

Segundo Programa de Papel Comercial - Incubadora Andina INCUBANDINA S.A.

Comité No: 245-2024	Fecha de Comité: 21 de agosto de 2024
Informe con Estados Financieros no auditados al 30 de junio de 2024	Quito – Ecuador
Ing. Marco Lasso	mlasso@ratingpcr.com (593) 2450-1643

Instrumentos Calificados	Calificación	Revisión	Resolución SCVS
Segundo Programa de Papel Comercial	AA	Nueva	

Significado de la Calificación

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

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

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

Racionalidad

En comité de Clasificación de Riesgo, PCR decidió asignar la calificación de **"AA"** a la **Segundo Programa de Papel Comercial de Incubadora Andina INCUBANDINA S.A.**, con información al 30 de junio de 2024. La decisión se sustenta en la amplia trayectoria y la presencia que mantiene la empresa en el mercado avícola aunando a una diversificación estratégica de productos. Adicionalmente, se resaltan indicadores de rentabilidad, que, si bien muestran valores negativos por el comportamiento estacionario de las ventas, reflejan una considerable mejora interanual, dando un contexto positivo para los siguientes periodos, gracias a la focalización de ventas en las líneas de negocio más rentables. Alineado a esto, los flujos EBITDA brindan suficiente cobertura a los gastos financieros, y mejoran a corte interanual en la cobertura tanto de la deuda financiera total como del pasivo. Referente a su liquidez, se mantiene en niveles estables y decrece levemente a corte interanual, no obstante, por el giro del negocio del emisor, no es un factor determinante. También, gracias a la contracción del pasivo y fortalecimiento del patrimonio, se observa una mejora importante en la solvencia de la empresa. Por último, sus proyecciones presentan un desarrollo conservador y aún con esto, se observa un adecuado cumplimiento de sus obligaciones y manejo operativo; y, el presente programa está respaldado por la garantía general equivalente al monto total del Papel Comercial.

Resumen Ejecutivo

- **Posicionamiento y trayectoria de Incubadora Andina INCUBANDINA S.A.:** Incubadora Andina INCUBANDINA S.A. es una compañía inmersa en el sector de la producción avícola que cuenta con más de 25 años de experiencia en el mercado nacional, fue creada ante la iniciativa de varios avicultores de la provincia de Tungurahua, quienes se reunieron con la finalidad de producir pollitas bb en su línea de postura y pollitos bb para su línea de carne, teniendo una positiva acogida en el mercado en el que actualmente aún trabajan en estas líneas, a las que se suma la de huevos comerciales, balanceados y Pollo Broiler. En los últimos años, INCUBADORA ANDINA INCUBANDINA S.A. se mantiene como una de las empresas avícolas más destacadas en la región central del país. Este ascenso se atribuye principalmente a la relevancia de sus productos estrella, la Pollita bb y el Pollo bb. Además, los centros de producción de la empresa se destacan por cumplir con rigurosos estándares de bioseguridad y cuidado ambiental. Estos centros cuentan con ambientes controlados y sistemas de producción modernos que resultan en productos de alta calidad en diversas líneas de negocio. Además, la empresa colabora estrechamente con reconocidas casas genéticas a nivel mundial, tales como Lohmann Tierzucht y H&N International.
- **Mejores en el margen bruto, indicadores de rentabilidad negativos por ventas estacionarias, pero con mejores niveles interanuales:** El emisor maneja un sistema de ventas estacionarias, donde hasta el mes de junio se presenta un nivel bajo de los ingresos, no obstante, se puede observar una mejora en las ventas respecto a junio del 2023, factor que, aunado a una optimización en costos, permiten una mejora considerable del margen bruto. Sin embargo, este efecto se ve contrarrestado por un aumento en los costos operacionales, producidos por los nuevos proyectos de activo fijo en los que invierte la empresa. Adicionalmente, se observan mayores gastos financieros por la adquisición de financiamiento en mercado de valores. Adicional a esto, se presentan menores niveles de otros ingresos y mayores gastos financieros, incrementando levemente la pérdida por el carácter estacionario de las ventas, no obstante, esta es considerablemente inferior a la

presentada en su mes similar del año anterior. Mejorando así márgenes e indicadores de rentabilidad, lo cual promueve un contexto optimista para los siguientes periodos que son lo más fuertes en ventas para el emisor.

- **Mejora interanual de la Liquidez y permanencia de esta en niveles estables:** por motivos del giro de negocio del emisor, se ha mantenido indicadores de liquidez por debajo a la unidad, pues los activos biológicos (aves de postura) y propiedad planta y equipo que conforman el activo productivo se consideran activos no corrientes. No obstante, a la presente revisión se observa una mejora interanual de la liquidez, misma que se sitúa en niveles similares a los observados en el comportamiento histórico de los últimos 5 años. Del mismo modo, la prueba ácida refleja valores estables y prácticamente no decrece frente a su mes similar del año anterior. Otra fortaleza para destacar es que la deuda financiera corriente es considerablemente menor a la no corriente, evidenciando un bajo riesgo de compromisos crediticios en el corto plazo. Por último, la empresa posee una gran capacidad de generación de flujo operativo, permitiéndole hacer frente al pago de sus obligaciones.
- **Disminución en la morosidad, fortalecimiento de la cobertura y mejora en días de cobro:** en una revisión de la cartera comercial de INCUBANDINA S.A. se observa un incremento ligero de la morosidad a corte interanual, principalmente de la cartera con más de 360 días de vencimiento. No obstante, se destaca la disminución de la morosidad, el aumento de las provisiones y de la cobertura como una estrategia por parte del emisor ante esta conducta de la cartera. Adicionalmente, la rotación de cuentas por cobrar se redujo en -6 días frente a junio del 2023, mostrando la cifra de 40 días.
- **Niveles saludables de cobertura EBITDA respecto gastos financieros y mejora interanual de otras coberturas:** Gracias al flujo operativo que mantiene el emisor, se pueden observar niveles saludables de cobertura con sus flujos EBITDA. Referente a la cobertura del pasivo y de la deuda financiera, se puede observar una mejora interanual. Del mismo modo, la cobertura de los gastos financieros muestra niveles sobresalientes, aún con el incremento leve de estos gastos.

Factores Clave

Factores que podrían mejorar la calificación:

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

Factores que podrían reducir la calificación:

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

Riesgos Previsibles

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

Aspectos de la Calificación

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

Contexto Macroeconómico¹

A partir del año 2018, la reducción del gasto de consumo final del gobierno ha generado una considerable desaceleración del PIB debido a la dependencia de la economía nacional hacia el sector público. Si bien, este comportamiento se mantuvo durante el año en mención y a principios del 2019, la contracción se acentuó durante los dos últimos trimestres del 2019 producto de las manifestaciones de octubre, ocasionadas por la propuesta del Ejecutivo de eliminar el subsidio a los hidrocarburos; seguidamente, cuando el país estaba tratando de conseguir la

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

senda del crecimiento en el 2020, surge en China la propagación del virus Covid-19, el cual por su alta tasa de contagio logra diseminarse por todo el mundo; generando la paralización económica en la mayoría de países a nivel mundial. Por lo anterior, Ecuador no fue inmune al impacto negativo en su economía, el cual registró una caída del 7,75% de su Producto Interno Bruto, impulsado principalmente por el decrecimiento de la inversión, la disminución del consumo final de hogares, gobierno general y la contracción de las exportaciones de bienes y servicios.

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

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

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

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

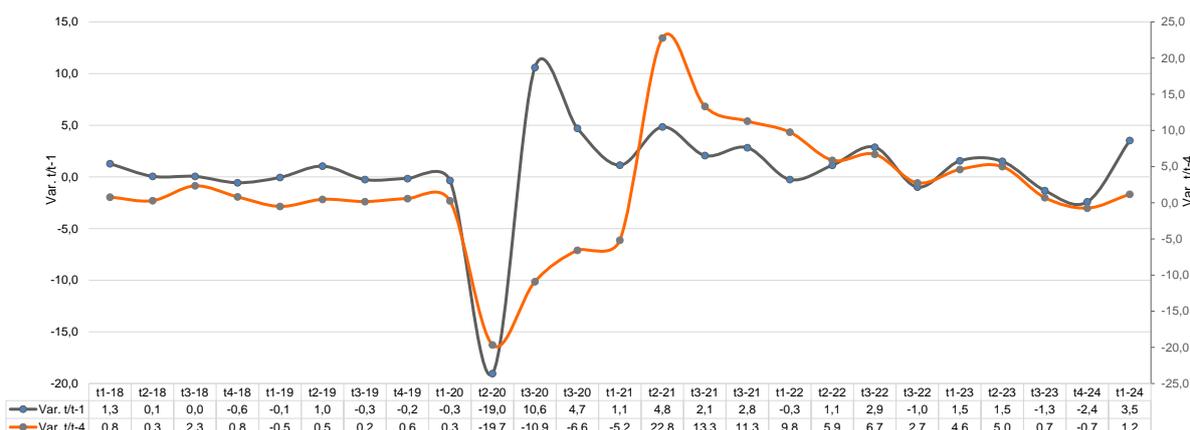
En cuanto al segundo trimestre de 2023, se evidencia que el PIB experimentó un crecimiento de +3,34% en comparación con el mismo período del año anterior, alcanzando un monto de US\$ 18.122,58 millones. Dicho dinamismo, fue impulsado principalmente por el gasto del gobierno (+6,4%), consumo de los hogares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

Para finales de 2023, el Producto Interno Bruto (PIB) mostró una caída del 0,7% en comparación con el mismo periodo del año anterior. Este descenso se debió a la reducción en el gasto de los hogares (-0,5%), la inversión (-5,2%) y las exportaciones (-7,4%). Por otro lado, se observó un aumento en el gasto del gobierno en un 1% y en las importaciones en un 16,2%.

En torno al primer trimestre de 2024, la economía de Ecuador experimentó un crecimiento del 1,2% respecto al mismo periodo del año anterior. Este aumento se atribuyó principalmente a la disminución de las importaciones en un 3,3% y a un incremento positivo en las existencias (inventarios). Sin embargo, los principales componentes del Producto Interno Bruto (PIB) mostraron contracciones interanuales: el gasto del gobierno cayó un 0,3%, las exportaciones disminuyeron un 0,5%, el consumo de los hogares bajó un 1,1%, y la formación bruta de capital fijo (FBKF) registró una reducción del 1,3%. La disminución en las importaciones se originó por una caída en la demanda de productos como los refinados de petróleo, vehículos y equipos de transporte. La reducción en el consumo de los hogares fue causada por una disminución en la demanda de servicios comerciales y de transporte. Además, la reducción en el gasto del gobierno se debió a una disminución en sus servicios administrativos. En cuanto a las exportaciones, el comportamiento negativo se atribuyó principalmente a menores ventas al exterior de camarón elaborado.

En comparación con el trimestre anterior y ajustado por efectos estacionales, el Producto Interno Bruto (PIB) aumentó un 3,5% en relación con el cuarto trimestre de 2023. Este crecimiento fue impulsado por el dinamismo en las exportaciones, que crecieron un 10,6%, la formación bruta de capital fijo (FBKF) que aumentó un 3,1%, y el consumo de los hogares que incrementó en un 2,0%. A pesar de que las importaciones disminuyeron un 10,2%, contribuyeron positivamente al crecimiento del PIB. En contraste, el gasto de gobierno experimentó una reducción del 0,3%.

PRODUCTO INTERNO BRUTO - PIB
2018=100, Datos ajustados de estacionalidad



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

En términos industriales, solo la mitad de los sectores, es decir, 10 de 20, mostraron resultados positivos. Destacan especialmente el suministro de electricidad y agua con un crecimiento del 12,5%, la pesca y acuicultura con un incremento del 10,8%, la explotación de minas y canteras con un aumento del 4,3%, las actividades profesionales técnicas con un avance del 3,9%, y las actividades inmobiliarias con un incremento del 2,9%.

