas	27.117	26.934	27.835	103,35%	30.942	31.517	32.108	32.722	33.390
Margen Bruto	4.567	6.549	5.399	82,44%	7.083	7.319	7.558	7.794	7.997
Gastos Operativos	3.274	3.574	3.325	93,03%	3.672	3.784	3.926	4.076	4.232
Margen Operativo	1.293	2.975	2.074	69,71%	3.411	3.535	3.632	3.718	3.765
Gastos Financieros	1.967	1.648	1.937	117,48%	2.099	2.371	2.468	2.542	2.585
Otros Ingresos y Gastos	92	-	250		-	-	-	-	-
Margen Antes Part e Imptos	-583	1.327	387	29,20%	1.313	1.164	1.164	1.176	1.180
Impuesto a la Renta	-	332	-	0,00%	328	290	291	295	295
Otros Resultados Integrales	-	-	59		-	-			
Utilidad Neta	-583	995	387	38,93%	984	874	873	881	885

Fuente: Incubandina S.A / Elaboración: PCR

Garantía General de la Emisión

PCR ha recibido por parte del emisor el certificado de activos libres de gravamen con corte al 30 de noviembre de 2023. Así pues, el monto máximo a emitir que maneja la empresa es de US\$ 17,73 millones.

Cuadro 6: Activos Libres de Gravamen a noviembre de 2023 (US\$)	
Detalle	Monto
Total Activos	41.537.094
(-) Activos Diferidos o Impuestos Diferidos	207.300
(-) Activos Gravados (*)	15.478.277
(-) Activos en Litigio	-
(-) Impugnaciones Tributarias	-
(-) Monto no redimido de Emisiones en Circulación	3.683.835
(-) Monto no redimido de Titularización de Flujos en Circulación	-
(-) Derechos Fiduciarios en Fideicomiso en Garantía	-
(-) Documentos por cobrar provenientes de la negociación de Derechos Fiduciarios	-
(-) Saldo de valores no redimido de REVNI	-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y que sean vinculadas con el emisor	-
(=) Activos Libres de Gravamen	22.167.682
80% Activos Libres de Gravámenes	17.734.146

Fuente: Incubandina S.A / Elaboración: PCR

Activos en litigio

A la fecha de corte, el emisor no registra activos en litigio, información validada en la Página del Consejo de la Judicatura.

Adicional, la Calificadora ha revisado que, al 30 de noviembre de 2023, los valores que mantiene Incubandina S.A. en el mercado de valores, se encuentran bajo el 200% de su patrimonio, según lo estipulado en la normativa.

Monto Máximo de Valores en Circulación (US\$) – Al 30 de noviembre de 2023	
Detalle	Valor
Patrimonio	11.425.223,00
200% Patrimonio	22.850.446,00
Monto no redimido de obligaciones en circulación	3.683.835,00
Total Valores en Circulación y por Emitirse	6.000.000,00
Total Valores en Circulación y por Emitirse / Patrimonio (debe ser menor al 200%)	52,52%

Fuente: Incubandina S.A / Elaboración: PCR

Para el emisor, el saldo con el mercado de valores ocupa una prelación de pagos, la cual está respaldada por los activos libres de gravamen en 5,05 veces a la fecha de corte.

Cuadro 6: Posición Relativa de la Garantía General				
Orden de Prolación de Pagos	Primera	Segunda	Tercera	Cuarta
Detalle	IESS, SRI, Empleados	Mercado de Valores	Bancos	Proveedores
Saldo Contable	703.983,07	3.683.805,41	16.994.234,79	4.397.461,46
Pasivo Acumulado	703.983,07	4.387.788,48	21.382.023,27	25.779.484,73
Fondos Líquidos (Caja y Bancos)	260.597,00			
Activos Libres de Gravamen (sin considerar saldo emisiones en circulación)	22.167.682,00			
Cobertura Fondos Líquidos	0,37	0,06	0,01	0,01
Cobertura ALG	31,49	5,05	1,04	0,86

