

## Tercera y Cuarta Emisión de Obligaciones - Incubadora Andina Incubandina S.A.

Comités No: 075-076-2020		Fecha de Comité: 28 de abril de 2020
Informe con Estados Financieros no auditados al 29 de febrero del 2020		Quito – Ecuador
Alejandra Rodríguez	(593) 2333.1573	arodriguez@ratingspcr.com

Instrumento Calificado	Calificación	Revisión	Resolución SCVS
Tercera Emisión de Obligaciones	AA	Onceava	SCVS.IRQ.DRMV.2015.1861 (03 de septiembre de 2015)
Cuarta Emisión de Obligaciones	AA	Cuarta	SCVS-IRQ categoría -DRMV-SAR- 2018-000930 (29 de enero de 2018)

### 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 verá 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 por unanimidad mantener la calificación de **"AA"** a la **Tercera y Cuarta Emisión de Obligaciones de Incubadora Andina Incubandina S.A.** La calificación se sustenta en la buena capacidad de generación de flujos del emisor, derivado de su posicionamiento en la venta de pollita bb, los altos niveles de inversión que han permitido incrementar sus niveles de eficiencia, así como la naturaleza prioritaria de los bienes que oferta; permitiéndole hacer frente a sus obligaciones con el mercado de valores. PCR reconoce que existe un incumplimiento en el resguardo de liquidez semestral establecido por ley ocasionado por una reclasificación de cuentas contables y el incremento de la porción corriente de las obligaciones financieras dado por el financiamiento de los proyectos de inversión con capital de trabajo. La entidad ha iniciado un proceso de renegociación de su financiamiento con el objetivo de aumentar los plazos de pago.

### 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 emisor históricamente ha presentado niveles de liquidez inferiores a 1, evidenciando incumplimiento en el resguardo de ley de las emisiones vigentes. A febrero de 2020, la liquidez se ubicó en 0,64 veces, menor a su promedio histórico anual (2014-2019), y registrando un capital de trabajo negativo de US\$ 6,13 millones, esto debido al importante incremento de la porción corriente de las obligaciones financieras y al hecho de que la empresa se ha encontrado financiando los proyectos de inversión con capital de trabajo. Sin embargo, la empresa ha iniciado un proceso de renegociación de su deuda con instituciones financieras con el objetivo de aumentar los plazos de pagos tomando en cuenta la actual situación del COVID-19. Es importante toma que la entidad mantiene líneas revolventes y avales bancario mitigando así el riesgo.
- 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, se destaca la reducción de la cartera vencida a más de 360 días, con provisiones que permiten cubrir la totalidad de este riesgo. La administración ha implementado estrategias para mitigar el riesgo de crédito, mediante la consulta del buró (EQUIFAX) de crédito de nuevos clientes, otorgar crédito con un puntaje igual o superior a 800 puntos, además la administración reestructuró el área de cobranzas al pasarle al área Financiera-Tesorería.

- Al emisor desempeñar sus actividades en un sector relacionado a la cadena de alimentos, se prevé un impacto del COVID-19 menor al de otras industrias, puesto que, al tratarse de productos de primera necesidad, pueden ser comercializados durante la cuarentena. Frente a un escenario de incertidumbre dado el cierre de múltiples comercios, principalmente asaderos y restaurantes que son los principales clientes del emisor, la calificadora mantendrá en observación el desempeño de la empresa.

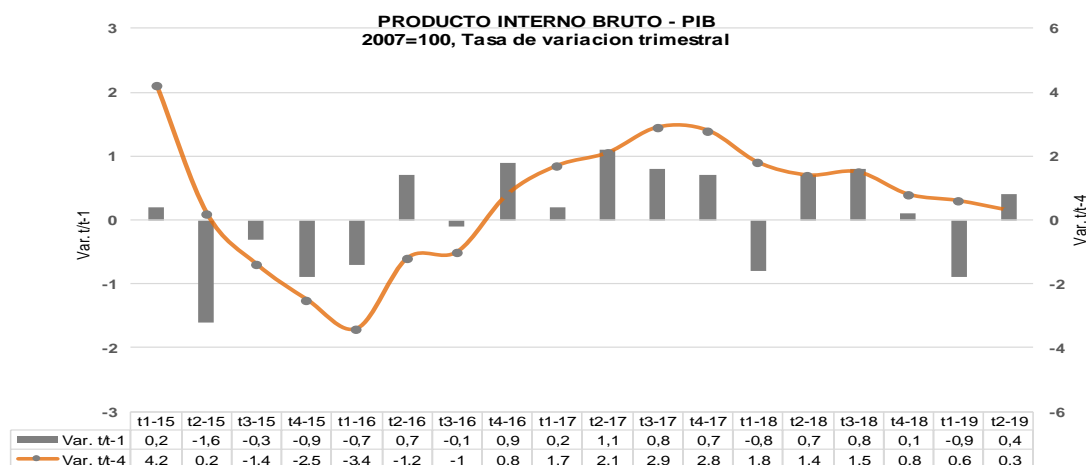
## Aspectos de la Calificación

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

### Entorno Macroeconómico:

A partir del año 2014, la economía ecuatoriana se ha mostrado particularmente susceptible a las fluctuaciones de los mercados internacionales. Además de incurrir en problemas de liquidez por la caída del precio del petróleo, la economía del Ecuador evidenció una configuración estructural no favorable frente a su posicionamiento en la economía internacional. Pese al periodo de bonanza experimentado posterior a la crisis internacional del 2008-09, el modelo primario exportador del país no acompañó al crecimiento del nivel de gastos del Estado y la expansión de la demanda agregada, misma que se fundamentó en el crecimiento del consumo interno basado en el significativo incremento del tamaño del Estado y, por consecuencia, de la masa salarial.

La recesión económica experimentada a partir de finales del 2014 alcanzó un nivel máximo en el año 2016, con una contracción anual de -1,23% como consecuencia del desplome del precio internacional del barril de petróleo y el terremoto que afectó a la población de la zona costera del país. Sin embargo, a partir del último trimestre del mismo año se experimentó una leve recuperación, por lo que, en términos anuales, para el 2017 el PIB se expandió en 2,37%, según cifras del Banco Central del Ecuador. Este dinamismo estuvo impulsado en el 2017 por el gasto de consumo final de los hogares (+3,73% de crecimiento anual) y el gasto de consumo final del gobierno (+3,22% de variación anual)<sup>1</sup>.



Fuente: Banco Central de Ecuador; Elaboración: Banco Central del Ecuador

Durante el año 2018, sin embargo, se observó una desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB (+1,4%) asociado a una disminución de la extracción de crudo (-3,3%) y en la refinación de petróleo (-10,0%), así como una tasa de crecimiento de las importaciones (+5,8%) mayor al crecimiento de las exportaciones (0,9%). El significativo nivel de dependencia del Estado sobre el ingreso petrolero junto a la prominente posición de este en el dinamismo del consumo y la inversión, han generado vínculos y encadenamientos entre el sector petrolero y la macroeconomía, como se observa en los resultados del 2018. Adicionalmente, el 2018 fue el año con mayor inversión extranjera directa para Ecuador durante los últimos cinco años con US\$ 1.401 millones, explicado por la actividad minera a gran escala que se encuentra en desarrollo en el país; con cinco proyectos estratégicos que actualmente están en proceso de concesión: Mirador, Fruta del Norte, Río Blanco, Loma Larga y San Carlos.

Al segundo trimestre del 2019, se acentuó la desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB (+0,3%) con relación al mismo periodo del 2018 (t/t-4: 1,7%). Este crecimiento moderado, sin embargo, es positivo ya que corresponde al crecimiento del sector exportador (+1,58%), y el consumo final de los hogares (+0,36%), mismo que se deriva de un aumento salarial del +2,2% y una variación de los precios del consumidor de -0,61%. El gasto final del gobierno mostró una contracción marginal del 0,19% al reducirse los ingresos de este por la reducción de la refinación de petróleo en el 2018 y principios del 2019 asociado a las operaciones parciales de la refinería de Esmeraldas, La Libertad, y Amazonas. Acorde a las previsiones del Fondo Monetario Internacional, la tasa de crecimiento del PIB para el 2019 alcanzara el -0,5%.

Aunque el gasto final del gobierno se incrementó en el año 2018 (+2,9%), la desaceleración se fundamenta principalmente la caída del Valor Agregado Bruto (VAB) del sector petrolero (-4,0%) y en la política de ajuste económico adoptada por el gobierno para superar el déficit fiscal (US\$ -3.332 millones al cierre del 2018) y de la balanza comercial (US\$ -1.575 millones al cierre del 2018). A partir del 2019, el recorte de los servidores públicos, la disminución del subsidio a la gasolina super y extra, entre otras, forman parte de medidas de recorte que permitieron

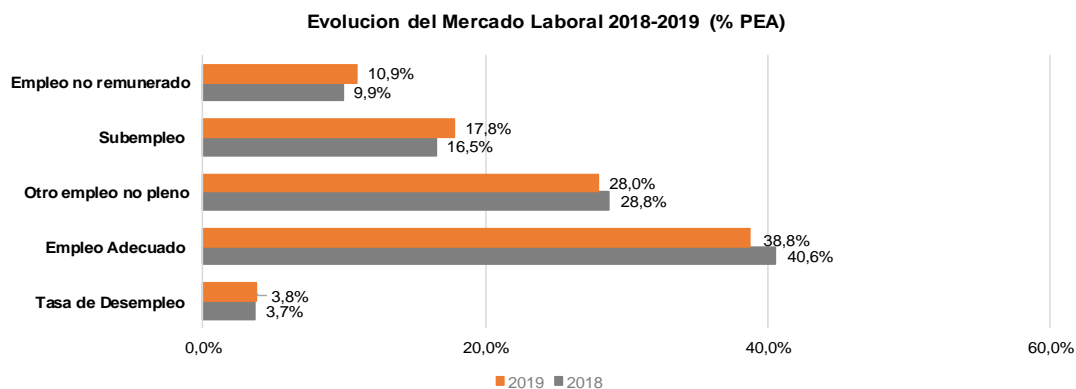
<sup>1</sup> Banco Central de Ecuador: Información Estadística Mensual No. 2008 – junio 2019

al estado alcanzar un acuerdo de facilidad ampliada con el Fondo Monetario Internacional (FMI). El acuerdo supone la continuación de las políticas de ajuste y la voluntad política para la implementación de marcos jurídicos que permitan al país alcanzar mayor competitividad en el sector externo. La carta de intención acordada entre el FMI y Ecuador establece seis ejes de acción para el desembolso del crédito (US\$ 4.209 millones):

- Restaurar la prudencia en la política fiscal
- Fortalecer el marco institucional del Banco Central (BCE)
- Reforzar la resiliencia del sistema financiero
- Protección a los segmentos pobres y vulnerables
- Apoyar la creación de empleo y competitividad
- Promover la transparencia y el buen gobierno

El incremento de la productividad y la competitividad apuntan a generar mayor capacidad de resistencia y maniobrabilidad frente a las limitaciones del país para adoptar políticas monetarias que respalden a la industria local. El FMI estima una sobrevalorización del tipo de cambio del 31%, lo que debilita aún más los términos de intercambio del Ecuador con relación a sus principales socios comerciales, en especial frente a los países vecinos.

En cuanto al mercado laboral, la mayor parte de la población económicamente activa se emplea en actividades informales. De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), la tasa de desempleo incrementó levemente al pasar de 3,7% (dic18) a 3,8% (dic19), explicado por las siguientes variaciones en los componentes del empleo: empleo adecuado cae 0,8 p.p., subempleo sube en 1,3 p.p., empleo no remunerado sube 1,0 p.p., otro empleo no pleno cae 0,8 p.p.,<sup>2</sup> lo que refleja que frente a la desaceleración económica y despidos en el sector público, las personas realizan emprendimientos o buscan alternativas para percibir ingresos, aunque eso implique no estar afiliado a la Seguridad Social, no percibir un salario mínimo ni cumplir la jornada completa. Ante esto, y la necesidad de generar mayor competitividad, el acuerdo con el FMI apunta a una reforma laboral que brinde flexibilidad y se ajuste a la realidad económica del país.



Fuente: Información estadística trimestral INEC; Elaboración: PCR

Adicionalmente, el sistema de bancos cerró el 2019 con niveles de morosidad menores que los años anteriores (2,03% dic-19), al igual que el segmento 1 de las cooperativas (3,57% dic-19; 3,07% dic18). El Informe del FMI, sin embargo, observa que los niveles de rentabilidad y capital interno del sistema podrían generar preocupación para el entorno económico, así como la capacidad del BCE para cubrir con reservas internacionales los escenarios de iliquidez que pudieran darse en el sistema. Por tanto, se espera que las normativas a futuro adopten recomendaciones en torno a estándares de liquidez, eficiencia en el manejo del seguro de depósitos, y metodologías para el correcto seguimiento del endeudamiento de los hogares.

A futuro, la política económica apunta a una reconfiguración del gasto fiscal y la persecución de políticas anticíclicas. Para superar el déficit fiscal (que a 2018 representó un 2,44% del PIB), el FMI señala la necesidad de reducir la exención de cargas impositivas no justificadas, la ampliación de la base de contribuyentes, y el aumento de impositivos indirectos (IVA, ICE).

Si bien una reforma a nivel tributario es necesaria para diversificar el ingreso al fisco y proveer de mayor sostenibilidad al mismo, estas políticas, al igual que las reformas laborales y en los subsidios, conllevan un gran peso político y generan inestabilidad social al no ser socializadas de manera adecuada. Esto fue evidente en las protestas y manifestaciones del mes de octubre, que llevaron al país a una paralización generalizada por casi dos semanas. Estos eventos no solo generan conmoción social, sino que afectan la productividad y la confianza en el país. El diálogo que llevó a retomar la normalidad de las actividades avizoraba la declaratoria de un nuevo y mejorado decreto con relación a los subsidios a los hidrocarburos. Sin embargo, la débil posición en la que quedó el ejecutivo después de las protestas y las demandas ampliadas de grupos sociales ha dificultado la concreción de nuevos lineamientos.