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

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

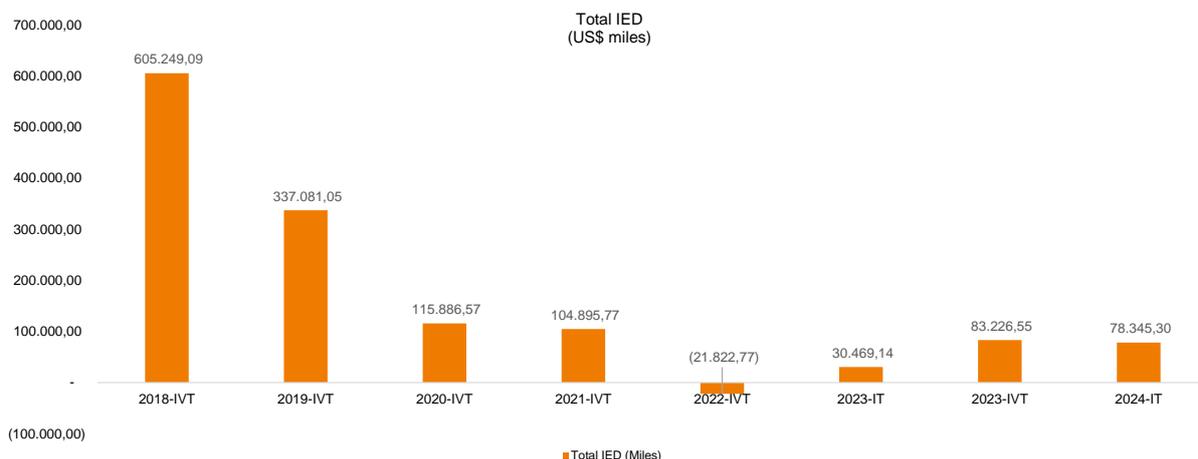
Con fecha 1 de noviembre de 2023 la Corte Constitucional revisó y aprobó el Tratado de Libre Comercio (TCL) entre China y Ecuador, en el cual hay varios beneficios para las exportaciones de nuestro país; una vez que este acuerdo entre en vigencia, pues se encuentra pendiente la aprobación final de la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

Por otro lado, durante los primeros tres meses de 2024, las exportaciones de Ecuador llegaron a \$8.075,9 millones, mostrando un aumento del 4,7% respecto al trimestre anterior y del 8,2% en comparación con el mismo período del año anterior. Este crecimiento positivo se debe principalmente al desempeño destacado de las exportaciones de petróleo, que alcanzaron los \$2.517,5 millones, representando un incremento del 10,8% trimestral y del 13,3% interanual.

Durante este periodo, hubo un aumento significativo en la cantidad de petróleo ecuatoriano exportado en el mercado spot, debido a la finalización de los contratos a largo plazo que Petroecuador mantenía con compañías internacionales. Por otro lado, las exportaciones que no incluyen petróleo experimentaron un incremento del 2,1 % en el trimestre. En cuanto a las importaciones totales, estas alcanzaron los \$6.366,6 millones, lo cual representa una disminución del 15,0% con respecto al trimestre anterior y del 9,3% en comparación con el mismo periodo del año pasado.

Inversión Extranjera Directa (IED)

Para el primer trimestre de 2024, la inversión Extranjera Directa experimentó un crecimiento de US\$ 47,88 millones, debido al incremento de las acciones y otras participaciones de capital. Individualmente, la Inversión Extranjera Directa por actividad económica, presentó una desinversión en una de las nueve actividades reportadas por el Banco Central del Ecuador. Interanualmente, el sector de electricidad, gas y agua registro la caída mencionada. Debido a la situación política y coyuntural, se ha generado incertidumbre en los inversionistas, dificultando la atracción de nuevos capitales.



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

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

A continuación, se presenta un detalle de la inversión extranjera directa del primer trimestre de 2024:

Inversión Extranjera Directa (Miles de US\$)					
Participación por industria	2023-IT	2023-IIIT	2023-IIIIT	2023-IVT	2024-IT
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	1.516,21	(203,97)	11.971,81	-1.045,68	356,17
Comercio	9.190,25	32.569,45	17.627,32	11.387,47	5.147,73
Construcción	(178,73)	(1.550,20)	-160,76	-629,75	1.907,10
Electricidad, gas y agua	(1.549,70)	400,80	704,89	-869	-479,7
Explotación de minas y canteras	19.599,68	50.519,22	85.057,17	42.862,11	22.412,53
Industria manufacturera	21.009,79	1.440,27	15.025,69	-30.467,20	19.757,09
Servicios comunales, sociales y personales	1.050,85	98,41	35793,399	84,169	3205,33
Servicios prestados a las empresas	(35.352,02)	14.405,55	-15.103,19	57.191,65	2.225,88
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	15.182,81	8.287,71	9.756,09	4.712,78	23.813,18
Total IED	30.469,14	105.967,24	160.672,42	83.226,55	78.345,30

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

Índice de Precios al Consumidor (IPC)

En el primer trimestre de 2024, el Índice de Precios al Consumidor alcanzó 112,28, lo que indica una inflación mensual del 0,29%. Este valor contrasta con el mes anterior, que fue de 0,09%, y con marzo de 2023, cuando la inflación fue de 0,06%.

Para marzo de 2024, la tasa de inflación anual fue del 1,66%, mientras que el mes anterior fue del 1,43% y en marzo de 2023 fue del 2,85%. Finalmente, en marzo de 2024, el costo de la Canasta Básica Familiar fue de USD 795,30. Esto significa que el ingreso familiar promedio cubre el 107,97% del costo total de esta canasta básica. Además, el costo de la canasta básica aumentó un 0,53% en comparación con el mes anterior.

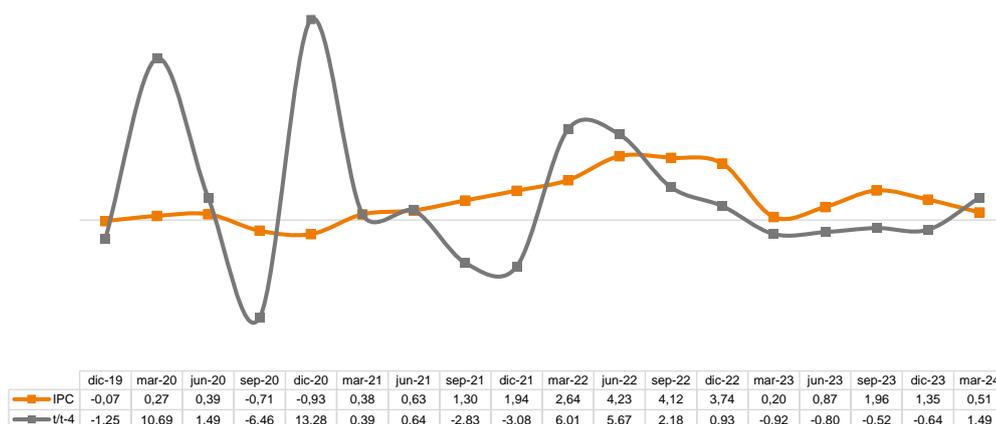
Las Canastas Familiares: Básica (Compuesta por 75 productos) y Vital (Compuesta por 73 productos, son un conjunto de bienes y servicios imprescindibles para satisfacer las necesidades básicas del hogar tipo compuesto por 4 miembros con 1,6 perceptores de ingresos que ganan la remuneración básica unificada.

IPC Acumulada Anual												
Período	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre
2017	0,09	0,29	0,42	0,86	0,91	0,32	0,18	0,20	0,04	-0,10	-0,38	-0,20
2018	0,19	0,34	0,41	0,27	0,09	-0,19	-0,19	0,08	0,47	0,42	0,17	0,27
2019	0,47	0,24	0,02	0,19	0,19	0,15	0,25	0,14	0,13	0,65	-0,06	-0,07
2020	0,23	0,07	0,27	1,28	1,01	0,39	-0,23	-0,55	-0,71	-0,90	-0,90	-0,93
2021	0,12	0,20	0,38	0,73	0,81	0,63	1,16	1,28	1,30	1,51	1,87	1,94
2022	0,72	0,96	1,07	1,67	2,24	2,90	3,06	3,09	3,46	3,58	3,57	3,74
2023	0,12	0,14	0,20	0,40	0,49	0,87	1,41	1,92	1,96	1,78	1,37	1,35
2024	0,13	0,22	0,51									

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

Dentro de la canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC) hay doce categorías de consumo. Las tres categorías que más contribuyeron a la inflación mensual en el primer trimestre de 2024 fueron: Transporte (0,1071%), Bienes y servicios diversos (0,0593%), y Salud (0,0518%).

Variación anual IPC (%)



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

Perspectivas Económicas Nacionales

Para el 2024 se presentan desafíos significativos para la economía ecuatoriana, con pronósticos de estancamiento y diversos retos que tendrán repercusiones tanto a nivel nacional como internacional. Según el Banco Central del Ecuador (BCE) y el Banco Mundial, se anticipa que el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) sea mínimo, alcanzando solo un 0,1%. Esta cifra posiciona al país muy por debajo del promedio de crecimiento en América Latina, estimado en un 1,4% por el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Cabe mencionar, que desde abril del 2024 el gobierno ecuatoriano ha aumentado el Impuesto al Valor Agregado (IVA) del 12% al 15%, con el objetivo de generar ingresos adicionales que podrían alcanzar hasta 1.300 millones de dólares anuales. Sin embargo, este incremento también ha resultado en una disminución del consumo en los hogares, impactando negativamente al sector comercial, que ya enfrentaba dificultades debido a la crisis de seguridad y los apagones eléctricos. Más de la mitad de los productos incluidos en la canasta básica han visto aumentos de precio como resultado del aumento en el IVA, obligando a algunas empresas a absorber estos costos para mantener sus ventas.

Finalmente, el Gobierno del Presidente Noboa tiene previsto la eliminación del subsidio a las gasolinas. De acuerdo con la medida adoptada, el costo por galón de las gasolinas Extra y Ecopaís aumentará en USD 0,26. Posteriormente, estos precios se ajustarán mensualmente mediante un sistema de bandas, que permite incrementos de hasta un 5% o reducciones de hasta un 10%. A consecuencia de lo mencionado, se espera un aumento en los precios de alimentos, servicios de salud, educación, transporte y vivienda. Aunque se estima que la clase baja solo absorberá el 14% del incremento, se necesitan anunciar medidas de compensación para evitar un deterioro económico entre los más vulnerables del país.

Calificación de Riesgo Soberano

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

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

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

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

Por otro lado, con corte 11 de enero de 2024, la agencia estadounidense S&P Global Ratings decidió mantener la calificación crediticia de Ecuador en B-, aunque cambió la perspectiva de estable a negativa. Este cambio se debe al deterioro del desempeño fiscal de Ecuador y a la probable limitación del Gobierno para implementar políticas correctivas, dada la brevedad de su mandato y la urgencia de abordar la crisis económica y el aumento de la violencia. La calificadora también identifica riesgos adicionales para Ecuador, como el pago anticipado de una deuda

significativa entre 2025 y 2026, así como la incertidumbre en cuanto al acceso del país a los mercados internacionales de bonos, en un contexto de disminución de la confianza de los inversores.

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

Calificaciones de Riesgo Soberano Ecuador 2024			
Calificadoras de Riesgo	Calificación	Perspectiva	Actualización
FITCH	CCC+	-	Agosto 2023
MOODY'S	Caa3	Estable	Febrero 2023
S&P	B-	Negativa	Enero 2024

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

Oferta y Utilización Final de Bienes y Servicios

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

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

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

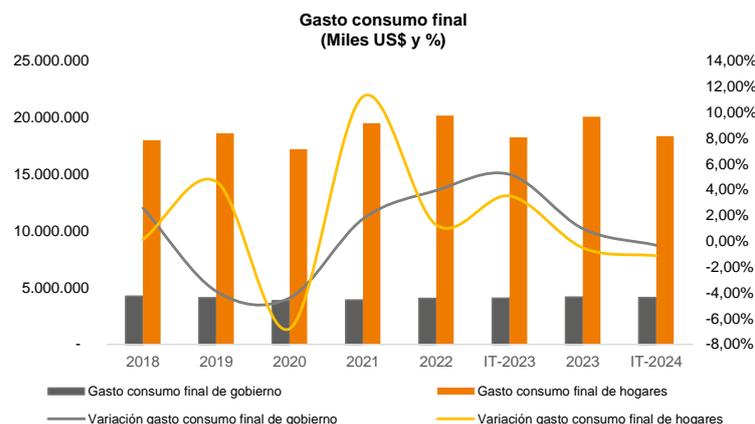
Además, las remesas recibidas experimentaron un aumento del 16,1%, destacando los incrementos desde Estados Unidos (24,6%), Italia (1,8%) y España (1,4%), que representaron la mayoría de los giros recibidos. En el ámbito trimestral, el gasto de consumo final de los hogares creció un 2,5%, influenciado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

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

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

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

En el primer trimestre de 2024, el Gasto de Consumo Final de los Hogares Residentes experimentó una disminución del 1,1% respecto al mismo periodo del año anterior según datos ajustados. Esta caída se debió principalmente a una reducción en el consumo de productos como carne y sus derivados, camarón procesado, aceites vegetales y animales sin refinar, otros alimentos diversos, textiles y prendas de vestir, vehículos y equipos de transporte, así como en servicios de comercio, transporte y almacenamiento.