Activos que respaldan la Emisión: Análisis de la calidad y capacidad para ser liquidados

Los activos que respaldan la presente emisión son inventarios y cuentas por cobrar, todos estos libres de gravamen, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- **Riesgos de eventos fuera de control:** Los inventarios de Incubandina S.A. podrían verse afectados por eventos imprevisibles como incendios, atentados, robo u otros similares, ante esto la empresa cuenta con pólizas de seguros debidamente contratadas para hacer frente a estos eventos fuera de control.
- **Riesgo de obsolescencia del inventario:** Si el inventario no se gestiona adecuadamente, podría experimentar bajas rotaciones y considerarse obsoleto en cierto momento. La empresa trabaja con estrictos controles de inventario para contrarrestar este riesgo.
- **Impacto en la capacidad de realización:** Condiciones inapropiadas para mantener las características de los productos en inventario podrían afectar su capacidad de realización, disminuyendo su valor y mermando la cobertura de la emisión.
- **Desabastecimiento de proveedores:** Un desabastecimiento de los proveedores podría afectar los inventarios y, en consecuencia, la producción de la empresa.
- **Riesgos para productos semielaborados pollo en pie:** Los productos semielaborados, al ser activos biológicos, podrían sufrir daños por factores externos como catástrofes naturales, robo, plagas o enfermedades, generando pérdidas económicas.
- **Escenarios económicos adversos para cuentas por cobrar:** Escenarios económicos desfavorables en el sector de los clientes podrían afectar la capacidad de cumplimiento de sus compromisos, mermando la calidad de las cuentas por cobrar.
- **Gestión inadecuada de recuperación y cobranza:** Una gestión deficiente en la recuperación y cobranza de cuentas por cobrar podría generar cartera vencida e incobrabilidad, representando un riesgo para el activo que respalda la emisión.
- **Liquidación de activos:** Los activos que respaldan la emisión, tanto cuentas por cobrar como inventario, presentan un grado bajo para ser liquidados y dependen del funcionamiento normal de la empresa y de su capacidad para gestionar la recuperación y cobranza de manera efectiva.

Actualmente, tomando en cuenta el valor en libros que mantiene las cuentas mencionadas anteriormente se mantiene un nivel de cobertura respecto al total de la emisión de 153,81%; sin embargo, existen varios factores que inciden directamente en el hecho de que el valor en mención pueda ser liquidado en caso de ser necesario ya que existen varios riesgos que afectan directamente el valor que mantienen los activos en los balances en relación con la capacidad real de ser liquidados.

Activos que Respaldan la Emisión (nov 23)			
Indicador	Valor en libros	Monto de la Emisión	Cobertura
Inventario	5.973.028	6.000.000	153,81%
Cuentas por Cobrar	3.255.483		
Total	9.228.511		

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

Metodología utilizada

- Manual de Calificación de Riesgo-PCR.

Información utilizada para la Calificación

Información financiera: Estados Financieros auditados de Incubandina S.A. para los períodos 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022. Los Balances Auditados para el año 2018, 2019 y 2020 fueron realizados por la firma BDO Ecuador S.A. y los del año 2021 y 2022 auditó la firma ABALT Auditores y Consultores Cía. Ltda, informes que se presentan con opinión limpia. Información interna de noviembre 2022 y 2023.

- Acta de la Junta de General Extraordinaria Universal de Accionistas celebrada el 23 de diciembre de 2022.
- Prospecto de Oferta Pública de la Quinta Emisión de Obligaciones
- Escritura de Quinta Emisión de Obligaciones.
- Certificado de Activos Libres de Gravamen con corte al 29 de febrero 2020.
- Otros papeles de trabajo

Presencia Bursátil

Situación del Mercado de Valores:

El mercado de valores es un mecanismo en el que se realizan todas las operaciones de inversión, dirigidas al financiamiento de diferentes actividades que generan una rentabilidad. Esto, se lo realiza a través de la emisión y negociación de valores, de corto o largo plazo, así como con operaciones realizadas de forma directa en las Bolsas de Valores. Entre las principales ventajas del mercado de valores está, que es un mercado organizado, eficaz y transparente en donde la intermediación es competitiva, estimula la generación de ahorro que deriva en inversión, genera un flujo importante y permanente de recursos para el financiamiento a mediano y largo plazo, entre otras.