Si bien el acuerdo con el FMI es favorable por el acompañamiento de la multilateral en términos económicos y de asistencia técnica, será necesario que el ejecutivo maneje de manera adecuada el ambiente político y sea generador de una clara política económica que logre cumplir los acuerdos con las multilaterales sin desgastar los acuerdos y el sentir social. De darse, es factible que el clima político vuelva a generar incertidumbre e inestabilidad, lo que dificultaría

<sup>2</sup> INEC: Información estadística, informe JUN-19, Series Históricas y Tabulaciones

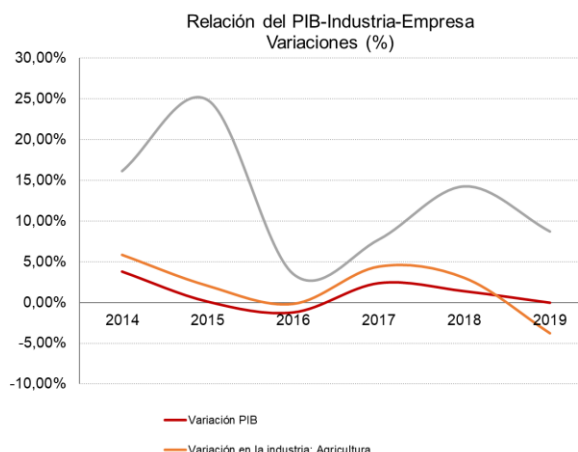
la transición que propone el ejecutivo hacia una mayor participación del sector privado en la inversión y como motor principal del crecimiento económico y la generación de empleo. De superarse el déficit fiscal mediante las mencionadas reformas laborales, tributarias, y fiscales, el FMI aconseja la implementación de normas para evitar el exceso del gasto público en épocas de bonanza y la introducción de medidas anticíclicas en épocas de recesión.

PCR considera que, la economía ecuatoriana se encuentra en un periodo de transición en el cual será fundamental el correcto manejo del riesgo político que pudiere derivarse de las políticas y reformas que apuntan a una reconfiguración fiscal y productiva de la macroeconomía. De acuerdo con el Informe de Perspectivas Económicas Mundiales realizado por el Fondo Monetario Internacional se prevé para el año 2019, que el PIB real del Ecuador se contraiga en 0,5%, mientras que para el 2020 estima una recuperación del 0,5% como consecuencia de las reformas en la política fiscal y el sector real de la economía.

### **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 8,01% del PIB. En los últimos 5 años ésta ha crecido en promedio un 3,04%, sin embargo, en el año 2016 el crecimiento fue nulo, mientras que en el 2018 presentó una variación del 3,03%. Para analizar el comportamiento de las ventas y su relación con la economía se tomará en cuenta la evolución de la economía. En este sentido, se observa que la empresa muestra evolución positiva en sus ingresos, incluso en situaciones de estrés, cuando se contrae el PIB y la industria en el año 2016. 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 2018, en Ecuador se sembraron alrededor de 250.000 hectáreas de maíz y existen cerca de 60.000 maiceros principalmente en Manabí (40%), Los Ríos (28%), Guayas (13%), Loja (16%) y Santa Elena, El Oro Y Orellana (1% c/u)<sup>3</sup>. La superficie cosechada en el tercer trimestre (cosecha de invierno<sup>4</sup>) de 2019 de maíz duro en la provincia de Manabí incremento interanualmente en 20,00%, Guayas -10,00%, el Oro -40,00%, Cañar enfrenta una disminución importante. Para la siembra de invierno de 2020 las perspectivas tampoco son halagadoras, puesto que se considera que la superficie sembrada seguiría disminuyendo; aunque se prevé que el volumen de producción podría ser mayor y crecer en alrededor de 70%, esperando que el clima ayude para que se alcancen los buenos niveles de producción de años anteriores.

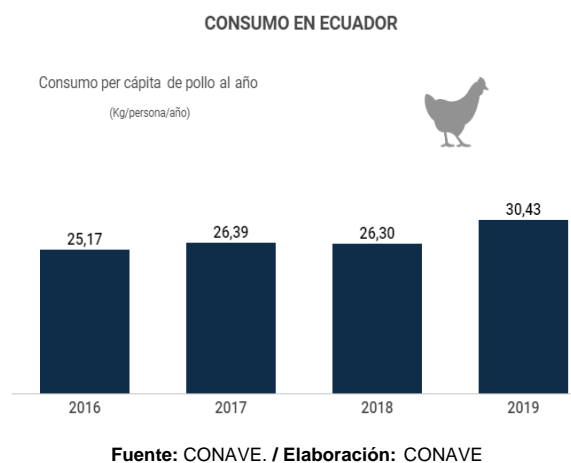
En el mes de abril 2019 el Ministerio de Agricultura y Ganadería fijó el precio de sustentación de \$ 15,25 por quintal de maíz. Medida que deja sin efecto la vigencia del rango de precios \$ 13,50 y \$ 17,20, que fue establecida por el exministro de Agricultura, incrementado el costo de los industriales.

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 independientes<sup>5</sup>, 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. El total nacional de pollitos bb producidos durante el periodo 2019 fue de 279,14 millones; de esta cantidad el 60% correspondió a las empresas con círculos de producción completos, y el 40% restante 100 millones fue vendido por las empresas incubadoras a los criadores independientes. Esta proporción se mantiene estable en los últimos años a pesar de la migración de criadores independientes al grupo de empresas de círculo completo.

<sup>4</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/Coyuntura/Integradas/etc201903.pdf>

<sup>5</sup> Ejemplo: IPROCA compra sus pollitos a una incubadora y los cría para luego venderlos en los mercados de su localidad

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 aumento en un 47% en los últimos años. En el 2019 se consumieron 526,44 millones de kg de pollo donde el consumo per cápita fue de 30,43 Kg y en los últimos 20 años este consumo se ha triplicado. A pesar de ello, la industria avícola ecuatoriana mantiene un crecimiento anual de 2%, miembros de CONAVE<sup>6</sup> afirman que esto se debe a que no se han tomado las medidas necesarias para impulsar el consumo de esta proteína en el país. El Ministerio de Agricultura y Ganadería mediante el acuerdo ministerial No. 05 reconoció la importancia de la producción del maíz amarillo, balanceados y producción de proteína animal, que constituyen el 27% del PIB agropecuario<sup>7</sup>; donde absorbe el 90% de toda la producción nacional de maíz duro y el 100% de la producción de soja en grano. Además de ser una importante generadora de empleos; se requiere de una persona (galponero) por cada 2.000 pollos en un ciclo de 45 días.



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 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:

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, factor que le ha permitido posicionarse en mayor proporción en la zona centro del país (92,97%).

A febrero 2020, las principales líneas de ventas se encuentran en: pollita bb (aves livianas) con una participación del 35,09%, seguidos por pollitos faenados con el 31,62%, pollo en pie con 8,59% y venta de huevo comercial 8,43%, entre otras líneas que se encuentra distribuidas en los centro de producción que cumple con los más exigentes estándares de bioseguridad y cuidado ambiental totalmente automatizadas con ambientes controlados y modernos sistemas de producción dando como resultado productos de calidad en sus varias líneas de negocio, así como trabaja con las principales casas genéticas del mundo como Lohmann Tierzucht y H&N International, adicionalmente manejan las genéticas que le permiten una calidad, rendimiento y una excelente conversión alimenticia ideal para la producción de carne.

#### 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 2018 (última información disponible) la empresa mantiene una baja participación de sus ingresos dentro de la Clasificación Uniforme de Actividades Económicas (CIU) con un 3,94% frente a 83 empresas, sus mayores competidores son Avícola Vitaloa S.A. AVITALSA, Integración Avícola El Oro S.A., Avícola Fernández S.A. y Avesca Avícola Ecuatoriana CA. Por otra parte, es importante mencionar que Incubandina S.A. es líder de mercado en la línea de pollita bb y, por tanto, los competidores mencionados junto con Incubandina S.A comparten aproximadamente el 56,44% del mercado total.

#### Estrategias

El enfoque estratégico de la compañía se basa en la colocación en el mercado de sus principales líneas de negocio (pollita bb y pollito bb) antes de iniciar la etapa de producción, elemento que permite definir convenios con sus clientes y mitigar el riesgo de afectación a los niveles de ingresos.

Adicional, la empresa ha implementado mejoras tecnológicas y de capacidad instalada en las plantas de producción de balanceado, por otra parte, 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 de 5,00% que se reflejaría en la disminución de los costos en cada uno de estos productos.

Por otra parte, para evitar inconvenientes con entidades municipales, la empresa traslada cinco de sus incubadoras

<sup>6</sup> Corporación Nacional De Avicultores Del Ecuador

<sup>7</sup> <https://www.conave.org/>

a una zona industrial, dejando la antigua como bodega.

### Gobierno Corporativo

**Producto del análisis efectuado, PCR considera que la empresa Incubandina S.A. tiene un nivel de desempeño bueno (Categoría GC3, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima), respecto a sus prácticas de 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:

Anexo 7: Estructura Accionaria a Febrero 2020		
Nombre	CAPITAL	% de Participación
BASTIDAS HERRERA MARIA AVELINA	720.878,00	14,42%
CORRALES BASTIDAS SEGUNDO JAVIER	421.051,00	8,42%
CORRALES BASTIDAS HERNAN BOLIVAR	325.603,00	6,51%
VILLARROEL BASTIDAS HUGO MARCELO	263.370,00	5,27%
CORRALES BASTIDAS EDGAR ENRIQUE	233.626,00	4,67%
CORRALES BASTIDAS GLORIA ECUADOR	220.549,00	4,41%
OTROS ACCIONISTAS CON PARTICIPACIÓN INFERIOR AL 4%	2.814.923,00	56,30%
<b>TOTAL CAPITAL SUSCRITO</b>	<b>5.000.000,00</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Existe una diferencia contable de US\$ 1,32 millones que se encuentra como capital suscrito no pagado el mismo que será saldado en dos años; dando como resultado a un capital pagado de US\$ 3,69 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.	
EDGAR ENRIQUE CORRALES BASTIDAS	PRESIDENTE
KEVIN FABRICIO ZAPATA GENOVEZ	SECRETARIO ADHOC
RUTH PATRICIA CORRALES LUCERO	VOCALES
CRISTOBAL ROSENDO CORRALES BASTIDAS	VOCALES
HERNAN BOLIVAR CORRALES BASTIDAS	VOCALES

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

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 349 empleados distribuidos de la siguiente manera:

Personal Incubandina S.A.	
CALIDAD	3
EQUIPO CAMINERO	2
FABRICACION	13
LABORATORIO	1
LOGISTICA	4
MANTENIMIENTO	13
PRODUCCIÓN	228
SERVICIOS VARIOS	6
SO	1
SSO	2
TRANSPORTE	28
VENTAS POLLO FAENADO	2
ADMINISTRACIÓN	33
VENTAS LIVIANA	8
VENTAS UIO	3
ASESORÍA TECNICA	2
Total general	349

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

### **Responsabilidad Social**

**Producto del análisis efectuado, PCR considera que la institución financiera Incubandina S.A., tiene un nivel de desempeño bueno (Categoría RSE3, donde RSE1 es la máxima y RSE6 es la mínima), respecto a sus prácticas de Responsabilidad Social Empresarial.**

Respecto a 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.

### **Calidad de Activos:**

Para el período de estudio (2015-2019) el activo total de Incubandina S.A. evidencia una tendencia creciente con un promedio de 14,92%. Este comportamiento se da principalmente por las ampliaciones en la planta que ha realizado con el fin de mejorar su eficiencia. Para febrero 2020, se replica la tendencia histórica observada con una expansión interanual de +17,05% al ubicarse en US\$ 35,93 millones. Su mayor participación se concentra en propiedad, planta y equipos (64,88%), seguido por inventarios (13,47%), deudores comerciales (9,95%), activos biológicos (3,94%), efectivo (3,14%) y la diferencia en otros activos con una ponderación individual inferior al 3%.

A la fecha de corte, el activo corriente sostiene un valor de US\$ 11,11 millones con una expansión interanual de 35,36%. Este dinamismo corresponde al crecimiento del inventario como respuesta a la estrategia tomada por la administración de almacenar el maíz en silos, así como al crecimiento de la cuenta de efectivo al considerar el desembolso de US\$ 1,00 millón por parte de una entidad financiera, y a la liquidación de la cartera de relacionadas con bienes inmuebles.

El segundo rubro más importante dentro de los activos es el inventario, el cual mantiene una tendencia general creciente (promedio 2015-2019, 23,05%). Este rubro está compuesto por los huevos fértiles y el inventario para la planta de alimento (maíz), necesario para el desenvolvimiento del giro de negocio, abasteciéndose en función a las necesidades y requerimientos de la organización. A febrero 2020, se totalizó US\$ 4,84 millones con una importante variación interanual de 115,56% esto obedece a 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; de esa forma evitar 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 bruta, ésta totaliza un monto de US\$ 3,78 millones, con una contracción del 12,94% (feb19 \$ 4,11 millones), dado por el decrecimiento de las ventas (-5,96%) entre los mismos períodos. Históricamente, el emisor ha mantenido una cartera de cliente con una morosidad concentrada en plazos de hasta 60 días, debido a la informalidad del sector. A febrero de 2020, la cartera vencida totalizó US\$ 2,13 millones, indicando una mora de 56,27% sobre su cartera total (48,01% en feb-19). Con respecto a la cartera en riesgo se refleja una mayor ponderación en los plazos entre 1-30 días (36,23%), 31-180 días (21,19%) y 31-60 días (20,51%), mientras que la cartera con un plazo mayor a 360 días exhibe una participación del 6,39%. Es importante indicar la contracción interanual de las provisiones (-84,36%) dando por el castigo a su cartera más deteriorada (más de 1 año), lo que corrobora la reducción de la cartera vencida de este plazo, al pasar de US\$ 990 mil en febrero de 2019 a US\$ 136

mil.

De los principales clientes de Incubandina S.A, se observa que solo dos mantienen más del 11,00% de las ventas anuales, y el porcentaje restante son clientes que presentan participación por debajo de 5%. En base a los indicado anteriormente, se refleja un bajo grado de concentración o dependencia de clientes. A continuación, un detalle de los clientes que mantiene la empresa.