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

En lo referente al Gasto de Consumo Final del Gobierno General en marzo 2024, este experimentó una caída interanual del 0,3%. Este descenso fue influenciado por el bajo desempeño en los indicadores de empleo registrado y características ocupacionales y del empleador. Los servicios administrativos del gobierno y para la comunidad en general mostraron una disminución del 0,3%. Dentro de los servicios educativos, los relacionados con enseñanza cultural sufrieron una reducción significativa del 9,2%. Por último, en los servicios de salud humana y asistencia social, actividades como la atención de enfermería en instituciones (-3,7%), la asistencia social para personas de edad y discapacitados (-10,5%), otras formas de asistencia social sin alojamiento (-7,5%), y otras actividades de atención en instituciones (-9,1%) también experimentaron disminuciones.

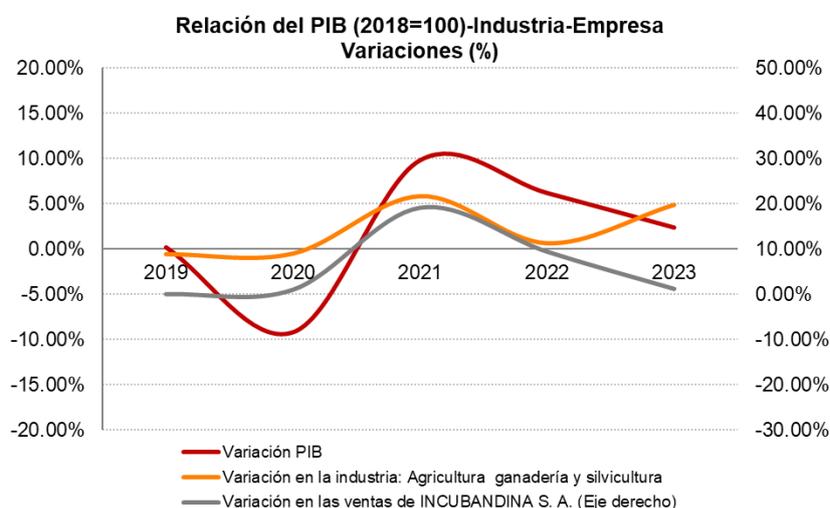
Endeudamiento

El saldo de la deuda externa pública en base al último reporte del Banco Central Del Ecuador, a febrero del 2024 totalizó US\$ 47.455,6 millones y la deuda externa privada totalizó US\$ 10.133,5 millones. La deuda externa pública, es equivalente al 38,9% del PIB. El país obtuvo desembolsos por US\$ 20,9 millones y se pagaron amortizaciones por US\$ 268,60 millones. Por otra parte, el saldo de la deuda externa privada fue de US\$ 10,13 millones, como resultado de la cuantificación de desembolsos por US\$ 168,10 millones y del pago de amortizaciones por US\$ 693,2 millones. El saldo de la deuda externa privada a febrero 2024 fue de USD 10.133,5 millones, equivalente alrededor del 9,0% del PIB.

Análisis de la Industria:

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

La principal actividad del emisor es la producción de pollitos bb. Por lo que el emisor entraría dentro del sector de agricultura, ganadería, silvicultura y pesca. Para finales del 2023, los sectores que componen esta industria representaron alrededor del 6,53% del PIB. En los últimos 5 años ésta ha decrecido en promedio un +0,81%. Para analizar el comportamiento de las ventas y su relación con el entorno económico se tomará en cuenta la evolución de la economía nacional y por industria. En este sentido, se observa que la empresa muestra un comportamiento similar respecto al PIB ya que gráficamente se puede apreciar cierto nivel de correlación, sin embargo, frente al comportamiento del sector, se puede ver una tendencia opuesta, conducta que puede ser explicada por que en el segmento observado se incluyen otros rubros diferentes al giro del negocio de Incubandina. Cabe indicar que el sector analizado abarca algunas industrias, por tanto, no se adapta completamente al giro del negocio del emisor



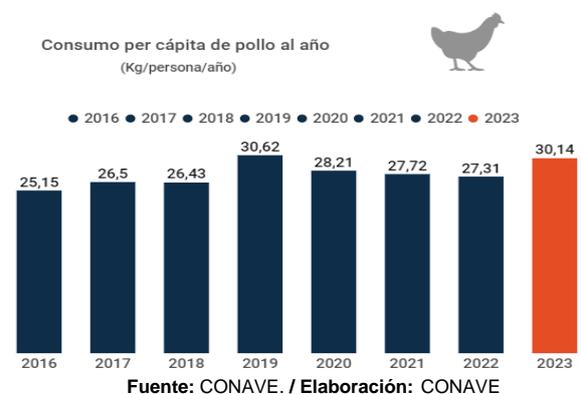
Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

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 a diciembre de 2022, la superficie cosechada de maíz en Ecuador fue de 362,473 hectáreas, abarcando una producción de 1.641.131 toneladas métricas, las principales provincias de donde se obtiene el producto son: Los Ríos (42%), Manabí (20%), Guayas (19%), Loja (4%) y Santa Elena (1%). Adicional, en el año 2022 la producción de maíz disminuyó en 3% respecto al 2021

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

El mercado de pollitos bb en Ecuador está dividido en dos segmentos: El primero lo conforman empresas que tienen un círculo de producción completo, es decir producen sus pollitos, los engordan, faenan y comercializan. En este grupo, de empresa están centralizadas en las provincias de Guayas, Sto. Domingo y Pichincha. El segundo segmento agrupa a las empresas incubadoras y criadores independientes², dentro de esta clasificación existen una gran cantidad de compradores (pequeñas y grandes empresas) los cuales se encuentran distribuidos a lo largo y ancho del territorio ecuatoriano, inclusive en las Islas Galápagos.

La evolución del consumo per cápita de carne de pollo en Ecuador demuestra la importancia que este producto ha llegado a tener dentro de las preferencias de los consumidores; pero se puede ver también con claridad el potencial que aún puede tener en el futuro. De acuerdo con las estadísticas del CONAVE (Consejo Nacional de Avicultores) el consumo de carne de pollo en el país se ha reducido desde 2019 ya que se pasó de un consumo per cápita de pollo de 30,62 kg/persona/año a 27,31 kg/año/persona en 2022. A pesar de ello, el sector avícola cierra en el año 2023 con un incremento alcanzando las 30,140 toneladas.



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:

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

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

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

- **Pollita BB línea Lohmann Brown:** conocida como pollita liviana, esta línea genética Lohmann de origen alemán es exclusiva de Incubadora Andina INCUBANDINA S.A. en el mercado ecuatoriano. Reconocida mundialmente por su historial y estándares productivos elevados, estas aves son especializadas en la postura de huevos.

² Ejemplo: IPROCA compra sus pollitos a una incubadora y los cría para luego venderlos en los mercados de su localidad

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

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

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

Competencia

El mercado objetivo en el cual incursiona la compañía tiene una competencia diversificada y diferenciada por cada una de sus líneas de negocio, a diciembre de 2023 (última información disponible) la empresa mantiene una baja participación de sus ingresos dentro de la Clasificación Uniforme de Actividades Económicas (CIIU) con un 5,03% frente a 97 empresas, no obstante, esta participación es mayor a la observada en 2022 (4,66%). Sus mayores competidores son Avícola Vitaloa S.A. AVITALSA, Integración Avícola Oro S.A., Corporación Fernández S.A.

Estrategias

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

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

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

Gobierno Corporativo

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

Estructura Accionaria a junio 2024		
Nombre	CAPITAL	% de Participación
Bastidas Herrera Maria Avelina	720.878	14.42%
Corrales Bastidas Segundo Javier	421.051	8.42%
Corrales Bastidas Hernan Bolivar	325.603	6.51%
Villaruel Bastidas Hugo Marcelo	263.370	5.27%
Corrales Bastidas Edgar Enrique	233.626	4.67%
Corrales Bastidas Gloria	220.549	4.41%
Otros Accionistas Con Participación Inferior Al 4%	2.814.923	56.30%
TOTAL CPITAL SUSCRITO	5.000.000	100.00%

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

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

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

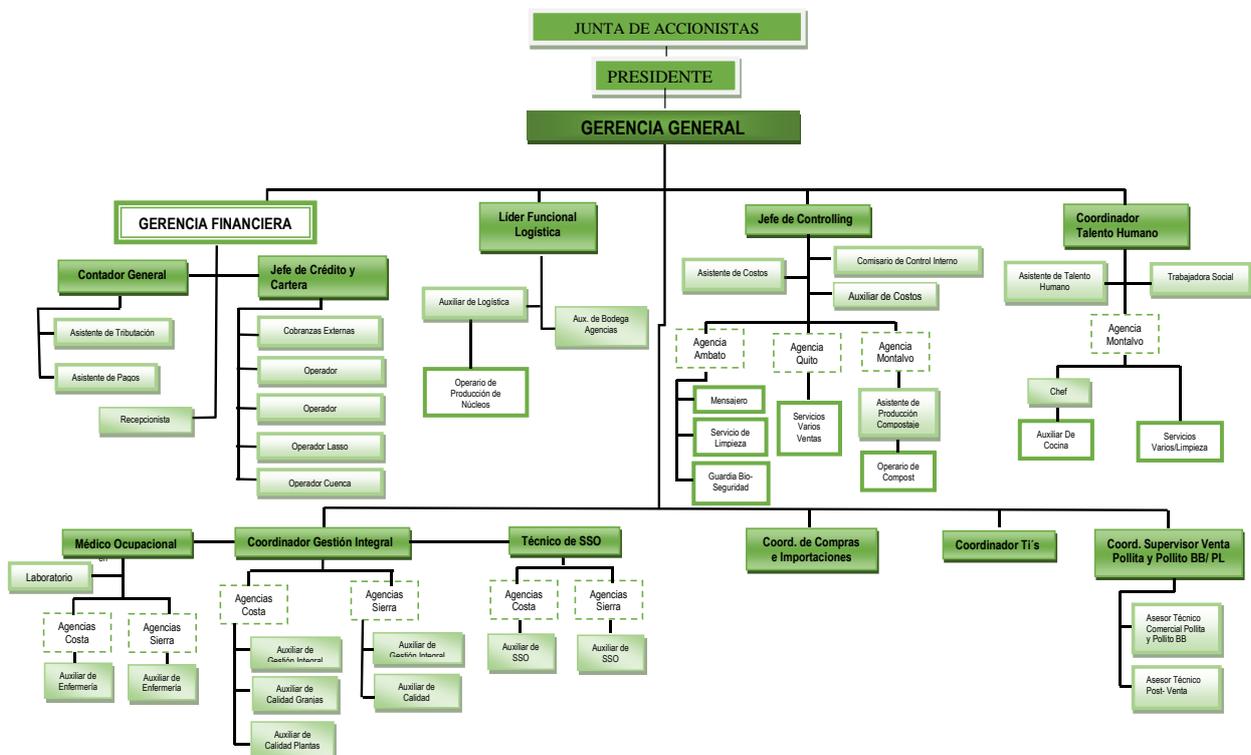
Directorio Incubandina S.A.		
Nombre y Apellido	Cargo en el Directorio	Años de Experiencia
Edgar Enrique Corrales Bastidas	Presidente	23
Ruth Patricia Corrales Lucero	Secretario Adhoc	7
Hernán Bolívar Corrales Bastidas	Vocales	7
Patricio Vergara	Vocales	8
Abel Delfina	Vocales	8

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Estructura Organizacional

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

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR



Fuente y Elaboración: INCUBANDINA S.A.