En Ecuador se encuentra acoplándose a las alternativas de financiamiento e inversión que ofrece el mercado bursátil, todo ello reflejado en los montos negociados del mercado secundario que en 2019 evidenció una participación del 12% y durante el 2020 un 13%; mientras que la diferencia se ubica en el mercado primario. Uno de los motivos por lo que se ve involutivo este mercado se debe a la competencia presentada por las instituciones financieras. Para el 2021, el monto bursátil nacional negociado fue de US\$ 15.702 millones lo que representa un 14,8% del PIB ecuatoriano y refleja un dinamismo del 32,08% en comparación con su similar período anterior.

Para diciembre de 2022, el monto bursátil nacional negociado ascendió a US\$ 113.783 millones con una ponderación de 11,8% en el PIB. Para junio de 2023, el valor ascendió a US\$ 6.587 millones lo que reflejó una participación sobre el PIB del 5,4% y corresponde a las negociaciones realizadas en las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil. Al analizar el mercado por sector, se puede notar que los títulos emitidos por el sector privado evidenciaron una mayor participación, representando el 57,18%, mientras que los del sector público, ponderaron el 42,82%⁵.

Los principales sectores que participan en el mercado bursátil a nivel nacional, a junio 2023, son el Comercial (29,74%), seguido del Industrial (24,18%), Servicios (12,09%), Agrícola, Ganadero, Pesquero y Maderero (11,44%) y la diferencia se ubica en otros 6 sectores con una participación individual inferior. De todos estos emisores, el 82,59% corresponde a las provincias Guayas y Pichincha; es decir, las principales ciudades del país son los más importantes dinamizadores del mercado de valores en el Ecuador, comportamiento observado durante los últimos periodos de análisis.

El 2020 fue un año desafiante para el Mercado bursátil ecuatoriano, en primera instancia la Crisis Sanitaria por Covid-19 afectó a la liquidez de la economía en general, varias empresas se vieron afectadas por lo coyuntura por lo que incluso de los 333 emisores en la bolsa del país, un 15% se acogió a la Resolución que emitió la Junta de Regulación Financiera en donde reprogramaron el pago de cuotas de capital con el objetivo de no ajustar la liquidez. Otro evento clave fue la intervención de varios partícipes de mercado bursátil (Casa de Valores y Depósito Centralizado de Valores) tras las investigaciones por parte de la Fiscalía y la Superintendencia de Compañías luego que el Ministerio de Gobierno emitiera sus denuncias por movimientos extrabursátiles en los que el Instituto de Seguridad Social de la Policía invirtió US\$ 532 millones; proceso que impactó negativamente la imagen del mercado.

A pesar de que durante el 2020 se observó un leve incremento en las negociaciones en comparación con el 2019, este comportamiento obedece más a transacciones de títulos en el mercado primario. Para el 2021, la economía se reactivó paulatinamente, haciendo que el consumo de los hogares se incremente y las actividades económicas regresen a la normalidad, es así como, se observa que para este año se reportaron un total de US\$ 15.701,59 millones de montos negociados a nivel nacional en donde el 85% se encontraba en el mercado primario y 15% en el mercado secundario. Para diciembre de 2022 se reportaron US\$ 13.451,65 millones de los cuales el 81% se encuentran en el mercado primario y el resto (19%) en el secundario. Mientras que, a junio de 2023, se reportaron US\$ 6.586,97 millones de montos negociados de los cuales el 80,76% pertenecen al mercado primario y el restante (19,24%) pertenecen al mercado secundario.