Principales clientes de Incubandina S.A.		
Nombre del cliente	Suma de Total	Suma de %
SIERRAFERTIL CIA.LTDA.	\$ 250.578,90	11,97%
VELASTEGUI LOZADA WILSON HERNAN	\$ 250.578,90	11,97%
MORENO CAICEDO CARLOS ALBERTO	\$ 97.342,98	4,65%
SANCHEZ HERRERA ELOY SOLANO	\$ 82.139,40	3,92%
BASALLO SARANGO JOSE VICENTE	\$ 67.518,42	3,22%
PROALISAN CIA. LTDA.	\$ 60.080,25	2,87%
CALVACHE GARCES MILTON GERMAN	\$ 58.243,96	2,78%
Otros clientes (23)	\$ 693.910,22	33,14%

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Al corte del presente informe se observó que los días de rotación de cuentas por cobrar se han reducido con respecto a su par anterior (59 días feb20 vs 64 días feb19), debido a la reducción de la cartera que presentaba mayor deterioro (vencida a más de 360 días), mientras que los días de cuentas por pagar a proveedores se incrementan (110 días feb20 vs 67 días feb19) por el financiamiento recibido de sus proveedores para el abastecimiento de equipos. Es importante mencionar que el emisor mantiene convenios de factoring con la Corporación Financiera Nacional y con sus proveedores de maíz. Acuerdos que favorece a la administración de capital de trabajo al permiten a la empresa extender sus plazos de cuentas por pagar comerciales de materia prima a 180 días sin ningún costo adicional, puesto que las compañías proveedoras son las que asumen la tasa de descuento estipulada por la CFN, para que esta entidad cancele las facturas contra entrega.

A la fecha de corte, a la cuenta de efectivo se ubicó en US\$ 1,12 millones, valor que exhibe una importante variación interanual +5206,83%, corte que coincidió con el desembolso de Banco Pacífico por US\$ 1,00 millón, mismo que en el mes de marzo fue transferido al Fideicomiso de administración de flujos, como provisión de las obligaciones con el mercado de valores. Normalmente, esta cuenta se mantiene en menos de US\$ 100 mil.

Por otro lado, al activo no corriente presenta un crecimiento interanual de 10,37% y durante los últimos cinco años mantuvo de 19,23%, este comportamiento obedece a una mayor adquisición de maquinaria de incubación, terreno, construcción de galpones y adecuaciones en sus jaulas automática que le permite a la empresa tener una mayor eficiencia en su giro de negocio. A la fecha de corte, la cuenta de propiedad, planta y equipo totaliza US\$ 23,31 millones con una expansión interanual de 26,65%, entre ellos terrenos, edificios, maquinaria y equipo.

Activos Fijos a febrero 2020			
	feb-19	feb-20	% part.
Maquinaria y Equipo	6.794.175,63	10.510.532	45,08%
Edificios	6.323.505,98	8.492.431	36,43%
Construcciones en curso	2.889.143,55	156.248	0,67%
Terrenos	1.465.818,16	3.245.239	13,92%
Vehículos	449.878,43	403.048	1,73%
Instalaciones Generales	268.124,63	295.327	1,27%
Software	139.876,68	148.318	0,64%
Equipo de Computo	50.721,58	38.317	0,16%
Muebles y enseres	26.800,85	23.470	0,10%
<b>Total</b>	<b>18.408.045,49</b>	<b>23.312.929,89</b>	<b>100%</b>

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Es importante tomar en cuenta que durante el año 2020 se efectuó la adquisición de un edificio en Cuenca de US\$ 2,00 millones destinado para la creación de una planta de faenamamiento, así como adecuaciones en Esmeraldas (US\$ 34,00 mil) y el sistema de agua potable en Potosí (US\$ 20,00 mil), los cuales fueron financiados principalmente por préstamos con Banco del Pacífico así como se indica en el siguiente cuadro:



Adquisición de Activos Fijos durante el 2020 (US\$)			
Ubicación	DESCRIPCIÓN	Valor de adquisición	Financiamiento
La esmeralda	ADECUACIONES JAILA G3 GLE	34.000,00	PROPIO
Potosí	CONT SISTEMAN TRATAMIENDO AGUA POTABLE	20.000,00	PROPIO
Cuenca	PREDIO URBANO SAN BLAS - CUENCA	1.296.172,25	BANCO DEL PACIFICO
Cuenca	EDIFICIO CUENCA	654.480,04	BANCO DEL PACIFICO
Cuenca	CASA GUARDIA - CUENCA	14.932,34	PROPIO
Cuenca	PISOS PARQUEADERO - CUENCA	15.610,37	PROPIO
Cuenca	CERRAMIENTO - EDIFICIO CUENCA	18.805,00	BANCO DEL PACIFICO
Total:		2.019.584,63	

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Incubandina S.A posee activos biológicos que forma parte del giro del negocio, conformadas por aves de corral (pollos) que son importadas desde Brasil y Alemania. Estas aves se mantienen para la crianza, reproducción, incubación y engorde. Históricamente, este rubro ha mantenido una tendencia positiva hasta diciembre 2018<sup>8</sup> provocado por la ampliación de galpones. Posteriormente se evidencia una contracción llegando a la fecha de corte a US\$ 1,42 millones, es decir 52,61% menor que febrero 2019 que es originado por la implementación de galpones con ambientes controlados y jaulas automáticas mejorando el entorno del ave. Producto de esta inversión, la empresa ha logrado ser más eficiente, al obtener un incremento en alrededor del 22,00% de la cantidad de huevos que cada madre ponedora produce, esto implica que con menos activos biológicos se alcance la misma producción con los que se venía trabajando y al mismo tiempo contar con sus propios técnicos que recuperen la totalidad de su producción.

#### 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.

Los pasivos se han concentrado principalmente en el corto plazo (feb 2020 65,39%). A la fecha de corte, los pasivos corrientes totalizaron una cifra de US\$ 17,24 millones con una variación interanual de 59,49%, que se da por el incremento de cuentas por pagar comerciales (+54,93%) y obligaciones con IFIS (+100,15%), recursos destinados a capital de trabajo y adquisición de la propiedad de Cuenca. Cabe indicar que, al cierre de diciembre de 2019, la empresa realiza la reclasificación de la porción corriente de la deuda, lo que explica el crecimiento en la cuenta. En función a todo lo mencionado los principales rubros del pasivo son: Obligaciones financieras a corto plazo (30,19%), Cuentas por pagar comercial (22,38%), Obligaciones financieras a largo plazo (16,64%) y Obligaciones emitidas de corto plazo (10,54%).

Con respecto a la deuda financiera de Incubandina S.A. a febrero 2020 se contabiliza un monto de US\$ 16,62 millones con un crecimiento del 26,58% respecto a su similar anterior. La empresa mantiene obligaciones con 5 bancos nacionales, 1 banco internacional (compra de maíz y soya), mientras que el 26,25% corresponde a la deuda con el Mercado de Valores, con una tasa promedio que oscila entre 8,25% y 9,33%. 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 Febrero 2020 (US\$)						
Tipo	Valor original	Corto Plazo	Largo Plazo	Total	% participación	Tasa Promedio
PRODUBANCO	7.399.718,84	4.003.966,74	768.315,22	4.772.281,96	28,70%	9,03
BCO BOIVARIANO	800.000,00	520.468,65	-	520.468,65	3,13%	8,83
BCO PACIFICO	3.661.000,00	574.828,68	2.971.967,28	3.546.795,96	21,33%	8,51
BCO GUAYAQUIL	1.647.866,50	1.433.880,23	-	1.433.880,23	8,62%	9,03
BANCO DEL AUSTRO	750.000,00	102.573,59	647.426,41	750.000,00	4,51%	9,33
BANCO PICHINCHA (cheques posfechados)	106.662,41	106.662,41	-	106.662,41	0,64%	-
BANCO INTERNACIONAL (cheques posfechados)	341,70	341,70	-	341,70	0,00%	-
BANCO ANTHERM BANK & TRUST	1.181.454,10	1.181.454,10	-	1.181.454,10	7,11%	-
TERCERA EMISION OBLIGACIONES	2.996.968,33	1.083.776,85	-	1.083.776,85	6,52%	8,50
BVQ- CUARTA EMISION OBLIG	6.000.000,00	1.713.376,45	1.500.000,00	3.213.376,45	19,33%	8,25
BOLSA DE VALORES DE QUITO (Factoring)	-	16.529,83	-	16.529,83	0,10%	-
<b>Total</b>	<b>24.544.011,88</b>	<b>10.737.859,23</b>	<b>5.887.708,91</b>	<b>16.625.568,14</b>	<b>100,00%</b>	-

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

<sup>8</sup> En el año 2016 se evidenció una baja de 2,67% dada por la recesión económica que tuvo el país

A febrero 2020, las cuentas por pagar comerciales alcanzaron un monto de US\$ 5,90 millones, cifra que muestra una expansión interanual de 54,93%, por encima de su promedio histórico (2015-2019 44,10%). El crecimiento de esta cuenta obedece a la adquisición de materia prima (maíz y soya), inventarios y la renegociación de ampliación de plazos.

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

TIPO DE PROVEEDORES DE LA EMPRESA				
PROVEEDOR	COMPRAS FEBRERO AÑO 2020	TIPO DE PROVEEDOR	ORIGEN	COSTO VENTAS
BUNGE LATIN AMERICA, LLC	339.174,00	EXTRANJERO	BRASIL	11%
AFABA	111.220,99	EXTRANJERO	LUSIANA	3%
GALLO TELLO WILSON AURELIO	29.433,77	EXTRANJERO	NEW YORK	1%
VILLARROEL CORRALES MARCELO JAVIER	22.047,70	EXTRANJERO	BRASIL	1%
AVESCA AVICOLA ECUATORIANA C.A.	19.483,20	NACIONAL		1%
ALONSO SERNA RAFAEL	16.055,00	NACIONAL		1%
AVESCA AVICOLA ECUATORIANA C.A.	26.611,20	NACIONAL		1%
PROAÑO MORENO JOSE OLMEDO	12.333,14	NACIONAL		0%
BASICALATAM SA	12.320,00	NACIONAL		0%
IMPVET IMPORTADORA VETERINARIA CIA.	12.218,00	NACIONAL		0%
	<b>600.897,00</b>			<b>3.207.553,46</b>

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

En cuanto al pasivo no corriente a febrero 2020 evidencia una contracción de 12,68% llegando a un monto de US\$ 9,13 millones, esta disminución obedece a la amortización de la deuda por emisión de obligaciones, que a la fecha de corte totaliza US\$ 1,50 millones (-70,87%), a pesar de la expansión reflejada de las obligaciones financieras de largo plazo (95,32%). Adicional, se presenta un crecimiento de 1,27% por pasivos diferidos producto de la ampliación de financiamiento por parte de proveedores extranjeros para la adquisición de maquinaria (incubadoras, nacedoras, jaulas automáticas, etc.), con tasas de interés que oscilan entre 3,00% y 4,25%. Estas obligaciones han sido canceladas en tiempo y forma.

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.

#### Soporte Patrimonial:

La solvencia analizada a partir de su estructura patrimonial refleja en promedio un crecimiento sostenido de 7,67%, que le permite alcanzar a febrero 2020 un valor de US\$ 9,56 millones. A la fecha de corte, se presenta una variación interanual de +1,38% donde sobresale el incremento de capital social pagado (+82,90%) pasando de US\$ 2,02 millones en feb2019 a US\$ 3,69 millones en feb2020. El patrimonio está compuesto principalmente por capital social (38,53%), seguido por otros resultados integrales (36,39%), resultados acumulados (19,99%) y el 5,09% restante por reservas legales y facultativa.

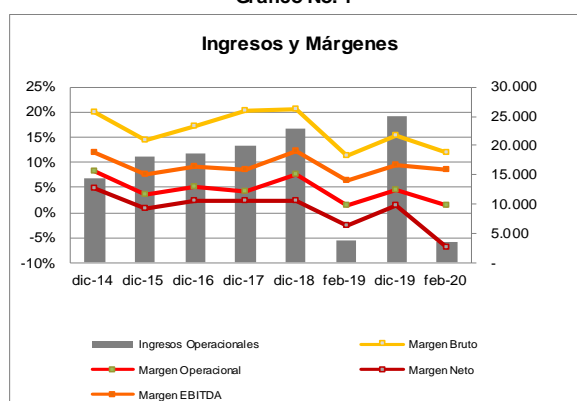
A la fecha de corte, la empresa presenta un capital social de US\$ 5,00 millones distribuidos entre 27 accionistas principalmente por la familia Bastidas Herrera (14,42%) y la familia Corrales Bastidas (34,05%). De este monto, US\$ 1,32 millones se encuentra como capital suscrito no pagado el mismo que será saldado en dos años; dando como resultado a un capital pagado de US\$ 3,69 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

Gráfico No. 1



Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

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.

Incubandina S.A. cuenta con tres centros productivos en el cantón Montalvo-Los Ríos, donde se encargan de la crianza de aves reproductoras y a la producción de huevos fértiles, en este lugar se ubican 3 plantas de incubación, incluyendo la que compró en los últimos meses del año 2018. Adicional, cuenta con la línea de pollita levantada y huevo comercial; se encarga de la crianza de pollonas hasta 12 semanas de vida en la Granja Poalo, mientras que en la granja experimental Pujilí produce huevo comercial y la línea de alimento fortachón enfocada en suministrar un balanceado de alta calidad a sus aves reproductoras y comerciales. Además, se debe mencionar, que la empresa innova en su producción con una línea nueva de pollo de carne "Cripollo" la cual maneja desde 2014-2015 para lo cual cuenta con tres centros productivos y siete granjas, ubicadas en diferentes zonas del país.

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 de 5,00% que se reflejaría en la disminución de los costos en cada uno de estos productos. Por su parte, 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 (2014-2019) los ingresos de Incubandina S.A. presentan una tendencia creciente, inclusive durante períodos de estrés, en donde una gran cantidad de empresas de distintos sectores fueron afectadas por la situación macroeconómica que afrontaba el país, con ello la tasa promedio fue de 11,80%. En el 2015, Incubandina S.A. presenta un crecimiento atípico, explicado por la expansión en nuevas líneas de negocios (pollo en pie y faenado) que pertenecían a la compañía relacionada H&N Huevos Naturales Ecuador S.A, particular que permitió compensar la caída de la línea de balanceados que se vendía a la misma relacionada. A partir de este año se exhibe un mayor crecimiento en su producción. Sin embargo, para febrero 2020, se evidencia una contracción interanual de sus ventas en -5,96% que equivale a US\$ 3,64 millones derivado de la paralización experimentada en octubre 2019, en donde se tuvo que sacrificar productos dado que no podía llegar a su destino final, una falta de abastecimiento de materia prima, así como una fuerte caída del precio del huevo comercial que afectó a la venta directa de sus pollitas bb.