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

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

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

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

Personal Incubandina S.A.	
Administrativo	40
Asesor	4
Calidad	11
Fábrica	13
Laboratorio	2
Logística	20
Mantenimiento	20
Producción	227
SSO	4
Transporte	24
Ventas livianas	4
Ventas Quito	2
Ventas Pollo Carne	7
Varios	1
Servicios Varios	28
Total general	407

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Responsabilidad Social

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

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

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

Análisis de Situación Financiera

Calidad de Activos

El comportamiento histórico de los activos de Incubandina S.A. presentan una tendencia promedio creciente de +6,71%. Esta tendencia se atribuye sobre todo al incremento de sus inventarios como de la propiedad, planta y equipo. Para la presente revisión, se presenta una tendencia opuesta al comportamiento histórico, tras experimentar una contracción interanual de -6,50% (US\$ -2,77 millones) debido a la reducción que presentó los activos por impuestos corrientes, efectivo y equivalentes; y, deudores comerciales, lo que ocasionó que el activo total contabilice US\$ 39,89 millones a finales de junio de 2024.

Analizando su estructura, la mayor participación se concentra en propiedad, planta y equipos (66,01%), seguido por inventarios (14,76%), deudores comerciales (8,10%), activos biológicos (7,48%) y efectivo y equivalentes (2,58%), la diferencia se distribuye en otras cuentas de activos con una participación individual menor al 2%.

Dentro del rubro Propiedad, Planta y Equipo sobresalen los Edificios, con una participación del 38,54% del total de esta cuenta, seguida de cerca por la Maquinaria y Equipo con el 37,90% y muy por detrás los terrenos con una participación de 14,12%. A continuación, se presenta un detalle completo de la cuenta Propiedad, Planta y Equipo:

Detalle Propiedad, Planta y Equipo Incubandina S.A.				
Detalle	Valor	Depreciación	Nalor Neto	Participación
Edificios	11,295,524.75	1,039,849.15	10,255,675.60	38.95%
Muebles y Enseres	50,938.47	41,809.75	9,128.72	0.03%
Maquinaria y Equipo	18,173,093.87	8,238,179.00	9,934,914.87	37.73%
Instalaciones Generales	1,600,896.35	399,178.02	1,201,718.33	4.56%
Equipo De Computación y Software	90,511.90	74,283.21	16,228.69	0.06%
Software y Licencias	519,281.81	417,917.46	101,364.35	0.38%
Vehículos Y Equipo De Transporte	1,650,869.41	928,759.23	722,110.18	2.74%
TOTAL DEPRECIABLES	33,381,116.56	11,139,975.82	22,241,140.74	84.46%
Terrenos	3,742,732.40	-	3,742,732.40	14.21%
Construcciones En Curso	348,520.33	-	348,520.33	1.32%
TOTAL NO DEPRECIABLES	4,091,252.73	-	4,091,252.73	15.54%
Total general	37,472,369.29	11,139,975.82	26,332,393.47	100.00%

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Con relación a los activos no corrientes, contabilizan US\$ 29,58 millones a la fecha de corte, conformando el 74,14% del total de activos a la presente revisión. Estos han experimentado una contracción interanual relacionados a las siguientes variaciones: sus activos biológicos que corresponden a aves en crecimiento y en producción se redujeron en -5,39% (US\$ -169,90 mil) debido a la amortización de estos; del mismo modo, la cuenta propiedad, planta y equipo se contrae, pero en menor medida, disminuyendo en -3,58% (US\$ -978,57 mil) cerrando en US\$ 26,33 millones. Referente a los activos corrientes, al cierre de junio de 2024, contabilizaron US\$ 10,32 millones, representando el 25,86% del total de activos, dentro de este grupo se presentaron algunas variaciones importantes: los inventarios (cuenta más representativa del grupo) crecen en +15,75% (US\$ +801,10 mil), las cuentas por cobrar comerciales decrecen en -15,42% (US\$ -589,27 mil), los activos por impuestos corrientes decrecen en -74,48% (US\$ -1,62 millones) y efectivo y equivalentes se reduce en -11,27% (US\$ -130,92 mil).

La segunda cuenta más presentativa dentro de los activos corresponde a los inventarios, que mantiene una tendencia general creciente (promedio 2019 – 2023, +20,98%). Este rubro está compuesto por los Inventarios Generales, Productos en Proceso, Productos Terminados, Repuestos, Herramientas, Accesorios y Otros Inventarios según el siguiente detalle:

A junio de 2024, la cuenta de inventarios registró US\$ 5,89 millones, producto de una variación interanual de +15,75% (US\$ +801,10 mil). 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.

Referente a su cartera comercial, esta cierra en US\$ 3,23 millones, experimentando una contracción de -15,42% (US\$ -589,27 mil) frente a junio del 2023. Históricamente, el emisor ha mantenido una cartera de clientes con una morosidad concentrada en plazos de 61 hasta 90 días y posterior a 360 días, debido a la informalidad del sector. Para la presente revisión, la cartera vencida totalizó US\$ 673,96 mil, reflejando una mora de 20,85% sobre su cartera total (23,91% en jun-23). Con respecto a la cartera en riesgo se observa una mayor ponderación en los plazos de más de 360 días, de 31 a 60 días y 181 a 360 días. Adicionalmente, existe una provisión para cuentas incobrables de US\$ 525,72 mil lo cual genera una cobertura de 78,00% de la cartera vencida total.

Cartera Comercial (US\$)			
Descripción / Periodo		jun-23	jun-24
Cartera Vencida	Cartera Por Vencer	2,726,184	2,383,038
	Cientes convenio de pago	181,921	175,477
	31- 60 días	174,101	24,111
	61- 90 días	58,412	39,847
	91- 180 días	271,868	26,843
	181- 360 días	25,010	33,129
	más 360 días	384,268	550,033
	Total Cartera Vencida	913,659	673,964
	Cartera Comercial	3,821,763	3,232,479
	Morosidad	23.91%	20.85%
Provisiones	(413,717)	(525,722)	
Cobertura	45.28%	78.00%	
Cartera Comercial Neta	3,408,046	2,706,757	

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Aunado a lo anterior, analizando sus principales clientes, se puede observar que el emisor no mantiene una alta concentración con ninguno de ellos, previniendo un riesgo a la pérdida de ingresos en el caso de que algún cliente deje de comprar. La empresa mantiene 2 clientes que son los más representativos que poseen una participación entre el 6 y 7 %, seguidos por otros dos clientes con una participación del 4 y 2% respectivamente, el resto de sus clientes participan con menos del 2% en el total de ingresos, adicionalmente, Incubandina brinda un plazo normal de crédito de 30 días a estos. A continuación, un detalle:

Principales Clientes (junio 2024)		
Cientes	Ventas	%
Jami Parra Lourdes Del Pilar	1,192,703	7.14%
Sierrafertil Cía.Ltda.	861,073	5.15%
Delgado Simbaña Hugo Marcelo	817,405	4.89%
Boada Martínez Jorge Alfredo	413,625	2.48%
Otros	13,424,190	80.34%
Total	16,708,995	100.00%

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Para la presente revisión se observó que los días de rotación de cuentas por cobrar se han reducido en -6 días con

respecto a su par anterior, esto debido a la reducción tanto de la cartera comercial por vencer como de la cartera vencida evidenció. Por otro lado, los días de cuentas por pagar a proveedores aumentaron en +5 días por el aumento de cuentas por pagar a proveedores y una disminución en el costo de venta, por la cancelación normal de estas obligaciones y una optimización de costos.

A la fecha de corte, la cuenta de efectivo y equivalentes cierra en US\$ 1,03 millones, tras mostrar una contracción interanual de -11,27% (US\$ -130,92 mil), diferencia que no es mayor a la de junio de 2023, sin embargo, es considerablemente superior a la de mayo del 2024, por el dinero recibido de las obligaciones emitidas a corto plazo, pero, un mayor nivel de cancelación de obligaciones financieras.

Por otra parte, sus activos biológicos contabilizan US\$ 2,98 millones, los cuales se componen por aves de corral (pollos) mantenidos para la crianza, reproducción, incubación y engorde. Adicional, a la fecha de corte, la cuenta de propiedad, planta y equipo totaliza US\$ 26,33 millones con una ligera contracción interanual de -3,58% (US\$ -978,57 mil), entre ellos terrenos, edificios, maquinaria y equipo.

Pasivos:

Incubandina S.A mantiene una estructura de capital sostenida en recursos de terceros, que le permite asegurar un óptimo funcionamiento del negocio con un acceso a 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.

Para la presente revisión, la empresa contabiliza pasivos por US\$ 28,88 millones, tras presentar una disminución de -11,16% (US\$ -3,63 millones). Esta variación se relaciona principalmente a la contracción del pasivo no corriente, que disminuyó en -16,29% (US\$ -2,88 millones) en el último año, por otro lado, se puede observar una tendencia similar en el pasivo corriente, que experimentó una reducción de -5,04% (US\$ -747,07 mil). Históricamente, el crecimiento promedio de los pasivos durante el período 2019 – 2023 fue de +8,39%.

Profundizando en del pasivo corriente, existió una importante contracción interanual de las cuentas por pagar con relacionadas (-54,53%; US\$ -137,91 mil) y de las obligaciones financieras a corto plazo (-17,39%; US\$ -1,55 millones); en contraparte, se observa aumento de las obligaciones emitidas a corto plazo (+100,00%; US\$ +558,76 mil) debido a la estructura que mantiene la Quinta Emisión de Obligación en la que su periodo de gracia está por culminar. Por otra parte, en el pasivo no corriente se observaron variaciones significativas en las obligaciones financieras a largo plazo, con una contracción de -28,47% (equivalente a US\$ -3,08 millones). Por otra parte, las obligaciones emitidas a largo plazo experimentaron un incremento de +14,44% (US\$ +454,42 mil), debido a la colocación del instrumento negociado en el Mercado de Valores.

Referente a la deuda financiera de Incubandina S.A. a junio de 2024, contabiliza un monto de US\$ 19,28 millones, exhibiendo un decrecimiento de -15,66% (US\$ -3,58 millones) frente a su periodo similar del año anterior. La empresa mantiene obligaciones con 6 bancos nacionales, 3 bancos internacionales, mientras que el 21,67% corresponde a la deuda con el Mercado de Valores, con tasas que oscilan entre 7,00% y 9,82%. Es importante considerar que Incubandina S.A. mantiene líneas abiertas con dichas instituciones, en el caso extraordinario que podría hacer uso de éstas.

Detalle de la deuda a jun-24 (US\$)				
Tipo	Corto Plazo	Largo Plazo	Total	% participación
Pichincha	2,650,787.07	182,743.31	2,833,530.38	14.97%
Produbanco	153,433.61	-	153,433.61	0.81%
Guayaquil	1,657,871.90	2,469,088.84	4,126,960.74	21.80%
Bolivariano	634,772.68	1,506,060.76	2,140,833.44	11.31%
Pacífico	340,577.51	1,049,449.05	1,390,026.56	7.34%
Austro	407,434.13	2,090,673.80	2,498,107.93	13.20%
Dinersclub	18,049.95	-	18,049.95	0.10%
Banco Anthem Bank & Trust	667,647.96	-	667,647.96	3.53%
Bbp Bank Panama	146,428.57	430,357.15	576,785.72	3.05%
Austrobank Panama	420,000.00	-	420,000.00	2.22%
BVQ - Quinta Emision Obligaciones	500,036.60	3,602,415.66	4,102,452.26	21.67%
Total	7,597,039.98	11,330,788.57	18,927,828.55	100.00%

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

A junio de 2024, las cuentas por pagar comerciales alcanzaron un monto total de US\$ 5,27 millones, distribuidas entre la parte corrientes (US\$ 4,65 millones), la cual se crece anualmente en +3,63% (US\$ +162,91 mil) y la parte no corriente (US\$ 620,16 mil), la cual disminuyó en -25,72% (US\$ -214,69 mil) respecto a su similar anterior.

Con relación a sus proveedores, el más importante es Bunge North America INC., del exterior, que conforma el 12,97% de sus costos totales, los otros proveedores mantienen una participación individual inferior al 8%.