Indicador de Presencia Bursátil

La presencia bursátil, es un indicador que permite medir la liquidez de los valores sean éstos de renta fija o variable¹¹. Cuyo principal objetivo es dar a conocer al inversionista que tan fácil puede ser un negociado un valor en el mercado secundario. Para su cálculo se considera la siguiente formula:

$$\text{Indicador presencia bursátil} = \frac{\text{N}^{\circ} \text{ de días negociados mes}}{\text{N}^{\circ} \text{ de ruedas mes}}$$

PCR considera que el indicador de presencia bursátil en valores de renta fija no refleja la liquidez real del valor, dado que en el país el mercado secundario es mínimo; el rendimiento atractivo que ofrecen los títulos de renta fija incentiva a mantener la inversión hasta el vencimiento. Es por esto que PCR opina que la calificación de riesgo es la que influye en la liquidez del valor en el mercado.

A noviembre 2023, Incubandina S.A. mantiene vigente en el mercado de valores una emisión de obligaciones, la cual mantiene un saldo de capital por pagar de US\$ 3,68 millones.

Presencia Bursátil (US\$)					
Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Monto Colocado	Saldo de capital a noviembre 2023	Calificaciones
Quinta Emisión de Obligaciones	SCVS-IRQ-DRMV-2022-00003102 (21 de marzo de 2023)	6.000.000	3.158.000	3.683.805	AA PCR (agosto 2019)
Total		6.000.000	3.158.000	3.683.805	

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

Hechos de Importancia

- No se registran hechos de importancia.

Relación con Empresas Vinculadas

Incubandina S.A., mantiene relación por accionista con varias empresas como se detalla a continuación:

Detalle Empresas Relacionadas	
Razón Social	Función
Segundo Eloy Corrales e Hijos SECOHI Cía. Ltda.	Accionista
Rectificadora de Motores Quito Cía. Ltda.	Accionista
Compañía de Transporte Pesado en Volquetas PETROBLOCK S.A.	Accionista

⁵ Cifras tomadas a junio de 2023 de la Bolsa de Valores de Quito, *Boletines Mensuales*

EIMEPARTS S.A.S.	Accionista
Fábrica Integral Vehículos y Tractores SETRU S.A.	Accionista
Trucajes y Montadora Industrial y Corporativa TRUCMONTCORP S.A.	Accionista
H&N Huevos Naturales Ecuador S.A.	Accionista
Corporación Favorita C.A.	Accionista
CORPTURINTER S.A.	Accionista
Automotores del Pacífico S.A. AUTOLLEGASA	Accionista
Inmobiliaria Pacific Real States PACIFICREST S.A.	Accionista
Sociedad Comercial y Agrícola Llerena Garzón Guadalupe S.A.	Accionista
Hospital de Los Valles S.A.	Accionista

En cuanto a las obligaciones que mantiene con sus empresas relacionadas se detalla lo siguiente:

Cartera Relacionada (US\$ miles)		
Detalle	nov-22	nov-23
Cuentas por Cobrar Relacionadas	111.266	79.050
Corto Plazo	111.266	79.050
Largo Plazo	-	-
Cuentas por Pagar Relacionadas	280.850	218.656
Corto Plazo	145.678	76.099
Largo Plazo	135.172	142.557

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

Miembros del Comité



Econ. Yoel Acosta



Lic. Carlos Polanco



Econ. Fernanda Acosta

Anexos

Estructura Accionaria a noviembre 2023		
Nombre	CAPITAL	% de Participación
BASTIDAS HERRERA MARIA AVELINA	720.878	14,42%
CORRALES BASTIDAS SEGUNDO JAVIER	421.051	8,42%
CORRALES BASTIDAS HERNAN BOLIVAR	325.603	6,51%
VILLARROEL BASTIDAS HUGO MARCELO	263.370	5,27%
CORRALES BASTIDAS EDGAR ENRIQUE	233.626	4,67%
CORRALES BASTIDAS GLORIA	220.549	4,41%
OTROS ACCIONISTAS CON PARTICIPACIÓN INFERIOR AL 4%	2.814.923	56,30%
TOTAL CPITAL SUSCRITO	5.000.000	100,00%