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 febrero 2020, las principales líneas de ventas se encuentran en: pollita bb (aves livianas) con una participación del 35,09%, seguidos por pollitos faenados con el 31,62%, pollo en pie con 8,59% y venta de huevo comercial 8,43%. 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.

El margen de costos evidencia una tendencia general al alza explicado por varios factores: el incremento en el precio de materias primas<sup>9</sup> (maíz y trigo), nuevo 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 mayor estabilidad del margen de costos, ubicándose en 88,17% (feb2019 88,61%).

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, el cual se mantiene relativamente estable desde el año 2017. 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 CFN (Corporación Financiera Nacional); y de ese 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.

---

<sup>9</sup> 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.

La empresa ha mostrado tener estacionalidad en sus ventas, siendo los primeros cuatro meses del año los más bajos, por lo que es natural que la empresa cierre con pérdida hasta el mes de abril. Para el corte de información (febrero 2020), la pérdida neta fue de US\$ 254 mil, superior a la obtenida en similar periodo del año anterior (- US\$ 98 mil), debido a una reducción en el volumen de venta de la pollita bb. La administración informa que este comportamiento respondió al precio bajo del huevo comercial, que desincentivaba la compra de pollitos bb. Sin embargo, PCR evidenció una importante recuperación para el mes de marzo, favorecido por el crecimiento del precio del huevo comercial durante la cuarentena.

En cuanto a la rentabilidad, el ROE mantiene una tendencia decreciente, al pasar de 9,47% en diciembre 2014 a 3,65% en diciembre 2019, debido al crecimiento del endeudamiento financiero, recursos que han sido destinados a proyectos de construcción de galpones, adquisición de maquinaria de incubación y adecuaciones en sus jaulas automática.

Al emisor desempeñar sus actividades en un sector relacionado a la cadena de alimentos, se prevé un impacto del COVID-19 menor al de otras industrias, puesto que, al tratarse de productos de primera necesidad, pueden ser comercializados durante la cuarentena. Frente a un escenario de incertidumbre dado el cierre de múltiples comercios, principalmente asaderos y restaurantes que son los principales clientes del emisor, la calificadora mantendrá en observación el desempeño de la empresa.

### Cobertura con EBITDA:

En febrero 2020, se exhibe una variación positiva de EBITDA acumulado de 24,85%, dado por su contracción de los costos de ventas en mayor proporción que el deterioro exhibido por los ingresos, que provocó una leve recuperación de su margen bruto (+0,45 p.p.) dando resultados las estrategias implementadas por la entidad al buscar la eficiencia en sus operaciones.

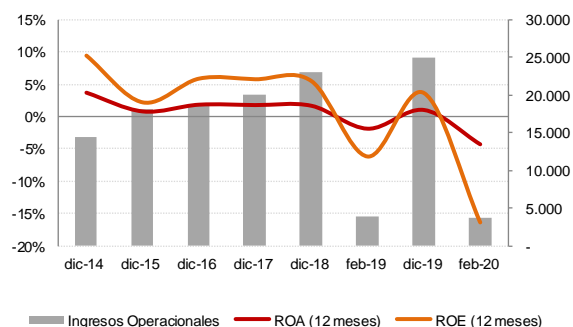
La empresa presenta capacidad para poder generar flujos propios de su operación y poder cubrir sus gastos financieros. A la fecha de corte, la cobertura EBITDA frente a sus gastos financieros se ubicó 1,00 veces y el promedio anual histórico (2014-2019) se ubica en 2,26 veces. Con relación a su deuda financiera total, su promedio alcanza 0,20 veces. Le beneficia la restructuración de la deuda hacia una mayor ponderación en el largo plazo.

### 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. Presentando al corte, un indicador de endeudamiento de un pasivo total de 2,76 veces frente al patrimonio, ratio que se ubica sobre el promedio de los últimos 5 años (2,02 veces).

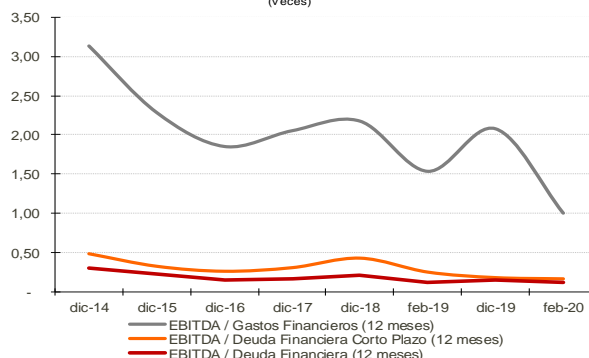
Con respecto a la deuda financiera de Incubandina S.A. a febrero 2020 se contabiliza un monto de US\$ 16,62 millones con un crecimiento del 26,58% respecto a su similar anterior. El 64,59% se concentra en el corto plazo y el restante 35,41% en el largo plazo. Las necesidades de financiamiento de la empresa 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.

**Gráfico No 2**  
**Márgenes**  
(Eje der: US\$/ Eje izq: %)



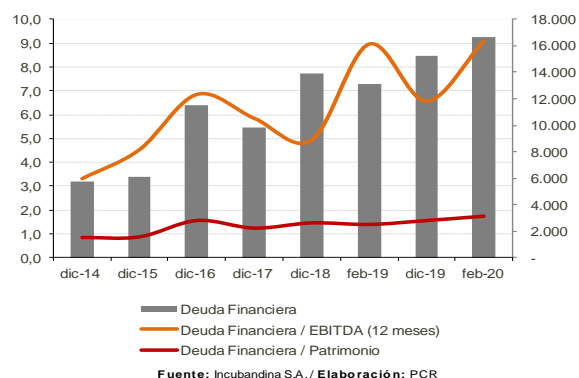
Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

**Gráfico No. 3**  
**Cobertura**  
(veces)



Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

**Gráfico No. 4**  
**Endeudamiento**  
(Eje der: US\$/ Eje izq: veces)

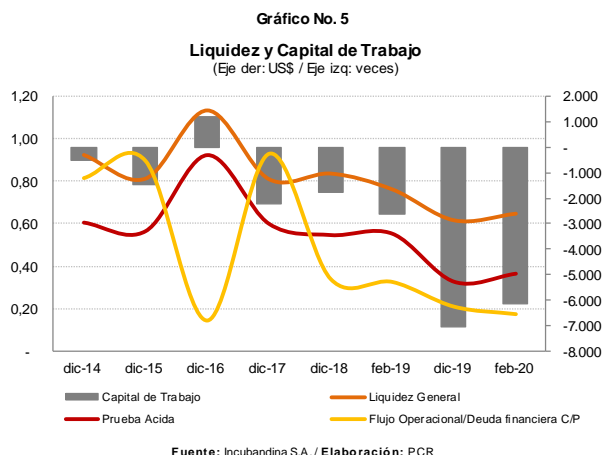


Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

Al cierre de diciembre de 2019, y para eliminar el efecto de la estacionalidad a febrero 2020, la empresa evidencia una capacidad de cancelar sus obligaciones financieras con flujo de operación EBITDA en alrededor de 6,57 años (promedio 2014-2019 5,34 años). Es importante que la empresa pueda continuar reestructurando su deuda en el largo plazo, al considerar que gran parte de los recursos han sido destinados a inversiones de largo plazo.

### Liquidez y Flujo de Efectivo:

Durante el período analizado (2015-2019) 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. A febrero de 2020, la liquidez se ubicó en 0,64 veces, menor a su promedio histórico anual (2014-2019), y registrando un capital de trabajo negativo de US\$ 6,13 millones, esto debido al importante incremento de la porción corriente de las obligaciones financieras y al hecho de que la empresa se ha encontrado financiando los proyectos de inversión con capital de trabajo. La administración informó que al mes de marzo de 2020 se empezará a realizar refinanciamiento de sus obligaciones financieras con todas sus entidades financiera. A la fecha, ya se renegotió la deuda de Produbanco de corto plazo con un traslado a 180 días; así como la de sus tarjetas de crédito.



La empresa hará frente sus obligaciones con los flujos que se obtenga de la recuperación de la cartera, además del proceso de renegociación de la deuda o venta de su cartera. Es importante tomar en cuenta que la entidad maneja vales bancarios y líneas revolventes es decir se libera el capital y su crédito se va renovando a medida que se aumenta el cupo.

En cuanto a la calidad de sus activos líquidos, cabe mencionar que la cartera más deteriorada con vencimiento mayor a un año (US\$ 135,98 mil) se encuentra provisionada en su totalidad.

La empresa al reflejar un indicador de liquidez menor a 1 se encuentra por debajo del resguardo de ley para las emisiones. Pese a lo mencionado, los pagos de las emisiones se encuentran respaldado por sus activos. Además, la cuarta emisión posee un fideicomiso de administración de flujos que provisiona el pago de dividendo, es así como, a la fecha de corte lo flujos proporcionados por el Fideicomiso ha permitidos cumplir con sus obligaciones en tiempo y forma.

Con respecto a sus actividades de operación para febrero 2020 fue positivo (US\$ 1,87 millones) con un flujo de inversión negativo (US\$ -2,14 millones) y de financiamiento de US\$ 1,37 millones. Provocado por la compra de propiedad planta y equipo con el objetivo de aumentar sus niveles de productividad y eficiencia. Sumando a estos montos el saldo inicial efectivo de US\$ 33,82 mil, la empresa tuvo un saldo final de US\$ 1,13 millones. Es preciso indicar que esta cuenta normalmente se mantiene en menos de US\$ 100 mil, el incremento en la fecha de corte obedece al desembolso puntual de US\$ 1,00 de Banco Pacífico, recursos que en el mes de marzo fueron transferidos Fideicomiso de administración de flujos, como provisión de las obligaciones con el mercado de valores.

### Situación de las Emisiones:

La tercera 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.

Por su parte, la cuarta emisión de obligaciones por US\$ 6.000.000,00 además de estar respaldada por la Garantía General de Incubadora Andina Incubandina S.A. y de los activos que respaldan la emisión, cuenta con un resguardo voluntario que constituye en un Fideicomiso, en el cual se provisiona mensualmente los recursos que garanticen el pago del siguiente dividendo.

## Instrumento Calificado

### Tercera Emisión de Obligaciones

Con fecha 26 de mayo de 2015, la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la Compañía Incubadora Andina Incubandina S.A, resolvió autorizar la Tercera 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 Tercera Emisión de Obligaciones Incubandina S.A.				
<b>Emisor:</b>	INCUBADORA ANDINA INCUBANDINA S.A.			
<b>Monto de Emisión:</b>	Hasta US\$ 6'000.000,00			
<b>Unidad Monetaria:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América.			
<b>Agente Colocador:</b>	PLUSVALORES Casa de Valores S.A.			
<b>Estructurador Financiero:</b>	PLUSVALORES Casa de Valores S.A.			
<b>Estructurador Legal:</b>	Ab. Pablo Salinas Jaramillo			
<b>Agente Pagador:</b>	Depósito centralizado de compensación y liquidación de valores DECEVALE S.A.			
<b>Representante de Obligacionistas:</b>	AVALCONSULTING CIA. LTDA.			
<b>Características:</b>	<b>Clase</b>	<b>Monto</b>	<b>Plazo (días)</b>	<b>Tasa</b>
	A	2'000.000,00	1.440 días.	7,50% anual
	B	3'000.000,00	1.800 días.	7,50% anual
	C	1'000.000,00	720 días.	7,50% anual
<b>Pago de Capital:</b>	La Clase A se realiza cada 180 días, la Clase B cada 90 días a partir de los 360 días y la Clase C lo realizará al vencimiento.			
<b>Pago de Intereses:</b>	La Clase A se realiza cada 180 días (semestralmente) y la Clase B y Clase C cada 90 días (trimestralmente).			
<b>Forma de cálculo de intereses:</b>	30/360 que corresponden a años de 360 días, de 12 meses y cada mes de 30 días.			
<b>Destino de los Recursos:</b>	Serán destinados en un 50% para adquisición de inventario y en 50% al crecimiento de las instalaciones de la compañía.			
<b>Garantía:</b>	Garantía General según lo estipulado en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.			
<b>Resguardos de ley:</b>	<p>La empresa acuerda mantener los siguientes resguardos, establecidos en la normativa:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de oferta pública y hasta la redención total de los valores: y, b) 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.</li> <li>* No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>* Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Subtítulo de la Codificación de las Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.</li> </ul>			
<b>Fecha de Emisión:</b>	27 de octubre de 2015			
<b>Fecha de Vencimiento</b>	Clase A: 12 de diciembre de 2020 / Clase B: 27 de octubre de 2020			

Fuente: Prospecto de Oferta Pública. / Elaboración: PCR

La colocación de los valores inició el 27 de octubre de 2015, y se terminó de colocar el 24 de diciembre de 2015, se colocó el 99,95% de la emisión. A continuación, se detallan los pagos efectuados de las tres series de la presente emisión. La tabla de amortización de cada clase se muestra en los anexos.

Resumen de la Tercera Emisión de Obligaciones Autorizadas					
Clase	Monto Autorizado (US\$)	Monto Colocado (US\$)	Plazo	Interés	Amortización
A	2.000.000,00	2.000.000,00	1,440 días	7,50%	Semestral
B	3.000.000,00	2.996.968,33	1,800 días	7,50%	Trimestral
C	1.000.000,00	1.000.000,00	720 días	7,50%	Trimestral
<b>Total</b>	<b>6.000.000,00</b>	<b>5.996.968,33</b>			

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

Resumen del Pago de Dividendos por Clase				
Clase	Capital	Interés	Total	Saldo de Capital
A	250.000	28.125	278.125	500.000
B	187.311	10.536	197.847	374.621
C	1.000.000	18.750	1.018.750	0
<b>Total</b>	<b>1.437.311</b>	<b>57.411</b>	<b>1.494.722</b>	<b>874.621<sup>10</sup></b>

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

<sup>10</sup> El saldo de la tercera emisión a la fecha de corte es de US\$ 1,06 millones, sin embargo en el mes de Abril la entidad ya hizo el pago de la cuota de US\$ 197,85 mil de la Clase B por eso el valor de capital se de US\$ 874,62 mil.