Principales Proveedores (junio 2024)		
Proveedor	Total	%
Afaba	1,057,606	7.45%
Seaboard Overseas Limited	1,027,591	7.24%
Vitelgran Cia. Ltda.	957,916	6.74%
Sancamilo S A Comercializadora	671,722	4.73%
Otros	10,487,935	73.84%
Total	14,202,770	100.00%

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

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

Saporte Patrimonial:

Su estructura patrimonial refleja en promedio un crecimiento durante los últimos 5 años (2019 – 2023) de +3,93%, cerrando a la fecha de corte en US\$ 11,02 millones. Se puede observar una tendencia creciente desde 2019 a 2021; sin embargo, para 2022 la tendencia cambia al experimentar una reducción de -4,66% debido a un deterioro en los resultados acumulados producto de una caída en la utilidad neta de ese año. A la fecha de corte, se presenta una variación interanual de +8,39% (US\$ +835,09 mil) donde destaca el aumento de resultados acumulados en +37,69% (US\$ +636,66 mil) pasando de US\$ 1,69 millones en junio de 2023 a US\$ 2,33 millones en junio 2024 y el dinamismo de otros resultados integrales en +5,63% (US\$ +193,87 mil). Analizando la composición del patrimonio, otros resultados integrales integran la mayor porción (33,00%), seguido por aporte futuras capitalizaciones (27,09%), resultados acumulados (21,11%), capital pagado (18,29%) y el 0,51% restante por reservas legales y facultativa.

Para la presente revisión, la empresa cuenta con 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, U\$ 2,99 millones se encuentra dentro de la cuenta aporte para futuras capitalizaciones; dando como resultado a un capital pagado de US\$ 2,02 millones, lo que corrobora el alto nivel de compromiso y apoyo de los accionistas hacia la empresa con el fin de fortalecer su posición de solvencia. De igual manera, para impulsar su fortalecimiento patrimonial no se reparte los dividendos como parte de las políticas internas adoptadas por la empresa.

Desempeño Operativo:

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

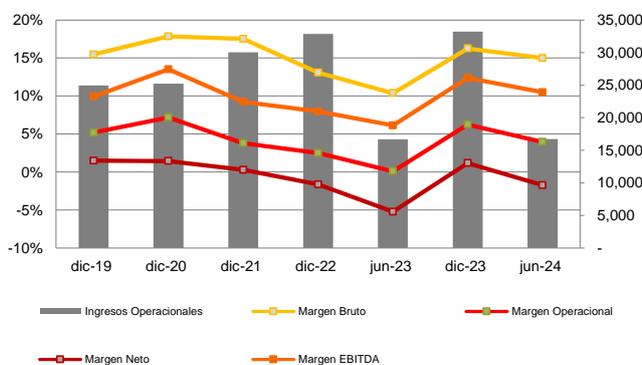
Su mayor contribución a la industria avícola es la producción de pollitas bb y pollonas, siendo líderes en el segmento de pollitas bb dada

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

Adicional, la empresa ha implementado mejoras tecnológicas y de capacidad instalada en las plantas de producción de balanceado, se ha automatizado los galpones con lo cual obtendrán un alimento con mayor carga proteínica que favorecería la producción de las líneas de pollo en pie y faenado, obteniendo así una mejora en la eficiencia productiva que se reflejaría en la disminución de los costos en cada uno de estos productos. Por su parte, hace ya un tiempo cuenta con una nueva planta de faenamiento, 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.

Los ingresos de Incubandina S.A. presentan una tendencia histórica (2019 – 2023) creciente (+7,87%), donde se puede observar un crecimiento en ventas pronunciado al cierre de 2021 en el cual se expandieron en +19,11% (US\$

Ingresos y Márgenes



Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

+4,82 millones). A junio del 2024, se observa un aumento interanual de sus ventas en +0,10% (US\$ +16,01 mil) derivado del aumento en el nivel de ventas de las pollitas bb y pollo faenado.

La empresa posee un diversificado portafolio de productos en varias líneas de negocios esto con el objetivo de no depender de una sola línea y con ello aumentar su participación en el mercado. Para la presente revisión, las principales líneas de ventas se encuentran en: pollo faenado (51,15%), pollita bb (27,45%), pollita levantada (11,62%), huevo comercial (5,43%), los productos restantes mantienen un nivel de participación mínimo. Es importante tomar en cuenta que se maneja un sistema de preventa, es decir se comienza el proceso de reposición y de incubación una vez que se ha confirmado el pedido del vendedor.

Estructura de Ingresos					
Línea de Productos	jun-23		jun-24		Var %
	Valor	Participación	Valor	Participación	
Pollita bb	995,672	31.32%	691,123	27.45%	-30.59%
Pollito bb	54,282	1.71%	48,727	1.94%	-10.23%
Pollo faenado	1,573,461	49.49%	1,287,877	51.15%	-18.15%
Huevo comercial	173,284	5.45%	136,670	5.43%	-21.13%
Pollita Levantada	193,330	6.08%	292,584	11.62%	51.34%
Balanceado	135,707	4.27%	0	0.00%	-100.00%
Pollo en pie	887	0.03%	3,938	0.16%	344.25%
Genérica	51,946	1.63%	55,823	2.22%	7.46%
Compostaje	604	0.02%	1,295	0.05%	114.37%
Total Ingresos	3,179,171	100.00%	2,518,036	100.00%	-20.80%

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

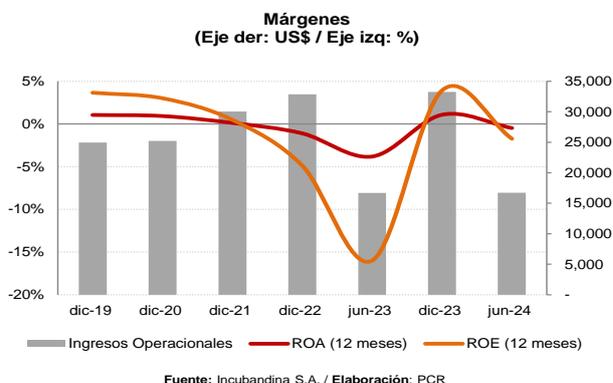
El margen de costos refleja una tendencia fluctuante los últimos 5 años entre subidas y bajadas, mostrando un indicador promedio de 83,19% en los últimos 5 años. La variación de este margen se relaciona con el precio de materias primas (maíz y trigo) y personal técnico especializado para mejorar la calidad del producto y la eficiencia de la cadena de valor. Cabe indicar que la empresa posee un sistema ERP SAP software que le permite mantener un mayor control sobre sus costos, gastos y producción. Para la fecha de corte, se observa una contracción del margen de costos en -4,63 p. p., ubicándose en 85,00% siendo superior al nivel promedio de los últimos 5 años (83,19%; 2019-2023).

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

La empresa ha mostrado tener estacionalidad en sus ventas, siendo los primeros seis meses del año los más bajos, por lo que es natural que la empresa cierre con pérdida hasta el mes de junio. Para la presente revisión (junio 2024), el resultado neto fue negativo por un monto de US\$ -191 mil, siendo una pérdida inferior a la registrada en junio del 2023 (US\$ -1,63 millones), debido al aumento en las ventas, mejora de su margen de costos y optimización de gastos en general.

Respecto a su rentabilidad, tanto el ROE como el ROA han mantenido una tendencia decreciente desde 2018 hasta 2022 y una recuperación en 2023 debido a la reducción de la utilidad, mostrando un promedio a lo largo de los últimos 5 años de 1,50% en el caso del ROA y un promedio de 4,88% en el caso del ROE.

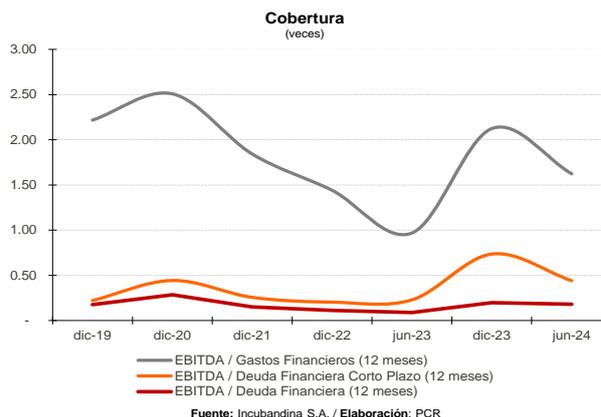
Adicional, para la fecha de análisis, dichos indicadores mejoraron de manera interanual (+3,33 p.p.; ROA, +14,27 p.p.; ROE), comportamiento que viene de la mano del dinamismo que han experimentado las ventas y la eficiencia en el manejo de gastos.



Cobertura con EBITDA:

Para la presente revisión, se puede observar una variación positiva de su flujo EBITDA acumulado de +71,66%, producida por una contracción de los costos, por el dinamismo positivo de los ingresos, y el aumento del gasto de depreciación, lo que provocó una recuperación importante en su resultado de operación de +4193,56% (US\$ +647,23 mil).

En este sentido, se denota que la empresa puede presentar ciertos problemas para generar flujos propios de su operación y poder cubrir sus gastos financieros a la fecha de corte, sin embargo, es necesario recalcar que el mes de revisión corresponde a uno de los más bajos en el orden de ventas estacionarias que maneja la empresa. A junio del 2024, la cobertura EBITDA anualizado frente a sus gastos financieros anualizados se ubicó 1,62 veces, cifra que crece interanualmente en +0,36 veces y refleja un promedio anual histórico (2019-2023) de 2,07 veces. Con relación a la cobertura de la deuda financiera total, el promedio de los últimos 5 años alcanza un valor de 0,18 veces. En este punto, se destaca que no existe un elevado nivel de presión sobre los flujos que genera la empresa ya que la deuda financiera se encuentra concentrada en el largo plazo (58,76% de la deuda financiera total), lo cual permite una adecuada planificación para el cumplimiento de sus obligaciones.



Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

Endeudamiento:

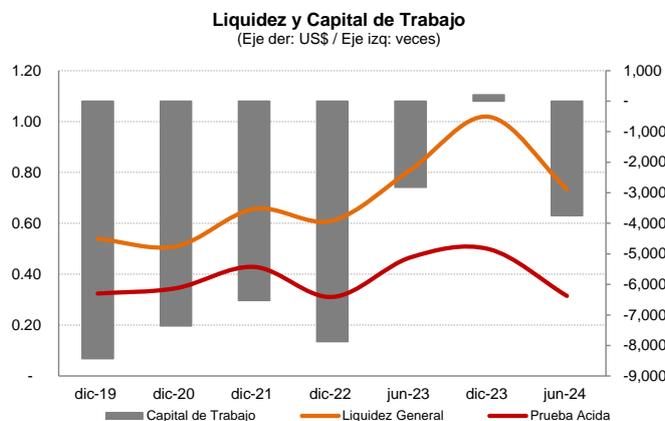
Históricamente, Incubandina S.A. ha concentrado su endeudamiento con terceros dado por la necesidad de financiamiento para capital de trabajo indispensable para continuar con la operación habitual del negocio, y las continuas inversiones en propiedad, planta y equipo. En este sentido, para la presente revisión se observa un indicador de endeudamiento del pasivo total de 2,62 veces frente al patrimonio, ratio inferior al promedio de los últimos 5 años (2,65 veces).

Con respecto a la deuda financiera de Incubandina S.A., se registra la cifra de US\$ 19,28 millones a la presente revisión, con un decrecimiento interanual de -15,66% (US\$ -3,58 millones), comportamiento relacionado principalmente a la amortización normal de su deuda a largo plazo (-18,49%; US\$ -2,62 millones), específicamente de su endeudamiento con instituciones financieras no corriente (-28,47%; US\$ -3,08 millones). Se destaca que el 58,76% de la deuda financiera se concentra en el largo plazo y el restante 41,24% se concentra en el corto plazo. Las necesidades de financiamiento de la empresa responden a la adquisición de capital de trabajo, pero también a proyectos de inversión de los últimos años, específicamente construcción de galpones, adquisición de maquinaria de incubación y adecuaciones en sus jaulas automáticas.

Para la presente revisión, la empresa muestra una adecuada capacidad de cancelar sus obligaciones financieras con la generación de sus flujos EBITDA en alrededor de 5,50 años, siendo este inferior a su similar del año anterior (11,19 años) y al promedio de los últimos 5 años (5,73 años). De este modo, se puede observar una evidente mejora interanual en cuanto a la estructura de su nivel de endeudamiento referente a la distribución de la misma y a la capacidad de cumplir con sus compromisos financieros.