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Flujo de Efectivo (Miles US\$)	
Flujo de efectivo de actividades de operación	nov-23
Efectivo recibido de clientes por ventas	33.617.795
Efectivo pagado a proveedores y empleados	(28.892.890)
Gastos Financieros	(1.672.277)
Otros Gastos	(264.262)
Otros ingresos	249.897
Efectivo neto proveniente de actividades operativas	3.038.263
Flujo de efectivo de actividades de inversión	
Pago por compra de propiedad, planta y equipo	(1.773.809)
Efectivo recibido por la venta de propiedades, planta y equipo	
Adquisición de activos biológicos	827.196
Efectivo recibido por la venta de activos biológicos	
Cambio neto activos financieros mantenidos hasta el vencimiento	
Efectivo neto proveniente de actividades de inversión	(946.613)
Flujo de efectivo de actividades de financiamiento	
Efectivo (pagado) por obligaciones financieras	(3.863.095)
Efectivo recibido por obligaciones financieras	
Efectivo (pagado) recibido por emisión de obligaciones	1.412.757
Efectivo (pagado) recibido por préstamos relacionadas y accionistas	77.443
Otras entradas / salidas efectivo	323.869
Efectivo neto proveniente de actividades de financiamiento	(2.049.026)
Variación en el efectivo y equivalentes al efectivo	42.624
Saldo bancario al principio del período	217.973
Saldo bancario al final del período	260.597