## 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

El emisor se obliga a mantener los siguientes resguardos de ley estipulados en el Prospecto de Oferta Pública de la Emisión de Obligaciones, que se detallan a continuación:

- I. Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
  - a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de oferta pública y hasta la redención total de los valores: y,

Primer Resguardo Financiero									
Relación	Límite	IV Semestre						Promedio	Cumplimiento
		mar-19	abr-19	may-19	jun-19	jul-19	ago-19		
Liquidez General	Semestral ≥ 1 veces	0,71	0,72	0,72	0,77	0,78	0,77	0,75	NO
		V Semestre							
		sep-19	oct-19	nov-19	dic-19	ene-20	feb-20		
		0,81	0,91	0,95	0,61	0,71	0,64	0,77	NO

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

*Durante el período de septiembre-febrero 2020 el indicador de liquidez exhibió un promedio de 0,77 veces, por debajo del límite establecido por ley de 1,00 veces por lo que PCR observa el incumplimiento del mencionado resguardo en los dos últimos semestres, pudiéndose declarar plazo vencido la presente emisión.*

*Cabe mencionar que mediante Asamblea de Obligacionistas Tenedores de Obligaciones de Largo Plazo de Incubandina S.A. (para la tercera y cuarta emisión de obligaciones) celebrada el 26 de julio de 2019, se decidió por unanimidad que no se declare en plazo vencido a la emisión de obligaciones, así como establecer un indicador mínimo de liquidez de 0,76 veces, aunque este trámite no se ha ingresado al ente de control para que sea sujeto a aprobación.*

*Pese a lo mencionado, PCR considera que el emisor presenta capacidad de generación de flujos para cumplir con sus obligaciones con el mercado de valores, procedente de la diversificación de productos, posicionamiento en el mercado y a la naturaleza prioritaria de los bienes que oferta. Adicionalmente, los activos reales cubren en 1,36 veces los pasivos exigibles.*

- b) Los activos reales<sup>11</sup> 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.

Segundo Resguardo Financiero					
Indicador	Límite	feb-19	dic-19	feb-20	Cumplimiento
Activos reales/Pasivos exigibles	≥ 1 veces	1,44	1,41	1,36	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).*

- II. 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.*

- III. 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
- A la fecha de corte, el emisor cumple con la relación de activos libres de gravamen según lo establecido por ley.*

<sup>11</sup> El emisor considera las siguientes cuentas como Activos Reales = Efectivo y disponible de efectivo + Activos Biológicos + Inventarios + Propiedad, planta y equipo + Construcciones en Curso.

### Cuarta Emisión de Obligaciones

La Junta General Extraordinaria Universal de la Compañía INCUBANDINA S.A., celebrada el 31 de julio de 2017 y 24 de agosto de 2017, resolvió autorizar la Emisión de Obligaciones con Garantía General, por un monto de US\$ 6.000.000,00 según el siguiente detalle que consta el Prospecto de Oferta Pública:

Características de la Emisión Obligaciones				
<b>Emisor:</b>	Incubadora Andina Incubandina S.A.			
<b>Monto de la Emisión:</b>	US\$ 6.000.000			
<b>Unidad Monetaria:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América			
<b>Características</b>	<b>Clase</b>	<b>Monto (US\$)</b>	<b>Plazo</b>	<b>Tasa</b>
	D	1.000.000	720 días	8,00%
	E	3.000.000	1.080 días	8,25%
	F	2.000.000	1.800 días	8,75%
<b>Valor nominal</b>	Los títulos son desmaterializados y negociados en montos mínimos de US\$ 1.000,00.			
<b>Formato</b>	Valores desmaterializados y representados mediante anotaciones en cuenta registrados en el DEPÓSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES DECEVALE S.A.			
<b>Base de Cálculo</b>	Se consideró años comerciales de 360 días.			
<b>Fecha de Emisión:</b>	El plazo del título correrá a partir de la fecha de negociación de los mismos en las Bolsas de Valores, entendiéndose como fecha inicial de cálculo la fecha de la primera colocación primaria de cada Clase.			
<b>Modalidad de pago de capital e Intereses</b>	El pago de capital e intereses se realizará de la siguiente manera: <b>Clase D:</b> Amortización de capital al vencimiento e interés Trimestralmente. <b>Clase E:</b> Amortización de capital e interés semestral. <b>Clase F:</b> Amortización de capital e interés semestral.			
<b>Destino de los recursos:</b>	Los recursos captados fueron utilizados en US\$ 2,00 millones para inversión en activos fijos, US\$ 2,00 reprogramación de pasivos bancarios y US\$ 2,00 millones para la compra de materia prima.			
<b>Garantía:</b>	Garantía General en los términos establecidos en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.			
<b>Resguardos de Ley</b>	I. Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor.			
	a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de oferta pública y hasta la redención total de los valores: y,			
	b) 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.			
<b>Resguardos Voluntarios</b>	II. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.			
	III. Mantener, durante la vigencia del programa, la relación de activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2 de la Sección I del Capítulo IV del Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores).			
<b>Resguardos Voluntarios</b>	Adicionalmente y de manera voluntaria, la empresa se compromete a mantener el siguiente resguardo adicional a la emisión: I. La presente emisión cuenta con un resguardo voluntario, que constituye en un Fideicomiso, en el cual se vaya provisionando mensualmente los recursos que garanticen el pago del siguiente dividendo.			
<b>Sistema de Colocación:</b>	La colocación de las obligaciones de corto plazo o papel comercial se realizará a través del mercado bursátil. No existe contrato de underwriting.			
<b>Agente Colocador:</b>	Plusvalores Casa de Valores S.A.			
<b>Agente Pagador:</b>	Esta función la desarrolla el emisor a través del DEPÓSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES DECEVALE S.A., mediante crédito a la cuenta bancaria que señale el inversionista a la mencionada institución.			
<b>Estructurador Legal y Financiero:</b>	Plusvalores Casa de Valores S.A.			
<b>Representante Obligacionistas:</b>	Avalconsulting Cía. Ltda.			
<b>Fecha de Emisión:</b>	05 de febrero de 2018			
<b>Fecha de Vencimiento:</b>	Clase D: 14 de mayo de 2020 / Clase E: 05 de febrero de 2021 / Clase F: 05 de febrero de 2023			

Fuente: Prospecto de Oferta Pública. / Elaboración: PCR

El 29 de enero de 2018, mediante Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-000930, la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros aprobó la Cuarta Emisión de Obligaciones, por un monto de US\$ 6,00 millones. El 05 de febrero de 2018 se inició la colocación de los valores y hasta el 04 de junio de 2018 se colocó el 100% de la emisión. La tabla de amortización de cada clase se muestra en los anexos.



Resumen de Cuarta Emisión de Obligaciones					
Clase	Monto Autorizado (US\$)	Monto Colocado (US\$)	Plazo	Interés	Amortización
D	1.000.000,00	997.049,06	720 días	8,00%	Trimestral
E	3.000.000,00	2.987.722,33	1080 días	8,25%	Semestral
F	2.000.000,00	1.986.048,00	1800 días	8,75%	Semestral
<b>Total</b>	<b>6.000.000,00</b>	<b>5.970.819,39</b>			

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

Resumen del Pago de Dividendos por Clase				
Clase	Capital	Interés	Total	Saldo de Capital
D	1.000.000,00	20.000	1.020.000	-
E	500.000	61.875	561.875	1.000.000
F	200.000	61.250	261.250	1.200.000
<b>Total</b>	<b>1.700.000</b>	<b>143.125</b>	<b>1.843.125</b>	<b>2.200.000<sup>12</sup></b>

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

### Resguardos de ley y Cumplimiento:

El emisor se obliga a mantener los siguientes resguardos de ley estipulados en el Prospecto de Oferta Pública de la Emisión de Obligaciones, que se detallan a continuación:

I. Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:

a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de oferta pública y hasta la redención total de los valores: y,

Primer Resguardo Financiero									
Relación	Límite	III Semestre						Promedio	Cumplimiento
		ene-19	feb-19	mar-19	abr-19	may-19	jun-19		
Liquidez General	Semestral $\geq$ 1 veces	0,79	0,76	0,71	0,72	0,72	0,77	0,75	No
		IV Semestre						Promedio	Cumplimiento
		jul-19	ago-19	sep-19	oct-19	nov-19	dic-19		
		0,78	0,77	0,81	0,91	0,95	0,61	0,81	No
		V Semestre						Promedio	Cumplimiento
		ene-20	feb-20	mar-20	abr-20	may-20	jun-20		
0,71	0,64	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-		

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

*Durante el período de julio-diciembre 2019 el indicador de liquidez exhibió un promedio de 0,81 veces, por debajo del límite establecido por ley de 1,00 veces por lo que PCR observa el incumplimiento del mencionado resguardo, pudiéndose declarar plazo vencido la presente emisión. En el 2020 se observa una mayor reducción de los niveles de liquidez por lo que de mantenerse a esta tendencia pondría en riesgo el cumplimiento nuevamente del resguardo.*

*Cabe mencionar que mediante Asamblea de Obligacionistas Tenedores de Obligaciones de Largo Plazo de Incubandina S.A. (para la tercera y cuarta emisión de obligaciones) celebrada el 26 de julio de 2019, se decidió por unanimidad que no se declare en plazo vencido a la emisión de obligaciones, así como establecer un indicador mínimo de liquidez de 0,76 veces, aunque este trámite no se ha ingresado al ente de control para que sea sujeto a aprobación.*

*Pese a lo mencionado, PCR considera que el emisor presenta capacidad de generación de flujos para cumplir con sus obligaciones con el mercado de valores, procedente de la diversificación de productos, posicionamiento en el mercado y a la naturaleza prioritaria de los bienes que oferta. Adicionalmente, los activos reales cubren en 1,36 veces los pasivos exigibles.*

<sup>12</sup> A la fecha de corte, la cuarta emisión exhibe un saldo de capital de US\$ 3,20 millones. Sin embargo, en mayo ya se hace el pago de US\$ 1,02 millones de la clase D presentando dando por terminada el pago de la clase D.

b) Los activos reales<sup>13</sup> 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.

Segundo Resguardo Financiero					
Indicador	Límite	feb-19	dic-19	feb-20	Cumplimiento
Activos reales/Pasivos exigibles	≥ 1 veces	1,44	1,41	1,36	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).

II. 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.

III. Mantener, durante la vigencia del programa, la relación de activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores).

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

#### Resguardos Voluntario y Cumplimiento:

Adicionalmente y de manera voluntaria, el emisor se compromete a mantener el siguiente resguardo adicional a la emisión:

I. Con fecha 21 de septiembre de 2017 mediante cuerpo legal se instruye al Fideicomiso de Titularización Incubandina (en proceso de liquidación), que retenga el 100% de los flujos provenientes del excedente de dicho Fideicomiso, para que los señalados recursos, sirvan como primera fuente de pago a favor de los obligacionistas de la presente emisión, sin embargo, mediante reforma parcial al contrato de Fideicomiso de Flujos Incubandina con fecha 21 de noviembre de 2018, se estipula que los excedentes de flujos del FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN INCUBANDINA, serán transferidos al FIDEICOMISO DE FLUJOS "INCUBANDINA" hasta el 19 de junio de 2018, fecha en la cual se redimen en su totalidad los valores en circulación de la Titularización de Flujos de INCUBANDINA procediendo a su terminación y liquidación, en los términos que constan en el correspondiente Contrato de Fideicomiso.

El Fideicomiso en el periodo enero-febrero 2020 presentó un total de provisión de US\$ 771,00 mil para cancelar sus cuotas por las tres clases "B", "D", "E" y "F", que, al sumar con el saldo final de diciembre 2019, alcanzan una cobertura para el total de pagos del Decevale (enero 2019 a febrero 2020 US\$ 3,34 millones) de 0,83 veces.

Aportes del Fideicomiso de Flujos Incubandina					
MES APORTE	Provisión estimada	Provisión Real	ACUMULADO	PAGOS DECEVALE	SALDO FIDEICOMISO
ene-19	153.646	126.000	892.426		892.426
feb-19	153.646	9.537	901.964	901.875,10	88
mar-19	190.417	190.417	190.505		190.505
abr-19	190.417	285.417	475.922		475.922
may-19	190.417	95.417	571.338	20000	551.338
jun-19	190.417	0	551.338		549.652
jul-19	190.417	179.250	728.902		728.902
ago-19	190.417	235.101	964.003	892500	71.503
sep-19	227.187	0	71.503		71.503
oct-19	227.187	227.187	298.690		298.690
nov-19	227.187	0	298.690	20.000,00	278.690
dic-19	310.521	100.000	378.690		378.690
ene-20	310.521	455.000	833.690		832.990
feb-20	310.521	316.000	1.148.990	843.125,00	305.865
Total	3.062.919	2.219.326		2.677.500	

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

<sup>13</sup> El emisor considera las siguientes cuentas como Activos Reales = Efectivo y disponible de efectivo + Activos Biológicos + Inventarios + Propiedad, planta y equipo + Construcciones en Curso.

Incubandina S.A. ha cancelado la totalidad de sus pagos en tiempo y forma. Sin embargo, PCR observó que el Fideicomiso no cumplió con la provisión del valor aportado,<sup>14</sup> mismo que debe encontrarse sobre un tercio del siguiente dividendo de las tres clases que se requiere cubrir y de los gastos del Fideicomiso. Este particular se estipuló en la Reforma Parcial al Contrato del Fideicomiso Mercantil celebrado el 21 de noviembre de 2017.

#### Límite de Endeudamiento:

La empresa queda obligada a limitar su endeudamiento por el monto para emisiones amparadas con garantía general, de conformidad con lo establecido en el artículo 9 del Capítulo I del Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores). La relación porcentual del ochenta por ciento (80%) establecida deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación. Por lo tanto, la empresa limita su endeudamiento en el 80% de su activo total libre de gravamen.