Liquidez y Flujo de Efectivo:

Durante el periodo de estudio (2019-2023), el emisor ha mantenido niveles de liquidez inferiores a 1, por motivos del giro de negocio debido a que los activos biológicos (aves de postura) conforman el mayor activo productivo y se los registra en los activos no corrientes, del mismo modo, su propiedad, planta y equipo conforman la cuenta más representativa del total de activos. Para la fecha de corte, la liquidez se situó en 0,73 veces, siendo muy similar a su promedio histórico anual (2019-2023), pero ligeramente inferior a la registrada en junio de 2023 (0,81 veces). Por otro lado, mantiene un capital de trabajo negativo de US\$ -3,75 millones, esto debido a la reducción tanto de activo como de pasivo corriente, donde este último es considerablemente mayor al activo corriente.



En cuanto a la calidad de sus activos líquidos, cabe mencionar que la cartera más deteriorada con vencimiento mayor a un año se encuentra provisionada en su totalidad.

De este modo, para finales de junio del 2024 la empresa exhibe un indicador de liquidez (0,73) cercano al promedio histórico (0,69 veces), siendo este inferior al registrado en junio de 2023 (0,81 veces) en -0,08 veces. La disminución interanual observada en el indicador de liquidez se relaciona a la leve disminución del pasivo corriente frente a la importante reducción de activo corriente.

Con relación al Flujo de Efectivo, en los movimientos provenientes de sus actividades de operación, se presenta un valor positivo (US\$ 2,64 millones), valor que proviene principalmente del efectivo que se recibe por parte de los clientes después de los pagos a proveedores, gastos financieros y otros gastos. El flujo de inversión es negativo (US\$ -395 mil) por la compra de propiedad, planta y equipo. El flujo de financiamiento exhibe un valor negativo de US\$ -1,86 millones explicado por el pago de sus obligaciones a instituciones financieras. En base a estos movimientos y con el saldo inicial de caja que mantenía la Empresa, se observa un saldo final a junio de 2024 de US\$ 1,03 millones.

Situación de la emisión:

Con fecha 24 de julio de 2024, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionistas de Incubadora Andina INCUBANDINA S.A. donde fue autorizada la emisión del Segundo Programa de Papel Comercial. El programa fue autorizado por un monto total de hasta US\$ 6.000.000 comprendida en una sola clase.

Instrumento Calificado

Segunda Emisión de Papel Comercial a Corto Plazo

Características de la Segunda Emisión de Papel Comercial de Incubandina S.A.					
Emisor:	INCUBADORA ANDINA INCUBANDINA S.A.				
Monto de Emisión:	Hasta US\$ 6.000.000,00				
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América.				
Agente Colocador:	PLUSVALORES Casa de Valores S.A.				
Estructurador Financiero:	PLUSVALORES Casa de Valores S.A.				
Agente Pagador:	Depósito centralizado de compensación y liquidación de valores DECEVALE S.A.				
Representante de Obligacionistas:	AVALCONSULTING CIA. LTDA.				
Características:	Clase	Monto (US\$)	Plazo (días)	Tasa de interés	Amortización
	A	6.000.000	Hasta 720 días	Cupón cero	Al vencimiento
Rescates Anticipados:	El presente Programa de Papel Comercial no considera rescates anticipados ni sorteos para su redención anticipada.				
Contrato Underwriting:	El Programa de Papel Comercial no contempla un Contrato <i>Underwriting</i> .				
Sistema de colocación:	La colocación del presente Programa de Papel Comercial se realizará en el mercado bursátil tanto para el mercado primario como para el mercado secundario.				
Destino de los Recursos:	Los recursos provenientes del presente programa se destinarán a los siguientes fines: CAPITAL DE TRABAJO: 1) Compra de Materia Prima el 66,67% de la emisión, es decir por USD CUATRO MILLONES DE DOLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMERICA (4.000.000,00) y 2) Reprogramación de pasivos financiero y con proveedores: por el 33,33% de la emisión, es decir por USD DOS MILLONES DE DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA (USD\$ 2.000.000,00)				
Garantía:	Garantía General según lo estipulado en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.				
Resguardos de la Emisión:	<p>De conformidad con lo establecido en el artículo 3 de la Sección I, Capítulo IV, Título II de Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, los resguardos a los que se somete el Emisor a través de sus Representantes Legales, según sus estatutos son:</p> <ul style="list-style-type: none"> Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que ser liquidados o convertidos en efectivo. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Mantener durante la vigencia del programa de la relación de los activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a uno punto veinte y cinco (1,25). 				
Límite de endeudamiento	El Emisor queda obligado a limitar su endeudamiento por el monto para emisiones amparadas con garantía general; estableciendo para el efecto que la relación del Pasivo Total sobre el Activo Total, no será mayor a 0.85 en el promedio semestral de enero a junio y de julio a diciembre, mientras se mantenga en vigencia el programa de papel comercial.				

Fuente: Circular de Oferta Pública. / Elaboración: PCR

Destino de los recursos

Los recursos se destinarán a los siguientes fines: CAPITAL DE TRABAJO: 1) Compra de Materia Prima el 66,67% de la emisión, es decir por USD CUATRO MILLONES DE DOLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMERICA (4.000.000,00) y 2) Reprogramación de pasivos financiero y con proveedores: por el 33,33% de la emisión, es decir por USD DOS MILLONES DE DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA (USD\$ 2.000.000,00)

Resguardos de ley

De conformidad con lo establecido en el artículo 3 de la Sección I, Capítulo IV, Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, los resguardos a los que se somete el Emisor a través de sus Representantes Legales, según sus estatutos son:

- Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que ser liquidados o convertidos en efectivo.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener durante la vigencia del Programa de Papel Comercial la relación de los activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a uno punto veinte y cinco (1,25).

Límite de endeudamiento

El Emisor queda obligado a limitar su endeudamiento por el monto para emisiones amparadas con garantía general; estableciendo para el efecto que la relación del Pasivo Total sobre el Activo Total, no será mayor a 0.85 en el promedio semestral de enero a junio y de julio a diciembre, mientras se mantenga en vigencia el Programa de Papel Comercial.

Proyecciones del Programa de Papel Comercial

Estado de resultados

A continuación, se muestran las proyecciones del Estado de Resultados de Incubandina S.A. que corresponden al período 2024 – 2026. PCR tomó las últimas proyecciones realizadas por el estructurador financiero, que constan en la Circular de Oferta Pública del Segundo Programa de Corto Plazo Papel Comercial.

De manera general, se proyecta que los ingresos de la empresa mantengan un nivel de crecimiento promedio de +1,44% (analizando los porcentajes de crecimiento por cada producto y sector de venta de este) en cada año, de 2024 a 2026. Para el año 2024 se espera un crecimiento en el nivel de ventas de +1,73%, comportamiento que se justifica en el crecimiento de la línea de pollo de carne y pavos faenados, líneas en las cuales se ha efectuado inversiones importantes en temas de modernización, ampliación de plantas de faenamiento e implementación de puntos de distribución y comercialización, adicionalmente, es importante mencionar que para el corte analizado, los ingresos que se han alcanzado rondan el 45% aún con el comportamiento estacionario de ventas que maneja el emisor, afianzando la acidez de las proyecciones. Cabe mencionar que la compañía está migrando su estrategia de la comercialización de huevos comerciales, por ser una línea menos rentable, a la de aves faenadas (pollo de carne y pavos) que pueden ayudar a mantener mejores niveles de rentabilidad.

Por el lado del costo, se prevé niveles constantes en la mayor parte de periodos, con variaciones que oscilan máximo hasta un -3% de 2024 hasta 2028. Por su parte, se espera un crecimiento estable en lo referente a los gastos operativos y financieros, con un promedio de +3,00%, no obstante, PCR considera que en los gastos financieros se debería considerar un crecimiento mayor al menos hasta el siguiente año por las obligaciones generadas con el presente programa de papel comercial y el endeudamiento normal de la empresa con el mercado financiero. Es importante mencionar que dentro de las proyecciones no se consideran las de otros ingresos, siendo estos, parte recurrente del negocio y conformando un valor medianamente representativo. En este sentido, se observa una proyección promedio de crecimiento de la utilidad neta de la empresa de +99,66% entre 2024 y 2028, que, acorde a lo antes mencionado, tiene una tendencia sobrevalorada, pero se presenta por no considerar otros ingresos adicionales que percibe el emisor.

	(*) TOTAL 2023	(*) jun-24	(**) sep-24	(**) dic-24	(**) TOTAL 2024	(**) mar-25	(**) jun-25	(**) sep-25	(**) dic-25	(**) TOTAL 2025	(**) mar-26	(**) jun-26	(**) sep-26	(**) dic-26	(**) TOTAL 2026
VENTAS NETAS	36,472,926	16,708,995	10,197,812	10,197,812	37,104,619	9,375,372	9,375,372	9,375,372	9,375,372	37,501,487	9,550,807	9,550,807	9,550,807	9,550,807	38,203,226
INGRESOS POR ACTIVIDADES ORDINARIAS	36,472,926	16,708,995	10,197,812	10,197,812	37,104,619	9,375,372	9,375,372	9,375,372	9,375,372	37,501,487	9,550,807	9,550,807	9,550,807	9,550,807	38,203,226
OTROS INGRESOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
COSTO DE VENTAS	30,706,085	14,202,770	8,137,551	8,137,551	30,477,872	7,685,849	7,685,849	7,685,849	7,685,849	30,743,396	7,814,601	7,814,601	7,814,601	7,814,601	31,258,406
UTILIDAD BRUTA	5,766,841	2,506,225	2,060,261	2,060,261	6,626,747	1,689,523	1,689,523	1,689,523	1,689,523	6,758,092	1,736,205	1,736,205	1,736,205	1,736,205	6,944,820
GASTOS DE ADMINISTRACION Y VENTAS PARTICIPACION A TRABAJADORES (15%)	3,913,031	1,843,557	1,093,432	1,093,432	4,030,422	1,037,834	1,037,834	1,037,834	1,037,834	4,151,335	1,068,969	1,068,969	1,068,969	1,068,969	4,275,875
GASTOS OPERATIVOS	3,984,727	1,843,557	1,093,432	1,093,432	4,176,640	1,037,834	1,037,834	1,037,834	1,037,834	4,418,826	1,068,969	1,068,969	1,068,969	1,068,969	4,525,831
UTILIDAD OPERACIONAL	1,782,115	662,668	966,828	966,828	2,450,106	651,689	651,689	651,689	651,689	2,339,266	667,236	667,236	667,236	667,236	2,418,989
GASTOS FINANCIEROS	2,123,026	1,079,812	421,731	247,788	1,749,331	170,942	321,588	131,164	199,788	823,481	117,633	300,371	235,127	349,440	1,002,571
OTROS INGRESOS, GASTOS NETO	747,188	127,795	-	-	127,795	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	406,276	-289,350	545,098	719,040	828,570	480,748	330,101	520,525	451,902	1,515,784	549,604	366,865	432,110	317,796	1,416,419
IMPUESTO A LA RENTA	180,645	-	-	-	207,143	-	-	-	-	378,946	-	-	-	-	354,105
OTROS RESULTADOS INTEGRALES	193,869	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD (PÉRDIDA DEL EJERCICIO)	419,500	-289,350	545,098	719,040	621,428	480,748	330,101	520,525	451,902	1,136,838	549,604	366,865	432,110	317,796	1,062,314
RESERVA LEGAL	-	-	-	-	62,143	-	-	-	-	113,684	-	-	-	-	106,231
UTILIDAD AL BALANCE	225,631	-289,350	545,098	719,040	559,285	480,748	330,101	520,525	451,902	1,023,154	549,604	366,865	432,110	317,796	956,083

Fuente / Elaboración: Prospecto de oferta pública

Flujo de efectivo

A continuación, se presentan las proyecciones del flujo de efectivo del emisor para el periodo comprendido entre el año 2024 y el año 2026. El destino de los recursos del Segundo Programa de Papel Comercial de Corto Plazo es para capital de trabajo y reprogramación de pasivo.

Dentro de las actividades operativas, para el último semestre del año, se observa un flujo positivo, pues el mayor nivel de venta se genera en este periodo. Posteriormente, en el año 2025, se observa una de las mayores entradas y salidas de efectivo dentro del primer trimestre, donde se genera la mayor bonanza por cobros a clientes, pero a su vez, se presentan egresos por impuestos a las utilidades y la cancelación normal a proveedores e intereses pagados. Alineado al comportamiento de pagos semestral por parte de los clientes, se observa otra gran cantidad de ingresos de efectivo a diciembre de 2025, y un menor desembolso a los proveedores, generando así, el mayor flujo durante el 2025. Seguidamente, en el año 2026 se observa un flujo operativo negativo en el primer trimestre, por compensación de los menores rubros a proveedores cancelados en diciembre del 2024; y, por los impuestos a los resultados. Como respuesta a esta tendencia y para soportar los siguientes periodos, el emisor planifica un préstamo bancario en el primer trimestre. En los últimos periodos del 2026, se observan flujos de efectivo positivos, pero en niveles bajos, pues Incubandina planifica una considerable cancelación de obligaciones con sus proveedores.