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 10: Balance General y Estado de Resultados (Miles US\$)							
INCUBANDINA S.A.							
Estados Financieros							
Miles de US\$							
	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	nov-22	dic-22	nov-23
Balance General							
Efectivo y equivalentes de efectivo	97	29	240	2.725	312	218	261
Deudores Comerciales	4.786	4.994	4.313	4.252	3.826	4.635	3.255
Provisiones Créditos Incobrables	(1.310)	(802)	(699)	(819)	-	(851)	-
Inventarios	3.071	3.937	2.463	4.318	6.812	6.053	5.973
Activos por impuestos corrientes	502	776	970	1.358	1.921	1.952	2.121
Pagos Anticipados	165	36	113	76	72	51	26
Otras Cuentas por cobrar	-	-	-	-	-	-	-
Otras Cuentas por cobrar relacionadas	782	511	240	325	111	105	79
Otros activos	775	392	0	230	102	169	-
Activo Corriente	8.868	9.873	7.640	12.466	13.157	12.332	11.716
Activo Corriente prueba ácida	5.797	5.936	5.177	8.148	6.345	6.279	5.743
Propiedad, Planta y Equipo	17.468	21.434	22.370	24.239	27.107	27.083	26.948
Activos Biológicos	3.196	2.638	2.802	3.011	3.028	3.493	2.666
Impuestos a la Renta Diferido	33	90	189	158	158	207	207
Documentos y ctas por cobrar relacionadas L/P	1.011	-	-	-	-	-	-
Activo No Corriente	21.708	24.162	25.361	27.408	30.293	30.784	29.821
Activo Total	30.576	34.035	33.001	39.873	43.450	43.116	41.537
Obligaciones Financieras de C/P	3.654	7.430	6.739	8.368	4.082	10.572	5.592
Obligaciones Emitidas de C/P	2.853	3.767	952	2.421	6	2.271	-
Cuentas por Pagar - Comerciales	2.947	6.074	5.796	5.164	5.664	4.263	4.397
Cuentas por Pagar - Relacionadas	-	-	335	2.109	146	1.841	76
Anticipo Clientes	452	313	360	209	711	509	654
Impuestos Corriente	26	31	38	113	30	121	32
Beneficios Empleados	694	688	778	611	634	627	755
Pasivo Corriente	10.625	18.303	14.997	18.995	11.271	20.206	11.507
Obligaciones Financieras de L/P	2.246	1.273	3.614	7.466	16.832	10.285	11.402
Obligaciones Emitidas de L/P	5.149	1.500	600	200	2.200	-	3.684
Cuentas por Pagar - Comerciales	1.220	1.220	1.220	385	385	-	620
Cuentas por Pagar - Relacionadas	-	-	90	107	135	135	143
Otros Pasivos no Corrientes	1.236	1.255	1.506	1.506	1.540	1.637	1.665
Beneficios Empleados	566	660	830	1.001	996	1.116	1.091
Pasivo No Corriente	10.418	5.908	7.861	10.664	22.088	13.173	18.605
Pasivo Total	21.044	24.211	22.858	29.659	33.359	33.378	30.112
Capital pagado	2.015	3.686	2.015	2.015	2.015	2.015	2.015
Aportes para futuras capitalizaciones	-	-	1.685	1.685	1.685	1.685	2.985
Reservas Legal y Facultativa	434	487	524	560	569	569	33
Otros resultados integrales	3.472	3.480	3.421	3.383	3.578	3.442	3.442
Resultados acumulados	3.611	2.172	2.499	2.571	2.244	2.027	2.950
Total Patrimonio	9.533	9.824	10.143	10.214	10.091	9.738	11.425
Deuda Financiera	13.902	13.970	11.905	18.455	23.119	23.128	20.678
Corto Plazo	6.507	11.197	7.691	10.790	4.087	12.844	5.592
Largo Plazo	7.396	2.773	4.214	7.666	19.032	10.285	15.086
Estado de Pérdidas y Ganancias							
Ingresos Operacionales	22.966	24.965	25.213	30.030	29.789	32.850	33.234
Costos de Ventas	18.214	21.105	20.712	24.771	25.495	28.555	27.835
Utilidad Bruta	4.752	3.859	4.502	5.260	4.294	4.295	5.399
Gastos operacionales	2.997	2.564	2.690	4.121	3.078	3.473	3.325
Resultado de Operación	1.755	1.295	1.812	1.138	1.216	822	2.074
Gastos Financieros	1.294	1.118	1.359	1.504	1.626	1.818	1.937
Otros Ingresos y Gastos	296	359	555	671	92	589	250
Utilidad antes de participación e impuestos	757	536	1.007	306	(318)	(407)	387
Participación Trabajadores	-	-	(141)	(46)	-	-	-
Impuesto a la Renta	232	163	643	219	-	128	-
Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio	525	373	364	86	(318)	(536)	387
Otro resultado integral	1.587	-14	-59	-38	157	60	59
Resultado Integral del Ejercicio	2.112	359	305	48	-161	-476	447
Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio (anualizada)	2.112	359	305	48	-176	-476	487