*El emisor cumple con este límite de endeudamiento, siendo este del 19,50%.*

#### Cumplimiento de Proyecciones de las Emisiones

A continuación, se muestran las proyecciones del estado de resultados de Incubandina S.A. que corresponden al período 2018-2022. PCR tomó las últimas proyecciones realizadas por el emisor y que constan en el Prospecto de Oferta Pública de la Cuarta Emisión de Obligaciones, aprobado en enero de 2018.

A diciembre 2019, la entidad cumplió con su nivel de ingresos proyectado en un 120,32%, dado por un aumento en las ventas de sus líneas de negocio. Por otro lado, sus costos cumplieron en mayor proporción (127,95%) que obedece a varios factores como el incremento en el precio de materias primas (maíz y trigo), alquiler ocasional de servicios de incubación, y nuevo personal técnico especializado para mejorar la calidad del producto y la eficiencia de la cadena de valor. Los costos, al crecer en mayor proporción que las ventas, hizo que el margen bruto se cumpla en un 90,74%. También se exhibe un alto nivel de gastos operativos y financieros generado por el crecimiento de la empresa como tal los mismo que fueron mayores en 6,80% y 27,87% respectivamente. Por tal razón, a utilidad neta tuvo un cumplimiento del 100,56%. Cabe indicar que la rentabilidad del año 2019 de la empresa también estuvo impactada por las protestas y manifestaciones del mes de octubre, que llevaron al país a una paralización generalizada por casi dos semanas.

A la fecha de corte, Incubandina S.A. alcanzó el 17,02% de sus ventas proyectadas al cierre de 2020; Con respecto al margen bruto representó el 9,83% de los esperado. La empresa ha mostrado tener estacionalidad en sus ventas, siendo los primeros cuatro meses del año los más bajos, por lo que es natural que la empresa cierre con pérdida hasta el mes de abril. PCR espera que con las estrategias de eficiencia y las ventas de los siguientes meses puedan asentar el cumplimiento con las proyecciones establecidas.

Proyecciones Estado de Resultados Escenario Conservador (Miles US\$)								
Estado De Pérdidas y Ganancias	dic-19	Diciembre 2019 (real)	% Cumplimiento	dic-20	Febrero 2020 (real)	% Cumplimiento	dic-21	dic-22
Ventas	20.748,97	24.964,54	120,32%	21.371,44	3.638	17,02%	22.013	22.563
Costo De Ventas	16.495,43	21.105,08	127,95%	16.990,29	3.208	18,88%	17.500	17.938
Margen Bruto	4.253,54	3.859,46	90,74%	4.381,14	431	9,83%	4.513	4.625
Gastos Operativos	2.546,21	2.719,47	106,80%	2.665,80	383	14,38%	2.724	2.787
Margen Operativo	1.707,33	1.139,99	66,77%	1.715,35	47	2,75%	1.789	1.838
Gastos Financieros	874,35	1.118,01	127,87%	478,70	306	63,92%	502	478
Otros Ingresos y Gastos	207,49	575,03	277,13%	213,71	4	2,03%	220	226
Margen Antes Parte e Imptos	1.040,47	597,00	57,38%	1.450,37	-254	-17,54%	1.507	1.586
Impuesto a la Renta	228,90	230,19	100,56%	319,08	0	0,00%	332	349
Utilidad Neta	811,57	366,81	45,20%	1.131,29	-254	-22,49%	1.176	1.237

Fuente: Incubandina S.A / Elaboración: PCR

<sup>14</sup> A partir del 19 de junio de 2018, EL CONSTITUYENTE y/o EL EMISOR (INCUBANDINA) aporta directamente al FIDEICOMISO DE FLUJOS "INCUBANDINA", el diez por ciento (10%) de las ventas ocurridas sesenta días antes de la fecha de la aportación a realizar. Con esta finalidad, el CONSTITUYENTE se obliga a suscribir el correspondiente contrato de Agente Recaudador con el FIDEICOMISO.

## Garantía General de la Emisión

PCR ha recibido por parte del emisor el certificado de activos libres de gravamen con corte al 29 de febrero de 2020. Las emisiones en circulación presentan una relación porcentual del 19,50% frente a la garantía general, por lo que cumple con lo establecido por Ley.

Cuadro 6: Activos Libres de Gravamen a febrero de 2020 (US\$)	
Detalle	Monto
<b>Total Activos</b>	<b>35.931.235,54</b>
(-) Activos Diferidos	-
(-) Impuestos Diferidos	-
(-) Activos Gravados (*)	13.994.224,37
(-) Activos en Litigio	-
(-) Impugnaciones Tributarias	-
(-) Monto no redimido de Emisiones en Circulación	4.278.461,22 <sup>15</sup>
(-) 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	-
<b>(=) Activos Libres de Gravamen</b>	<b>17.658.549,95</b>
<b>80% Activos Libres de Gravámenes</b>	<b>14.126.839,96</b>
<b>Saldo total del monto no redimido de emisiones /ALG más monto no redimido</b>	<b>19,50%</b>

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 29 de febrero de 2020, 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 29 de febrero de 2020	
Detalle	Valor
<b>Patrimonio</b>	<b>9.564.824,85</b>
<b>200% Patrimonio</b>	<b>19.129.649,70</b>
Monto no redimido de obligaciones en circulación	4.278.461,22
<b>Total Valores en Circulación y por Emitirse</b>	<b>4.278.461,22</b>
<b>Total Valores en Circulación y por Emitirse / Patrimonio (debe ser menor al 200%)</b>	<b>44,73%</b>

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 4,52 veces a la fecha de corte.

Posición Relativa de la Garantía General (US\$) Miles				
Orden de Prolación de Pagos	Primera	Segunda	Tercera	Cuarta
Detalle	IESS, SRI, Empleados	Mercado de Valores	Bancos	Proveedores
Saldo Contable	578	4.278	12.347	5.604
Pasivo Acumulado	578	4.856	17.203	22.808
<b>Fondos Líquidos (Caja y Bancos)</b>	1.127,14			
<b>Activos Libres de Gravamen + saldo emisiones en circulación</b>	21.937,01			
Cobertura Fondos Líquidos	1,95	0,23	0,07	0,05
Cobertura ALG	37,97	4,52	1,28	0,96

Fuente: Incubandina S.A / Elaboración: PCR

<sup>15</sup> La diferencia de US\$ 16,53 mil ya que en el balance esta contabilizado por US\$ 4,26 millones comprende un valor de factoring como servicio optado por la empresa a través de la bolsa de valores de Quito.

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

Los activos descritos a continuación conforman el realizable y la capacidad instalada del emisor, elementos que en conjunto representan la esencia de la explotación del negocio; respecto a su capacidad para ser liquidados denotan un alto nivel de rotación derivado del crecimiento sostenido de los ingresos generados por su posicionamiento en su mercado objetivo.

A febrero 2020, la cobertura de la cuarta emisión respecto a los activos que la respaldan alcanzó 9,24 veces, cumpliéndose el estándar requerido por la normativa vigente.

La empresa posee activos biológicos que forma parte del giro del negocio, donde se registran aves de corral (pollos) mantenidas para la crianza, reproducción, incubación y engorde. Históricamente esta cuenta ha presentado una tendencia creciente, a excepción del año 2016 provocada por una baja del 2,67% debido a la recesión económica que tuvo el país en este año; para febrero 2020 los activos biológicos exhiben una contracción interanual de 52,61% causada por la implementación de jaulas automáticas y ambientes controlados en los galpones requiriendo una menor cantidad de madres ponedoras de huevos para alcanzar el mismo nivel de producción con mayor calidad.

La cuenta propiedad planta y equipo presentó un incremento interanual 26,65% ( feb 2020 US\$ 23,31 millones) dada por la adquisición de maquinaria de incubación que le permitirá continuar con el crecimiento de su línea "Cripollo", adquisición de edificio en Cuenca que servirá para crear una planta de faenamiento, la implementación de jaulas automáticas y ambientes controlados en los galpones, que permitirán a la empresa ser más eficientes en la producción de huevos, y por la construcción curso que corresponde la segunda etapa de la "incubadora y nacedora" de Potosí. La cuenta propiedad planta y equipo mantiene una mayor ponderación en maquinaria y equipo (45,08%), edificios (36,43%) y terrenos (13,92%).

En el rubro inventarios se incluye materia prima, productos en procesos, suministros, productos terminados, repuestos y herramientas totalizando a febrero 2020 (US\$ 4,84 millones), cifra que está 115,56% por encima de la presentada en febrero 2019. Se debe mencionar que desde el año 2017 se registra en esta cuenta los silos de maíz, mismos que son adquiridos como estrategias de costeo de la empresa.

Activos que respaldan la emisión (US\$)		
Activos comprometidos	Saldo Comprometidos a noviembre 2017	Saldo contable febrero 2020
Inventarios	677.720	4.840.502
Activos Biológicos en recría	675.145	0
Activos Biológicos en producción	322.766	1.415.600
Propiedad planta y equipo	4.611.602	23.312.930
<b>Total de activos Comprometidos</b>	<b>6.287.233</b>	<b>29.569.032</b>
<b>Saldo de la cuarta emisión</b>	<b>3.200.000</b>	
<b>Cobertura</b>	<b>1,96</b>	<b>9,24</b>

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 periodos 2014, 2015, 2016 y 2017. Los Balances Auditados para el año 2017 fueron realizados por la firma Abalt Auditores y Consultores y los del año 2018 auditó la firma BDO Ecuador Cía. Ltda, informes que se presentan con opinión limpia. Información interna de diciembre 2019. Además, se empleó información interna con corte a febrero 2019 y 2020.

- Acta de la Junta de General Extraordinaria Universal de Accionistas celebrada el 26 de mayo de 2015
- Acta de la Junta de General Extraordinaria Universal de Accionistas celebrada el 31 de julio de 2017 y 24 de agosto de 2017.
- Acta de la Junta de General Extraordinaria Universal de Accionistas celebrada el 08 de marzo de 2019.
- Acta de la Asamblea de Obligacionistas Tenedores de Obligaciones de Largo Plazo celebrada el 26 de julio de 2019 para la Tercera y Cuarta Emisión de Obligaciones
- Prospecto de Oferta Pública de Tercera Emisión de Obligaciones
- Escritura de Tercera Emisión de Obligaciones.
- Prospecto de Oferta Pública de Cuarta Emisión de Obligaciones
- Escritura de Cuarta 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 canaliza los recursos financieros hacia las actividades productivas a través de la negociación de valores. Este, constituye una fuente directa de financiamiento y una interesante opción de rentabilidad para los inversionistas. Entre las principales ventajas del mercado de valores esta, 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.

La cultura bursátil del Ecuador no se acopla a las alternativas de financiamiento e inversión que ofrece este mercado, todo ello reflejado en los montos negociados del mercado secundario que en 2019 evidenció una participación del 12% y a febrero 2020 un 9%; 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 2019, el monto bursátil nacional negociado fue de US\$ 11.797 millones lo que representa un 10,98% del PIB ecuatoriano y refleja un dinamismo del 57,82% en comparación con su similar periodo anterior. A enero 2020 el monto negociado es de US\$ 1.632 millones.

Las negociaciones del sector privado (Certificados de Inversión, Certificados de Depósito, Papel Comercial, otros) aportaron con el 38,03%, mientras que los valores del sector público (Certificados de tesorería, Certificados de Inversión, Notas de crédito, otros) lo hicieron con el 61,97%. Por su parte, los principales sectores que participan en el mercado bursátil a nivel nacional son el Comercial (30,15%), seguido del Industrial (26,46%), Servicios (13,85%), Agrícola (11,69%) y la diferencia se ubica en otros 6 sectores con una participación individual inferior al 10%. De todos estos emisores, aproximadamente el 85% corresponden a Guayas y Pichincha. Como es de esperar, las principales ciudades del país son los primordiales dinamizadores del mercado de valores en el Ecuador, comportamiento observado durante los últimos periodos de análisis.

El hito más importante durante el 2019 fue la emisión de US\$ 150 millones en bonos verdes. Ecuador es uno de los primeros países en Iberoamérica en lanzar bonos verdes del sector financiero, cuyo propósito es financiar líneas de crédito para proyectos que tienen un componente ambiental. En 2020 se espera que se coloquen los US\$ 100 millones restantes que son parte de la operación inicial. Si bien, hay varios emisores que están en proceso debido a que como primer requisito los proyectos deben contar con una certificación verde; entre los interesados se encuentran instituciones financieras, sectores productivos como el maderero, pesquero, textil y de alimentos. Otro hecho relevante, es la obtención de liquidez a través de la venta de facturas comerciales negociables; este es un producto, bien controlado y estructurado con perspectivas de crecimiento para el mercado de valores.

Si bien se observó un gran dinamismo en el monto negociado, aún persisten varias reformas pendientes para que el mercado de valores repunte en el país, reformas que pueden tardar debido a la priorización de sectores que se experimentará en el transcurso del 2020 tras presenciar varios factores macroeconómicos que afectan la economía ecuatoriana, como la baja en el precio del petróleo, caída en valor y volumen de las exportaciones por una menor demanda a nivel internacional tras la pandemia mundial de Covid-19 que ha paralizado la actividad económica. Adicional, la falta de liquidez podría impactar en el monto de negociación durante el 2020, si bien, varios emisores de deuda recurrirán al mercado de valores por las ventajas que este ofrece, se espera que los inversionistas en el mercado de valores sean más cautelosos con los títulos que adquieran.

### Indicador de Presencia Bursátil

La presencia bursátil, es un indicador que permite medir la liquidez de los valores sean éstos de renta fija o variable<sup>11</sup>. 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:

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

Las negociaciones en mercado secundario se detallan a continuación, presentado una liquidez promedio de 0,11, hasta febrero 2020. Esto obedece al comportamiento del mercado de valores en el país, en donde en mayor medida se ofertan títulos de renta fija y en mercado primario.