Referente al flujo de inversión, se observa a finales del 2024 la distribución del primer US\$ 1,00 millón del presente programa de papel comercial, destinado a capital de trabajo y reprogramación de deuda. En el 2025, se proyecta el uso de US\$ 2,00 millones de colocación del papel comercial analizado y US\$ 1,00 millón en el segundo trimestre, respetando la distribución de 67% para capital de trabajo y 33% para reprogramación de deuda.

Por último, en el flujo de financiamiento, se proyecta al término del 2024 el pago de préstamos bancarios y la emisión vigente, contrarrestado con los primeros fondos recibidos por el II Papel Comercial, de este modo, se produce un flujo negativo que es compensado con los altos niveles de efectivo reservados en septiembre de 2024. Para el año 2025, los fondos a recibirse por la presente emisión de papel comercial juegan un papel importante, donde en el primer trimestre permiten la inversión de US\$ 2,00 millones ya mencionada, y al segundo trimestre, permiten dar cobertura a los pagos de préstamos bancarios y a la emisión de obligaciones vigente. Para la segunda mitad del 2025, se prevé recibir US\$ 2,00 millones por la emisión de papel comercial, fondos que permiten compensar el pago de la emisión vigente y de préstamos bancarios, cuyos valores se presentarían de manera importante desde septiembre del 2025. Finalmente, en el año 2026 se planifica cancelar las obligaciones de los instrumentos vigentes, tanto de Emisión de Obligaciones como de Papel Comercial, con dos préstamos bancarios adquiridos en el primer y tercer trimestre, permitiendo generar un flujo considerable durante todo el año, y manteniendo una tendencia conservadora con el fin de cancelar las obligaciones bancarias durante los siguientes años.

Adicional a esto, se hace hincapié en que las proyecciones de los ingresos por ventas manejan un nivel muy conservador, pues apenas muestran un crecimiento promedio de 1,44%, cuando para el año actual ya se puede observar un mejor comportamiento a la fecha aún cuando el periodo no corresponde a uno de los más fuertes por sus ventas estacionarias.

	(**) sep-24	(**) dic-24	(**) mar-25	(**) jun-25	(**) sep-25	(**) dic-25	(**) mar-26	(**) jun-26	(**) sep-26	(**) dic-26
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN										
Recibido de clientes	9,687,921	9,807,921	10,197,812	9,375,372	9,375,372	9,375,372	9,375,372	9,550,807	9,550,807	9,550,807
Pagos a proveedores y a empleados	8,579,979	7,913,279	7,841,985	8,056,983	8,523,683	7,290,283	8,754,818	8,733,570	8,883,570	8,883,570
Intereses pagados	421,731	247,788	170,942	321,588	131,164	199,788	199,563	481,413	442,762	615,701
Otros ingresos (gastos), neto	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Participación Trabajadores	-	-	146,218	-	-	-	267,491	-	-	-
Impuesto a la Renta corriente	-	-	207,143	-	-	-	378,946	-	-	-
Flujo de efectivo utilizado en actividades de operación	686,211	1,646,854	1,831,525	996,801	720,525	1,885,302	225,446	335,823	224,474	51,536
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN										
Adquisición de propiedad, planta y equipo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capital de Trabajo	-	666,700	1,333,400	666,700	-	-	-	-	-	-
Reprogramación de pasivos	-	333,300	666,600	333,300	-	666,600	-	-	-	-
Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión	-	1,000,000	2,000,000	1,000,000	-	2,000,000	-	-	-	-
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO										
Préstamos Financieros	-	1,520,821	281,075	729,447	955,130	375,171	5,217,749	1,164,168	3,463,815	1,211,737
Pagos emisiones vigentes	-	500,037	-	1,100,037	-	418,037	-	671,037	-	211,037
Capital III Emisión Papel Comercial - Ingresos	-	1,000,000	2,000,000	1,000,000	-	2,000,000	-	-	-	-
Capital III Emisión Papel Comercial - Pagos	-	-	-	-	-	1,000,000	2,000,000	1,000,000	-	2,000,000
Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiamiento	-	1,333,828	1,020,858	1,718,925	829,484	206,792	3,217,749	2,835,205	3,463,815	3,422,774
EFFECTIVO Y EQUIVALENTES DE EFFECTIVO										
Incremento (disminución) neto en efectivo y equivalentes de efectivo	647,617	374,004	1,550,450	832,682	234,605	92,094	2,992,303	2,499,381	3,688,290	3,371,238
Saldos al comienzo del año	1,031,056	383,439	9,435	1,559,885	727,202	492,598	584,691	3,576,994	1,077,613	4,765,902
SALDOS AL FIN DEL AÑO	383,439	9,435	1,559,885	727,202	492,598	584,691	3,576,994	1,077,613	4,765,902	1,394,664

Fuente / Elaboración: Prospecto de oferta pública

Garantía General

PCR ha recibido por parte del emisor el certificado de activos libres de gravamen con corte al 30 de junio de 2024. Así pues, el monto máximo a emitir que maneja la empresa es de US\$ 15,81 millones.

Activos Libres de Gravamen a junio de 2024 (US\$)	
Detalle	Monto
Total Activos	39,893,172
(-) Activos Diferidos o Impuestos Diferidos	259,593
(-) Activos Gravados (*)	18,394,744
(-) Activos en Litigio	-
(-) Impugnaciones Tributarias	-
(-) Monto no redimido de Emisiones en Circulación	4,192,078
(-) Monto no redimido de Titularización de Flujos en Circulación	-
(-) Derechos Fiduciarios en Fideicomiso en Garantía	-
(-) Documentos por cobrar provenientes de la negociación de Derechos Fiduciarios	-
(-) Saldo de valores no redimido de REVNI	-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y que sean vinculadas con el emisor	-
(=) Activos Libres de Gravamen	17,046,757
80% Activos Libres de Gravámenes	13,637,405
Monto a Emitir	6,000,000
Monto a Emitir / Saldo después de deducciones	35.20%
Monto a Emitir / Monto Máximo a Emitir	44.00%

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. Del mismo modo, Incubandina se encuentra al día en sus obligaciones tanto con el Servicio de Rentas Internas, como en sus Obligaciones Patronales.

Adicional, la Calificadora ha revisado que, al 30 de junio de 2024, los valores que mantiene Incubandina S.A. en el mercado de valores, se encuentran bajo el 200% de su patrimonio, según lo estipulado en la normativa.

Monto Máximo de Valores en Circulación (US\$) – Al 30 de junio de 2024	
Detalle	Valor
Patrimonio	11,017,971.00
200% Patrimonio	22,035,942.00
Monto no redimido de obligaciones en circulación	4,192,078.00
Monto por colocar	6,000,000.00
Total Valores en Circulación y por Emitirse	10,192,078.00
Total Valores en Circulación y por Emitirse / Patrimonio (debe ser menor al 200%)	92.50%

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 1,57 veces a la fecha de corte.

Posición Relativa de la Garantía General				
Orden de Prelación de Pagos	Primera	Segunda	Tercera	Cuarta
Detalle	IESS, SRI, Empleados	Mercado de Valores	Bancos	Proveedores
Saldo Contable	688,611.41	10,192,078.00	15,090,871.00	5,720,765.72
Pasivo Acumulado	688,611.41	10,880,689.41	25,971,560.41	31,692,326.13
Fondos Líquidos (Caja y Bancos)				1,031,056.00
Activos Libres de Gravamen (sin considerar saldo emisiones en circulación)	17,046,756.65			
Cobertura Fondos Líquidos	1.50	0.09	0.04	0.03
Cobertura ALG	24.76	1.57	0.66	0.54

Fuente: Incubandina S.A / Elaboración: PCR

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

Los activos que respaldan el presente Programa de Papel Comercial son inventarios, activos biológicos y maquinaria y equipo, todos estos libres de gravamen, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- **Riesgos de eventos fuera de control:** Los inventarios de Incubandina S.A. podrían verse afectados por eventos imprevisibles como incendios, atentados, robo u otros similares, ante esto la empresa cuenta con pólizas de seguros debidamente contratadas para hacer frente a estos eventos fuera de control.
- **Riesgo de obsolescencia del inventario:** Si el inventario no se gestiona adecuadamente, podría experimentar bajas rotaciones y considerarse obsoleto en cierto momento. La empresa trabaja con estrictos controles de inventario para contrarrestar este riesgo.
- **Impacto en la capacidad de realización:** Condiciones inapropiadas para mantener las características de los productos en inventario podrían afectar su capacidad de realización, disminuyendo su valor y mermando la cobertura del instrumento en análisis.
- **Desabastecimiento de proveedores:** Un desabastecimiento de los proveedores podría afectar los inventarios y, en consecuencia, la producción de la empresa.
- **Riesgos para productos semielaborados pollo en pie:** Los productos semielaborados, al ser activos biológicos, podrían sufrir daños por factores externos como catástrofes naturales, robo, plagas o enfermedades, generando pérdidas económicas.
- **Liquidación de activos:** Los activos que respaldan el instrumento en análisis, presentan un grado bajo para ser liquidados y dependen del funcionamiento normal de la empresa y de su capacidad para gestionar la recuperación y cobranza de manera efectiva.
- **Riesgo de valor de mercado:** Los activos relacionados a maquinaria y equipo son sujetos a variaciones importantes en el mercado, sobre todo en este caso al conformar un 33% de la garantía total.

Metodología utilizada

- Manual de Calificación de Riesgo-PCR.

Información utilizada para la Calificación

Información financiera: Estados Financieros auditados de Incubandina S.A. para los períodos 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022. Los Balances Auditados para el año 2018, 2019 y 2020 fueron realizados por la firma BDO Ecuador S.A. y los del año 2021, 2022 y 2023 auditó la firma ABALT Auditores y Consultores Cía. Ltda, informes que se presentan con opinión limpia. Información interna de junio 2023 y 2024.

- Acta de la Junta de General Extraordinaria Universal de Accionistas celebrada el 24 de julio de 2024.
- Circular de Oferta Pública.
- Contrato del Segundo Programa de Papel Comercial.
- Declaración Juramentada de los Activos Libres de Gravamen
- Certificado de Activos Libres de Gravamen con corte al 30 de junio de 2024.
- Otros papeles de trabajo

Presencia Bursátil

Situación del Mercado de Valores:

El mercado de valores es un sistema donde se realizan todas las operaciones de inversión destinadas a financiar diversas actividades que generan rentabilidad. Esto se lleva a cabo mediante la emisión y negociación de valores, tanto a corto como a largo plazo, y a través de operaciones directas en las Bolsas de Valores. Las principales ventajas del mercado de valores incluyen su organización, eficiencia y transparencia, así como una intermediación competitiva

que fomenta el ahorro y lo convierte en inversión, generando un flujo constante de recursos para financiamiento a mediano y largo plazo, entre otras.

El año 2020 fue desafiante para el mercado bursátil ecuatoriano debido a la crisis sanitaria por COVID-19, que afectó la liquidez de la economía. Varias empresas se acogieron a una resolución de la Junta de Regulación Financiera para reprogramar el pago de cuotas de capital. Además, la intervención de varios participantes del mercado bursátil por investigaciones de la Fiscalía y la Superintendencia de Compañías impactó negativamente su imagen.

En Ecuador, se están adoptando las opciones de financiamiento e inversión que ofrece el mercado bursátil, lo que se refleja en los montos negociados en el mercado secundario, que en 2019 representaron un 12% y en 2020 un 13%, mientras que el resto se encuentra en el mercado primario. La competencia de las instituciones financieras es uno de los motivos de la evolución limitada de este mercado. En 2021, el monto negociado en el mercado bursátil nacional fue de US\$ 15,70 millones, equivalente al 14,8% del PIB ecuatoriano, con un dinamismo del 32,08% en comparación con el año anterior.

Para diciembre de 2022, el monto negociado descendió a US\$ 13,45 millones, representando un 11,8% del PIB y una variación de -14%. A finales de 2023, el monto negociado se contrajo en un 1%, totalizando US\$ 13,31 millones y representando el 11% del PIB.