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 11: Márgenes e Indicadores Financieros (Miles US\$)							
INCUBANDINA S.A.							
Indicadores Financieros							
	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	nov-22	dic-22	nov-23
Márgenes							
Costos de Venta / Ingresos	79,31%	84,54%	82,15%	82,49%	85,58%	86,93%	83,75%
Margen Bruto	20,69%	15,46%	17,85%	17,51%	14,42%	13,07%	16,25%
Gastos Operacionales / Ingresos	13,05%	10,27%	10,67%	13,72%	10,33%	10,57%	10,00%
Margen Operacional	7,64%	5,19%	7,19%	3,79%	4,08%	2,50%	6,24%
Gastos Financieros / Ingresos	5,64%	4,48%	5,39%	5,01%	5,46%	5,54%	5,83%
Margen Neto	2,29%	1,49%	1,44%	0,29%	-1,07%	-1,63%	1,17%
Margen EBITDA	12,77%	9,93%	13,52%	9,22%	9,38%	7,98%	11,85%
EBITDA y Cobertura							
Depreciación y Amortización	1.178	1.183	1.597	1.632	1.579	1.798	1.865
EBIT (Acumulado)	1.755	1.295	1.812	1.138	1.216	822	2.074
EBIT (12 meses)	1.755	1.295	1.812	1.138	1.326	822	2.263
EBITDA (Acumulado)	2.933	2.479	3.409	2.770	2.795	2.621	3.939
EBITDA (12 meses)	2.933	2.479	3.409	2.770	3.049	2.621	4.297
Gastos Financieros (12 meses)	1.294	1.118	1.359	1.504	1.774	1.818	2.113
EBIT / Gastos Financieros (12 meses)	1,36	1,16	1,33	0,76	0,75	0,45	1,07
EBIT / Deuda Financiera Corto Plazo (12 meses)	0,27	0,12	0,24	0,11	0,32	0,06	0,40
EBIT / Deuda Financiera (12 meses)	0,13	0,09	0,15	0,06	0,06	0,04	0,11
EBITDA / Gastos Financieros (12 meses)	2,27	2,22	2,51	1,84	1,72	1,44	2,03
EBITDA / Deuda Financiera Corto Plazo (12 meses)	0,45	0,22	0,44	0,26	0,75	0,20	0,77
EBITDA / Deuda Financiera (12 meses)	0,21	0,18	0,29	0,15	0,13	0,11	0,21
EBITDA (12 meses) / Pasivo total	0,14	0,10	0,15	0,09	0,09	0,08	0,14
Solvencia							
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,50	0,76	0,66	0,64	0,34	0,61	0,38
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0,50	0,24	0,34	0,36	0,66	0,39	0,62
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,66	0,58	0,52	0,62	0,69	0,69	0,69
Pasivo No Corriente / Patrimonio	1,09	0,60	0,78	1,04	2,19	1,35	1,63
Deuda Financiera / Patrimonio	1,46	1,42	1,17	1,81	2,29	2,38	1,81
Pasivo Total / Patrimonio	2,21	2,46	2,25	2,90	3,31	3,43	2,64
Pasivo Total / Capital Pagado	10,44	6,57	11,34	14,72	16,55	16,56	14,94
Pasivo No Corriente / EBITDA (12 meses)	3,55	2,38	2,31	3,85	7,24	5,03	4,33
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	4,74	5,64	3,49	6,66	7,58	8,83	4,81
Deuda Financiera / EBIT (12 meses)	7,92	10,78	6,57	16,22	17,43	28,13	9,14
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	7,17	9,77	6,71	10,71	10,94	12,74	7,01
Rentabilidad							
ROA (acumulado)	6,91%	1,05%	0,92%	0,12%	-0,37%	-1,10%	1,08%
ROA (12 meses)	6,91%	1,05%	0,92%	0,12%	-0,40%	-1,10%	1,17%
ROE (acumulado)	22,16%	3,65%	3,00%	0,47%	-1,60%	-4,89%	3,91%
ROE (12 meses)	22,16%	3,65%	3,00%	0,47%	-1,74%	-4,89%	4,27%
Liquidez							
Liquidez General	0,83	0,54	0,51	0,66	1,17	0,61	1,02
Prueba Acida	0,55	0,32	0,35	0,43	0,56	0,31	0,50
Capital de Trabajo	-1.757	-8.430	-7.357	-6.530	1.886	-7.873	209
Rotación							
Días de Cuentas por Cobrar Comerciales	75	72	62	51	46	51	36
Días de Cuentas por Pagar Proveedores	58	104	101	75	73	54	52
Días de Inventarios	61	67	43	63	88	76	71
Ciclo de conversión de efectivo	77	36	4	39	61	73	55
Flujo de Efectivo							
Flujo Operativo	2.212	5.929	6.870	1.051	911	(3.945)	3.038
Flujo de Inversión	(6.852)	(7.180)	(4.892)	(5.102)	(4.116)	(5.038)	(947)
Flujo de Financiamiento	4.121	1.183	(1.767)	6.536	791	6.476	(2.049)
Saldo al inicio del período	615	97	29	240	2.725	2.725	217,97
Saldo al final del período	97	29	240	2.725	312	218	261

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Atentamente,



Econ. Santiago Coello
Gerente General
Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.



Ing. Jhonatan Velastegui
Analista