Indicador Presencia Bursátil										
Emisor	Instrumento	Monto Autorizado US\$	Bolsa	No. transacciones	Monto Negociado	Días bursátiles	Meses	Días negociados Mes	Ruedas Mes	Presencia Bursátil
INCUBANDINA S.A	Tercera Emisión de Obligaciones	6.000.000	Quito	0	0	0	0	0	0	0
	Cuarta emisión de obligaciones	6.000.000	Quito	4	824.950	19	mar-19	4	19	0,21

Fuente: Bolsa de Valores Quito / Elaboración: PCR

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 febrero 2020, Incubandina S.A. mantuvo vigente en el mercado de valores dos emisiones de obligaciones, la titularización de flujos ya fue cancelada en su totalidad. El saldo de capital por pagar al corte fue de US\$ 4,26 millones.

Cuadro 15: Presencia Bursátil (US\$)					
Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Monto Colocado	Saldo de capital a febrero 2020	Calificaciones
Tercera Emisión de Obligaciones	SCVS.IRQ.DRMV.2015.1861	6.000.000	5.996.968	1.061.932	AA PCR (agosto 2019)
	(03 de septiembre de 2015)				
Cuarta Emisión de Obligaciones	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-000930	6.000.000	5.970.819	3.200.000	AA PCR (agosto 2019)
	(29 de enero de 2018)				
<b>Total</b>				<b>4.261.932</b>	

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

En cuanto al grado de aceptabilidad del valor, cabe indicar que la colocación de la tercera emisión de obligaciones inició el 27 de octubre de 2015 hasta el 24 de diciembre de 2015, mientras que la cuarta emisión de obligaciones inició su colocación el 05 de febrero de 2018 hasta el 04 de junio de 2018, colocando el 99,95% y 100% respectivamente del total emitido.

### Hechos de Importancia

- Con fecha 30 de octubre 2019, la compañía aumentó su capital suscrito en la suma de US\$ 2,98 millones, mediante la emisión de acciones ordinarias y normativas de un valor nominal de un dólar. El saldo del capital suscrito será pagado dentro de un plazo de dos años contados a partir de la inscripción de esta escritura pública en el Registro Mercantil.
- Con fecha 24 de junio de 2019, mediante oficio No. SCVS-IRQ-DRMV-SC-2019-00040278-O la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros comunica a Incubandina S.A., la obligatoriedad de dar cumplimiento con el Resguardo de Ley "Indicador Promedio Semestral<sup>16</sup>"; y de ser el caso se adopten las acciones cuantificables de corto plazo que considere pertinentes, específicamente las relacionadas con la recuperación de la cartera, estado de los cheques post - fechados y la disminución de la cartera vencida durante el 2019. Adicionalmente, el ente de control insta a Incubandina S.A. adopte las medidas correspondientes para cumplir en su totalidad con las recomendaciones efectuadas por la Firma Auditora Externa al 31 de diciembre de 2018 en la Carta a la Gerencia, principalmente las relacionadas a las mejoras en el ambiente tecnológico de la compañía.
- En el Acta de la Asamblea de Obligacionistas Tenedores de Obligaciones de Largo Plazo de Incubandina S.A. (para la tercera y cuarta emisión de obligaciones) celebrada el 26 de julio de 2019, la empresa realiza una presentación financiera, detalla porque existen diferencia en el activo corriente respecto a años anteriores (reclasificación de cuentas solicitada por la SCVS) y menciona las posibles acciones que tomarán para poder solventar los indicadores de liquidez, adicional mostraron sus proyecciones para el periodo 2019-2024 y las nuevas estrategias adquiridas para recuperar la cartera que será mediante la contratación de un estudio de abogados. La Gerencia Financiera y Gerencia General solicitan a los Obligacionistas, que permita solicitar la disminución del indicador de liquidez y que no declaren de plazo vencido la emisión de obligaciones por el incumplimiento del resguardo de liquidez, quienes por unanimidad aceptan lo solicitado. Adicional los Obligacionistas (de la tercera y cuarta emisión de obligaciones) aprueban la proyección del indicador presentado por el emisor, en la cual se mantendría un indicador mínimo de 0,76 veces hasta que dicho indicador se recupere hasta finales del 2020, y se solicite y se someta a la aprobación de la SCVS, la disminución del indicador de liquidez como resguardo de la emisión de obligaciones. Cabe recalcar que, en el acta en mención, solo se detalla los puntos tratados en la junta, sin profundizar las medidas tomadas para mejorar el indicador de liquidez.

### Relación con Empresas Vinculadas

Incubandina S.A., mantiene relación por accionista con H&N Huevos Naturales Ecuador S.A., estas empresas se encontraban en proceso de fusión, sin embargo, mediante Junta de Accionistas de fecha 16 de enero de 2018 se suspende dicho proceso. En 2019, en vista del complejo proceso que conlleva esta fusión, la administración de Incubandina S.A. toma la decisión de hacer una compra de bienes inmuebles; específicamente dos propiedades cada año, con cargo a las cuentas por cobrar relacionada hasta que evidencie una cifra de 0. Por lo que, a la fecha de corte, se observa una importante contracción de estas cuentas, que fueron liquidadas con transferencia de activos.

<sup>16</sup> El indicador promedio semestral está previsto en el numeral 1 del Art. 11, Sección I, Capítulo III, Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias Financieras, de Valores y Seguros, el cual establece que "Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante mayor o igual a uno, a partir de la oferta pública y hasta la rendición total de valores.

Cartera Relacionada (US\$ miles)		
Descripción / Periodo	feb-19	feb-20
Corto Plazo	782	178
Largo Plazo	1.058	0
<b>Total</b>	<b>1.840</b>	<b>178</b>

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

H&N Huevos Naturales Ecuador S.A. fue constituida el 22 de abril de 2005, es una empresa ecuatoriana, que se dedica a la compraventa, incubación, cría, producción, procesamiento y comercialización de aves de corral y pies de cría, de huevos fértiles, de huevos comerciales y más productos avícolas.

A la fecha de corte, H&N Huevos Naturales Ecuador S.A presenta un total de activo de US\$ 1,34 millones concentrado principalmente en activos no corrientes (99,77%) en la cuenta propiedades, planta y equipo. Por otro lado, el pasivo total refleja un monto de US\$ US\$ 435,16 mil, con una mayor ponderación en anticipo de clientes y otras cuentas por pagar relacionadas. (40,29%) con US\$ 175,37 mil. El patrimonio exhibe un valor de US\$ 909,83 mil que se aglomera en capital social (US\$ 1,30 millones). Con respecto a su estado de resultados, no evidencia ingresos ni costos de ventas y producción debido a que las líneas de negocio fueron cedidas a Incubandina, aunque se presente gastos de administración y ventas, con la cual la pérdida neta del ejercicio fue de US\$ 26,62 mil.

#### Miembros de Comité



Econ. Yoel Acosta



Econ. Matías Velasteguí



Econ. Karla Torres



## Anexos

Anexo 1: Tabla de Amortización - Clase A - Tercera emisión (US\$)					
Vencimiento	Capital (K)	Interés	Cuota	Saldo de K	Estado
12-dic-16			-	2.000.000,00	
12-jun-17	250.000,00	75.000,00	325.000,00	1.750.000,00	Cancelado
12-dic-17	250.000,00	65.625,00	315.625,00	1.500.000,00	Cancelado
12-jun-18	250.000,00	56.250,00	306.250,00	1.250.000,00	Cancelado
12-dic-18	250.000,00	46.875,00	296.875,00	1.000.000,00	Cancelado
12-jun-19	250.000,00	37.500,00	287.500,00	750.000,00	Cancelado
12-dic-19	250.000,00	28.125,00	278.125,00	500.000,00	Cancelado
12-jun-20	250.000,00	18.750,00	268.750,00	250.000,00	Por Vencer
12-dic-20	250.000,00	9.375,00	259.375,00	-	Por Vencer

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 2: Tabla de Amortización - Clase B - Tercera emisión (US\$)					
Vencimiento	Capital (K)	Interés	Cuota	Saldo de K	Estado
				<b>2.996.968</b>	
27-ene-16	-	24.319	24.319	2.996.968	Cancelado
27-abr-16	-	24.319	24.319	2.996.968	Cancelado
27-jul-16	-	24.319	24.319	2.996.968	Cancelado
27-oct-16	-	25.288	25.288	2.996.968	Cancelado
27-ene-17	187.311	55.288	242.599	2.809.658	Cancelado
27-abr-17	187.311	52.681	239.992	2.622.347	Cancelado
27-jul-17	187.311	49.169	236.480	2.435.037	Cancelado
27-oct-17	187.311	45.657	232.967	2.247.726	Cancelado
27-ene-18	187.311	42.145	229.455	2.060.416	Cancelado
27-abr-18	187.311	38.559	225.870	1.873.105	Cancelado
27-jul-18	187.311	35.047	222.358	1.685.795	Cancelado
27-oct-18	187.311	31.534	218.845	1.498.484	Cancelado
27-ene-19	187.311	27.926	215.237	1.311.174	Cancelado
27-abr-19	187.311	24.414	211.725	1.123.863	Cancelado
27-jul-19	187.311	20.902	208.213	936.553	Cancelado
27-oct-19	187.311	19.390	206.701	749.242	Cancelado
27-ene-20	187.311	14.048	201.359	561.932	Cancelado
27-abr-20	187.311	10.536	197.847	374.621	Por Vencer
27-jul-20	187.311	7.023	194.334	187.310	Por Vencer
27-oct-20	187.311	3.512	190.822	-	Por Vencer

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 3: Tabla de amortización Clase D (Cuarta emisión) (US\$)						
Dividendo	Fecha Vencimiento	Capital	Intereses (8,00% anual)	Cuota	Saldo Capital	Estado
					<b>1.000.000</b>	
1	14/8/2018		20.000	20.000	1.000.000	CANCELADO
2	14/11/2018		20.000	20.000	1.000.000	CANCELADO
3	14/2/2019		20.000	20.000	1.000.000	CANCELADO
4	14/5/2019		20.000	20.000	1.000.000	CANCELADO
5	14/8/2019		20.000	20.000	1.000.000	CANCELADO
6	14/11/2019		20.000	20.000	1.000.000	CANCELADO
7	14/2/2020		20.000	20.000	1.000.000	CANCELADO
8	14/5/2020	1.000.000	20.000	1.020.000	-	

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 4: Tabla de amortización Clase E (Cuarta emisión) (US\$)						
Dividendo	Fecha Vencimiento	Capital	Intereses (8,25% anual)	Cuota	Saldo Capital	Estado
					<b>3.000.000</b>	
1	5/8/2018	500.000	123.750	623.750	2.500.000	CANCELADO
2	5/2/2019	500.000	103.125	603.125	2.000.000	CANCELADO
3	5/8/2019	500.000	82.500	582.500	1.500.000	CANCELADO
4	5/2/2020	500.000	61.875	561.875	1.000.000	CANCELADO
5	5/8/2020	500.000	41.250	541.250	500.000	POR VENCER
6	5/2/2021	500.000	20.625	520.625	-	

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 5: Tabla de amortización Clase F (Cuarta emisión) (US\$)						
Dividendo	Fecha Vencimiento	Capital	Intereses (8,75% anual)	Cuota	Saldo Capital	Estado
					<b>2.000.000</b>	
1	5/8/2018	200.000	87.500	287.500	1.800.000	CANCELADO
2	5/2/2019	200.000	78.750	278.750	1.600.000	CANCELADO
3	5/8/2019	200.000	70.000	270.000	1.400.000	CANCELADO
4	5/2/2020	200.000	61.250	261.250	1.200.000	CANCELADO
5	5/8/2020	200.000	52.500	252.500	1.000.000	POR VENCER
6	5/2/2021	200.000	43.750	243.750	800.000	POR VENCER
7	5/8/2021	200.000	35.000	235.000	600.000	POR VENCER
8	5/2/2022	200.000	26.250	226.250	400.000	POR VENCER
9	5/8/2022	200.000	17.500	217.500	200.000	POR VENCER
10	5/2/2023	200.000	8.750	208.750	-	POR VENCER

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 7: Estructura Accionaria a Febrero 2020		
Nombre	CAPITAL	% de Participación
TOTAL CPITAL SUSCRITO	0,00	0,00%
BASTIDAS HERRERA MARIA AVELINA	720.878,00	14,42%
CORRALES BASTIDAS SEGUNDO JAVIER	421.051,00	8,42%
CORRALES BASTIDAS HERNAN BOLIVAR	325.603,00	6,51%
VILLARROEL BASTIDAS HUGO MARCELO	263.370,00	5,27%
CORRALES BASTIDAS EDGAR ENRIQUE	233.626,00	4,67%
CORRALES BASTIDAS GLORIA ECUADOR	220.549,00	4,41%
OTROS ACCIONISTAS CON PARTICIPACIÓN INFERIOR AL 4%	2.814.923,00	56,30%
<b>TOTAL CPITAL SUSCRITO</b>	<b>5.000.000,00<sup>17</sup></b>	<b>100,00%</b>

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 8: Estructura de Ingresos					
Línea de Productos	feb-19		feb-20		Var %
	Valor	Participación	Valor	Participación	
Pollita bb	1.574.573	40,70%	1.276.749	35,09%	-18,91%
Pollito bb	156.916	4,06%	209.064	5,75%	33,23%
Pollo faenado	447.802	11,57%	1.150.195	31,62%	156,85%
Huevo comercial	357.577	9,24%	306.579	8,43%	-14,26%
Pollita Levantada	160.052	4,14%	134.877	3,71%	-15,73%
Balanceado	105.993	2,74%	151.228	4,16%	42,68%
Pollo en pie	923.235	23,86%	312.398	8,59%	-66,16%
Genérica	6.079	0,16%	89.777	2,47%	1376,84%
Compostaje	136.503	3,53%	7.201	0,20%	-94,72%
<b>Total Ingresos</b>	<b>3.868.730</b>		<b>3.638.069</b>		<b>-5,96%</b>

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

<sup>17</sup> Existe una diferencia contable de US\$ 1,32 millones que se encuentra como capital suscrito no pagado el mismo que será saldado en dos años; dando como resultado a un capital pagado de US\$ 3,69 millones

Anexo 9: Estructura de Costos				
Centro de Producción	Línea de Producción	feb-19	feb-20	Var %
		Valor	Valor	
Planta de incubación Montalvo	Producción pollitas bb línea livianas	664.453	211.379	-68,19%
Planta de incubación Potosí	producción pollitos bb línea pesada	297.732	857.729	188,09%
Granja Pujilí	Levante pollita comercial y producción huevo comercial	547.857	575.317	5,01%
Fábrica de núcleos Ambato	Producción de núcleo vitamínico para el consumo	411.361	143.690	-65,07%
Granjas Integración, Bucay y Puyo	Producción de pollo en pie (broiler)	236.983	303.031	27,87%
Planta de faenamiento Lasso	Producción de pollo faenado	1.007.505	1.131.913	12,35%
Laboratorio	Exámenes de laboratorio	5.332	3.004	-43,65%
Planta compostaje Montalvo	Abono orgánico	44.113	25.041	-43,23%
<b>Total Costos de Producción y Ventas</b>		<b>3.428.141</b>	<b>3.251.105</b>	<b>-5,16%</b>

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 10: Cartera Comercial (US\$)			
Descripción / Periodo	feb-18	feb-19	feb-20
<b>Cartera Por Vencer</b>	<b>1.073.234</b>	<b>1.678.349</b>	<b>1.589.431</b>
<b>Cheques posfechados</b>	-	<b>1.135.733</b>	<b>63.244,99</b>
<b>Cartera Vencida</b>	1 - 30 días	406.163	434.262
	31- 60 días	69.609	453.369
	61- 90 días	95.598	384.245
	91- 180 días	89.347	142.350
	181- 360 días	79.688	194.348
	más 360 días	853.088	990.091
	<b>Total Cartera Vencida</b>	<b>1.593.493</b>	<b>2.598.665</b>
<b>Cartera Comercial</b>	<b>2.666.727</b>	<b>5.412.747</b>	<b>3.779.507</b>
<b>Morosidad</b>	59,75%	48,01%	56,27%
<b>Provisiones</b>	(669.094)	(1.309.767)	(204.794)
<b>Cobertura</b>	41,99%	50,40%	9,63%
<b>Cartera Comercial Neta</b>	<b>1.997.633</b>	<b>4.102.979</b>	<b>3.574.713</b>
<b>Cartera vencidad - Provisión</b>	924.399	1.288.897	1.922.037

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

<b>Anexo 11 : Flujo de Efectivo (MilesUS\$ )</b>	
<b>Flujo de efectivo de actividades de operación</b>	<b>feb-20</b>
Efectivo recibido de clientes por ventas	4.545,27
Efectivo pagado a proveedores y empleados	(2.372,00)
Intereses pagados	(305,98)
Impuestos a las ganancias pagadas	
Otros ingresos	4,34
<b>Efectivo neto proveniente de actividades operativas</b>	<b>1.871,63</b>
<b>Flujo de efectivo de actividades de inversión</b>	
Pago por compra de propiedad, planta y equipo	(2.143,11)
Efectivo recibido por la venta de propiedades, planta y equipo	
Adquisición de activos biológicos	
Efectivo recibido por la venta de activos biológicos	
Cambio neto activos financieros mantenidos hasta el vencimiento	
<b>Efectivo neto proveniente de actividades de inversión</b>	<b>(2.143,11)</b>
<b>Flujo de efectivo de actividades de financiamiento</b>	
Efectivo (pagado) por obligaciones financieras	2.252,11
Efectivo recibido por obligaciones financieras	
Efectivo (pagado) recibido por emisión de obligaciones	
Efectivo (pagado) recibido por préstamos relacionadas y accionistas	(887,31)
Otras entradas / salidas efectivo	
<b>Efectivo neto proveniente de actividades de financiamiento</b>	<b>1.364,80</b>
<b>Variación en el efectivo y equivalentes al efectivo</b>	<b>1.093,32</b>
<b>Saldo bancario al principio del período</b>	<b>33,82</b>
<b>Saldo bancario al final del período</b>	<b>1.127,14</b>

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR


Anexo 10: Balance General y Estado de Resultados (Miles US\$)								
<b>INCUBANDINA S.A.</b>								
<b>Estados Financieros</b>								
<b>Miles de US\$</b>								
	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	feb-19	dic-19	feb-20
<b>Balance General</b>								
Efectivo y equivalentes de efectivo	704	1.012	3.571	615	97	21	33,82	1.127,14
Deudores Comerciales	1.433	2.015	1.767	2.382	3.476	4.107	4.165	3.575
Inventarios	2.085	1.933	1.924	2.434	3.071	2.246	5.230	4.841
Activos por impuestos corrientes	59	121	215	335	502	604	795	835
Otros activos	1.608	1.235	1.945	2.133	940	451	428	557
Otras Cuentas por cobrar relacionadas	149	32	863	1.491	782	782	511	177,88
<b>Activo Corriente</b>	<b>6.038</b>	<b>6.347</b>	<b>10.284</b>	<b>9.391</b>	<b>8.868</b>	<b>8.210</b>	<b>11.162</b>	<b>11.113</b>
<b>Activo Corriente prueba ácida</b>	<b>3.953</b>	<b>4.414</b>	<b>8.360</b>	<b>6.956</b>	<b>5.797</b>	<b>5.964</b>	<b>5.932</b>	<b>6.272</b>
Propiedad, Planta y Equipo	9.093	9.809	10.339	12.934	17.468	18.408	21.434	23.313
Activos Biológicos	1.817	2.506	2.439	2.788	3.196	2.987	1.346	1.416
Impuestos a la Renta Diferido	158	-	-	26	33	33	90	90
Documentos y ctas por cobrar relacionadas L/P	-	-	-	-	1.011	1.058	-	-
<b>Activo No Corriente</b>	<b>11.068</b>	<b>12.315</b>	<b>12.778</b>	<b>15.747</b>	<b>21.708</b>	<b>22.487</b>	<b>22.869</b>	<b>24.818</b>
<b>Activo Total</b>	<b>17.105</b>	<b>18.662</b>	<b>23.062</b>	<b>25.138</b>	<b>30.576</b>	<b>30.696</b>	<b>34.032</b>	<b>35.931</b>
Obligaciones Financieras de C/P	2.633	2.995	3.266	3.815	3.654	3.977	8.822	7.959
Obligaciones Emitidas de C/P	923	1.085	3.053	1.567	2.853	1.762	3.666	2.778
Cuentas por Pagar - Comerciales	1.854	3.439	2.370	5.725	2.947	3.810	5.102	5.902
Otras Cuentas por pagar	1.132	310	381	515	1.172	1.261	615	600
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>6.542</b>	<b>7.828</b>	<b>9.071</b>	<b>11.622</b>	<b>10.625</b>	<b>10.810</b>	<b>18.205</b>	<b>17.240</b>
Obligaciones Financieras de L/P	318	998	1.192	1.890	2.246	2.246	1.273	4.388
Obligaciones Emitidas de L/P	1.906	1.031	4.021	2.550	5.149	5.149	1.500	1.500
Pasivo Diferido	1.196	1.488	968	649	2.456	2.447	2.475	2.479
Beneficios Empleados	297	308	410	494	566	609	760	760
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>3.717</b>	<b>3.825</b>	<b>6.591</b>	<b>5.584</b>	<b>10.418</b>	<b>10.452</b>	<b>6.007</b>	<b>9.126</b>
<b>Pasivo Total</b>	<b>10.259</b>	<b>11.653</b>	<b>15.662</b>	<b>17.207</b>	<b>21.044</b>	<b>21.262</b>	<b>24.212</b>	<b>26.366</b>
Capital pagado	2.015	2.015	2.015	2.015	2.015	2.015	3.686	3.686
Aportes para futuras capitalizaciones	-	-	-	71	-	-	-	-
Reservas Legal y Facultativa	250	329	344	388	434	434	487	487
Otros resultados integrales	1.861	1.890	1.888	1.885	2.947	3.570	3.480	3.480
Resultados acumulados	2.720	2.775	3.153	3.572	4.136	3.513	2.167	1.912
<b>Total Patrimonio</b>	<b>6.846</b>	<b>7.009</b>	<b>7.401</b>	<b>7.931</b>	<b>9.533</b>	<b>9.435</b>	<b>9.819</b>	<b>9.565</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>5.780</b>	<b>6.109</b>	<b>11.532</b>	<b>9.823</b>	<b>13.902</b>	<b>13.134</b>	<b>15.261</b>	<b>16.626</b>
Corto Plazo	3.556	4.080	6.319	5.382	6.507	5.739	12.488	10.738
Largo Plazo	2.224	2.029	5.212	4.441	7.396	7.396	2.773	5.888
<b>Estado de Pérdidas y Ganancias</b>								
Ingresos Operacionales	14.443	18.033	18.662	20.102	22.966	3.869	24.965	3.638
Costos de Ventas	11.543	15.435	15.465	16.005	18.214	3.428	21.105	3.208
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>2.900</b>	<b>2.598</b>	<b>3.197</b>	<b>4.097</b>	<b>4.752</b>	<b>441</b>	<b>3.859</b>	<b>431</b>
Gastos operacionales	1.721	1.948	2.226	3.271	2.997	389	2.719	383
<b>Resultado de Operación</b>	<b>1.179</b>	<b>649</b>	<b>971</b>	<b>826</b>	<b>1.755</b>	<b>52</b>	<b>1.140</b>	<b>47</b>
Gastos Financieros	554	589	910	818	1.294	160	1.118	306
Otros Ingresos y Gastos	302	421	719	373	296	10	575	4
<b>Utilidad antes de participación e impuestos</b>	<b>927</b>	<b>482</b>	<b>780</b>	<b>380</b>	<b>757</b>	<b>(97,93)</b>	<b>597</b>	<b>(254,43)</b>
Impuesto a la Renta	250	328	344	(83)	232	-	230	-
<b>Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio</b>	<b>677</b>	<b>154</b>	<b>436</b>	<b>463</b>	<b>525</b>	<b>(98)</b>	<b>367</b>	<b>(254,43)</b>

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 11: Márgenes e Indicadores Financieros (Miles US\$)								
INCUBANDINA S.A.								
Indicadores Financieros								
	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	feb-19	dic-19	feb-20
<b>Márgenes</b>								
Costos de Venta / Ingresos	79,92%	85,59%	82,87%	79,62%	79,31%	88,61%	84,54%	88,17%
Margen Bruto	20,08%	14,41%	17,13%	20,38%	20,69%	11,39%	15,46%	11,83%
Gastos Operacionales / Ingresos	11,91%	10,81%	11,93%	16,27%	13,05%	10,05%	10,89%	10,54%
Margen Operacional	8,17%	3,60%	5,20%	4,11%	7,64%	1,33%	4,57%	1,30%
Gastos Financieros / Ingresos	3,83%	3,26%	4,88%	4,07%	5,64%	4,12%	4,48%	8,41%
Margen Neto	4,69%	0,85%	2,34%	2,30%	2,29%	-2,53%	1,47%	-6,99%
Margen EBITDA	12,03%	7,46%	9,03%	8,36%	12,26%	6,32%	9,31%	8,40%
<b>EBITDA y Cobertura</b>								
Depreciación y Amortización	558	695	714	854	1.061	193	1.183	258
EBITDA (Acumulado)	1.737	1.345	1.684	1.680	2.816	245	2.323	305
EBITDA (12 meses)	1.737	1.345	1.684	1.680	2.816	1.468	2.323	1.833
EBITDA / Gastos Financieros (12 meses)	3,14	2,29	1,85	2,05	2,18	1,53	2,08	0,9983
EBITDA / Deuda Financiera Corto Plazo (12 meses)	0,49	0,33	0,27	0,31	0,43	0,26	0,19	0,17
EBITDA / Deuda Financiera (12 meses)	0,30	0,22	0,15	0,17	0,20	0,11	0,15	0,11
EBITDA (12 meses) / Pasivo total	0,17	0,12	0,11	0,10	0,13	0,07	0,10	0,07
<b>Solvencia</b>								
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,64	0,67	0,58	0,68	0,50	0,51	0,75	0,65
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,56	0,52	0,74	0,57	0,66	0,62	0,63	0,63
Deuda Financiera / Patrimonio	0,84	0,87	1,56	1,24	1,46	1,39	1,55	1,74
Pasivo Total / Patrimonio	1,50	1,66	2,12	2,17	2,21	2,25	2,47	2,76
Pasivo Total / Capital Pagado	5,09	5,78	7,77	8,54	10,44	10,55	6,57	7,15
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	3,33	4,54	6,85	5,85	4,94	8,95	6,57	9,07
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	5,91	8,66	9,30	10,24	7,47	14,48	10,42	14,39
<b>Rentabilidad</b>								
ROA (12 meses)	3,79%	0,83%	1,89%	1,83%	1,72%	-1,91%	1,05%	-4,39%
ROE (12 meses)	9,47%	2,20%	5,89%	5,79%	5,51%	-6,23%	3,65%	-16,48%
<b>Liquidez</b>								
Liquidez General	0,92	0,81	1,13	0,81	0,83	0,76	0,61	0,64
Prueba Acida	0,60	0,56	0,92	0,60	0,55	0,55	0,33	0,36
Capital de Trabajo	-504	-1.481	1.214	-2.232	-1.757	-2.600	-7.043	-6.127
<b>Rotación</b>								
Días de Cuentas por Cobrar Comerciales	36	40	34	43	54	64	60	59
Días de Cuentas por Pagar Proveedores	58	80	55	129	58	67	87	110
Días de Inventarios	65	45	45	55	61	39	89	91
Ciclo de conversión de efectivo	43	5	24	-31	57	36	62	39
<b>Flujo de Efectivo</b>								
Flujo Operativo	2.905	3.663	911	5.015	2.212	1.873	2.617	1.872
Flujo de Inversión	(2.539)	(3.743)	(4.018)	(5.726)	(6.852)	(1.134)	(5.150)	(2.143)
Flujo de Financiamiento	(375)	388	5.136	(1.715)	4.121	(815)	2.470	1.365
Saldo al inicio del período	714	704	1.012	3.040	615	93	97	34
Saldo al final del período	704	1.012	3.040	615	97	17	34	1.127
<b>Rotación</b>								
Inventarios	5,54	7,98	8,04	6,57	5,93	1,53	4,04	0,66
Cuentas por cobrar	10,08	8,95	10,56	8,44	6,61	0,94	5,99	1,02
Proveedores	6,22	4,49	6,53	2,80	6,18	0,90	4,14	0,54

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Atentamente,



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



Econ. Alejandra Rodríguez  
**Analista**