En junio de 2024, el monto registrado fue de US\$ 8,22 millones, reflejando una participación del 6% del PIB. Al analizar el mercado por sector, los títulos emitidos por el sector privado representaron el 54,12%, mientras que los del sector público representaron el 45,88%³. En el segundo semestre de 2024, los principales sectores participantes en el mercado bursátil nacional han sido Actividades Financieras y de Seguros (53,85%), Administración Pública y Defensa (39,91%), Industrias Manufactureras (2,41%), Comercio al por Mayor y Menor (1,96%), y otros 12 sectores con una participación individual menor. De todas estas emisiones, el 54,84% corresponde a la Bolsa de Valores de Quito y el 45,16% a la Bolsa de Guayaquil.

Tras los crecimientos presentados en los últimos años, el 2023 el Mercado de Valores presentó una contracción y las expectativas para el 2024 son similares, los principales factores son la percepción del riesgo país que han implicado en las restricciones de las inversiones, esto sumado a la demora en el pago de vencimiento de algunos emisores, creando incertidumbre en el mercado. La mayor percepción de riesgo también ha ocasionado que los inversionistas migren hacia el corto plazo ocasionando la limitación de inversionistas.

Indicador de Presencia Bursátil

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

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

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

A junio de 2024, Incubandina S.A. mantiene vigente en el mercado de valores una emisión de obligaciones, la cual mantiene un saldo de capital por pagar de US\$ 4,03 millones.

Presencia Bursátil (US\$)					
Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Monto Colocado	Saldo de capital a junio 2024	Calificaciones
Quinta Emisión de Obligaciones	SCVS-IRQ-DRMV-2022-00003102 (21 de marzo de 2023)	6.000.000	5.760.000	4.025.587	AA PCR (julio 2024)
Total		6.000.000	4.708.000	4.025.587	

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

Hechos de Importancia

- No se registran hechos de importancia.

Relación con Empresas Vinculadas

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

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

³ Cifras tomadas a junio de 2024 de la Bolsa de Valores de Quito, *Boletines Mensuales y Boletín Informativo*.

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

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

Cartera Relacionada (US\$ miles)	jun-23	jun-24	Participación en el activo
Detalle	jun-23	jun-24	Participación en el activo
Cuentas por Cobrar Relacionadas	87,836	58,549	0.15%
Corto Plazo	87,836	58,549	0.15%
Largo Plazo	-	-	0.00%
Detalle	jun-23	jun-24	Participación en el pasivo
Cuentas por Pagar Relacionadas	391,575	263,446	0.91%
Corto Plazo	252,908	115,000	0.40%
Largo Plazo	138,667	148,446	0.51%

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

Como se puede observar en el cuadro anterior, las cuentas por cobrar con empresas relacionadas no representan una importante porción del activo total, en este sentido, un incumplimiento del compromiso de alguna de sus partes relacionadas no implica un riesgo para el Emisor.

Anexos

Proyecciones Estado de Resultados y Flujo de efectivo

	(*) TOTAL 2023	(*) jun-24	(**) sep-24	(**) dic-24	(**) TOTAL 2024	(**) mar-25	(**) jun-25	(**) sep-25	(**) dic-25	(**) TOTAL 2025	(**) mar-26	(**) jun-26	(**) sep-26	(**) dic-26	(**) TOTAL 2026
VENTAS NETAS	36,472,926	16,708,995	10,197,812	10,197,812	37,104,619	9,375,372	9,375,372	9,375,372	9,375,372	37,501,487	9,550,807	9,550,807	9,550,807	9,550,807	38,203,226
INGRESOS POR ACTIVIDADES ORDINARIAS	36,472,926	16,708,995	10,197,812	10,197,812	37,104,619	9,375,372	9,375,372	9,375,372	9,375,372	37,501,487	9,550,807	9,550,807	9,550,807	9,550,807	38,203,226
OTROS INGRESOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
COSTO DE VENTAS	30,706,085	14,202,770	8,137,551	8,137,551	30,477,872	7,685,849	7,685,849	7,685,849	7,685,849	30,743,396	7,814,601	7,814,601	7,814,601	7,814,601	31,258,406
UTILIDAD BRUTA	5,766,841	2,506,225	2,060,261	2,060,261	6,626,747	1,689,523	1,689,523	1,689,523	1,689,523	6,758,092	1,736,205	1,736,205	1,736,205	1,736,205	6,944,820
GASTOS DE ADMINISTRACION Y VENTAS PARTICIPACION A TRABAJADORES (15%)	3,913,031	1,843,557	1,093,432	1,093,432	4,030,422	1,037,834	1,037,834	1,037,834	1,037,834	4,151,335	1,068,969	1,068,969	1,068,969	1,068,969	4,275,875
	71,696	-	-	-	146,218	-	-	-	-	267,491	-	-	-	-	249,956
GASTOS OPERATIVOS	3,984,727	1,843,557	1,093,432	1,093,432	4,176,640	1,037,834	1,037,834	1,037,834	1,037,834	4,418,826	1,068,969	1,068,969	1,068,969	1,068,969	4,525,831
UTILIDAD OPERACIONAL	1,782,115	662,668	966,828	966,828	2,450,106	651,689	651,689	651,689	651,689	2,339,266	667,236	667,236	667,236	667,236	2,418,989
GASTOS FINANCIEROS	2,123,026	1,079,812	421,731	247,788	1,749,331	170,942	321,588	131,164	199,788	823,481	117,633	300,371	235,127	349,440	1,002,571
OTROS INGRESOS, GASTOS NETO	747,188	127,795	-	-	127,795	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	406,276	-289,350	545,098	719,040	828,570	480,748	330,101	520,525	451,902	1,515,784	549,604	366,865	432,110	317,796	1,416,419
IMPUESTO A LA RENTA	180,645	-	-	-	207,143	-	-	-	-	378,946	-	-	-	-	354,105
OTROS RESULTADOS INTEGRALES	193,869	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
UTILIDAD (PÉRDIDA DEL EJERCICIO)	419,500	-289,350	545,098	719,040	621,428	480,748	330,101	520,525	451,902	1,136,838	549,604	366,865	432,110	317,796	1,062,314
RESERVA LEGAL	-	-	-	-	62,143	-	-	-	-	113,684	-	-	-	-	106,231
UTILIDAD AL BALANCE	225,631	-289,350	545,098	719,040	559,285	480,748	330,101	520,525	451,902	1,023,154	549,604	366,865	432,110	317,796	956,083

*Datos reales

**Datos proyectados

	(**) sep-24	(**) dic-24	(**) mar-25	(**) jun-25	(**) sep-25	(**) dic-25	(**) mar-26	(**) jun-26	(**) sep-26	(**) dic-26
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN										
Recibido de clientes	9,687,921	9,807,921	10,197,812	9,375,372	9,375,372	9,375,372	9,375,372	9,550,807	9,550,807	9,550,807
Pagos a proveedores y a empleados	8,579,979	7,913,279	7,841,985	8,056,983	8,523,683	7,290,283	8,754,818	8,733,570	8,883,570	8,883,570
Intereses pagados	421,731	247,788	170,942	321,588	131,164	199,788	199,563	481,413	442,762	615,701
Otros ingresos (gastos), neto	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Participación Trabajadores	-	-	146,218	-	-	-	267,491	-	-	-
Impuesto a la Renta corriente	-	-	207,143	-	-	-	378,946	-	-	-
Flujo de efectivo utilizado en actividades de operación	686,211	1,646,854	1,831,525	996,801	720,525	1,885,302	225,446	335,823	224,474	51,536
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSION										
Adquisición de propiedad, planta y equipo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capital de Trabajo	-	666,700	1,333,400	666,700	-	1,333,400	-	-	-	-
Reprogramación de pasivos	-	333,300	666,600	333,300	-	666,600	-	-	-	-
Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión	-	1,000,000	2,000,000	1,000,000	-	2,000,000	-	-	-	-
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO										
Préstamos Financieros	1,333,828	1,520,821	281,075	729,447	955,130	375,171	5,217,749	1,164,168	3,463,815	1,211,737
Pagos emisiones vigentes	-	500,037	-	1,100,037	-	418,037	-	671,037	-	211,037
Capital III Emisión Papel Comercial - Ingresos	-	1,000,000	2,000,000	1,000,000	-	2,000,000	-	-	-	-
Capital III Emisión Papel Comercial - Pagos	-	-	-	-	-	1,000,000	2,000,000	1,000,000	-	2,000,000
Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiamiento	1,333,828	1,020,858	1,718,925	829,484	955,130	206,792	3,217,749	2,835,205	3,463,815	3,422,774
EFFECTIVO Y EQUIVALENTES DE EFECTIVO										
Incremento (disminución) neto en efectivo y equivalentes de efectivo	647,617	374,004	1,550,450	832,682	234,605	92,094	2,992,303	2,499,381	3,688,290	3,371,238
Saldos al comienzo del año	1,031,056	383,439	9,435	1,559,885	727,202	492,598	584,691	3,576,994	1,077,613	4,765,902
SALDOS AL FIN DEL AÑO	383,439	9,435	1,559,885	727,202	492,598	584,691	3,576,994	1,077,613	4,765,902	1,394,664

*Datos reales

**Datos proyectados

Estado de Situación Financiera y Estado de Resultados Integrales (Miles US\$)							
INCUBANDINA S.A.							
Estados Financieros							
Miles de US\$							
	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23	dic-23	jun-24
Estado de Situación Financiera							
Efectivo y equivalentes de efectivo	29	240	2,725	218	1,162	261	1,031
Deudores Comerciales	4,994	4,313	4,252	4,635	3,822	3,674	3,232
Provisiones Créditos Incobrables	(802)	(699)	(819)	(851)	(414)	(418)	(526)
Inventarios	3,937	2,463	4,318	6,053	5,087	5,973	5,888
Activos por impuestos corrientes	776	970	1,358	1,952	2,177	2,121	556
Pagos Anticipados	36	113	76	51	75	26	78
Otras Cuentas por cobrar	-	-	-	-	-	-	-
Otras Cuentas por cobrar relacionadas	511	240	325	105	88	79	59
Otros activos	392	0	230	169	-	-	-
Activo Corriente	9,873	7,640	12,466	12,332	11,997	11,716	10,318
Activo Corriente prueba ácida	5,936	5,177	8,148	6,279	6,910	5,743	4,430
Propiedad, Planta y Equipo	21,434	22,370	24,239	27,083	27,311	26,948	26,332
Activos Biológicos	2,638	2,802	3,011	3,493	3,153	2,666	2,983
Impuestos a la Renta Diferido	90	189	158	207	207	207	260
Activo No Corriente	24,162	25,361	27,408	30,784	30,671	29,821	29,575
Activo Total	34,035	33,001	39,873	43,116	42,668	41,537	39,893
Obligaciones Financieras de C/P	7,430	6,739	8,368	10,572	8,913	5,592	7,362
Obligaciones Emitidas de C/P	3,767	952	2,421	2,271	-	-	590
Cuentas por Pagar - Comerciales	6,074	5,796	5,164	4,263	4,491	4,397	4,653
Cuentas por Pagar - Relacionadas	-	335	2,109	1,841	253	76	115
Anticipo Clientes	313	360	209	509	444	654	650
Impuestos Corriente	31	38	113	121	34	32	44
Beneficios Empleados	688	778	611	627	683	755	655
Pasivo Corriente	18,303	14,997	18,995	20,206	14,818	11,507	14,071
Obligaciones Financieras de L/P	1,273	3,614	7,466	10,285	10,804	11,402	7,728
Obligaciones Emitidas de L/P	1,500	600	200	-	3,148	3,684	3,602
Cuentas por Pagar - Comerciales	1,220	1,220	385	-	835	620	620
Cuentas por Pagar - Relacionadas	-	90	107	135	139	143	148
Otros Pasivos no Corrientes	1,255	1,506	1,506	1,637	1,657	1,665	1,676
Beneficios Empleados	660	830	1,001	1,116	1,103	1,091	1,029
Pasivo No Corriente	5,908	7,861	10,664	13,173	17,685	18,605	14,805
Pasivo Total	24,211	22,858	29,659	33,378	32,503	30,112	28,875
Capital pagado	3,686	2,015	2,015	2,015	2,015	2,015	2,015
Aportes para futuras capitalizaciones	-	1,685	1,685	1,685	2,985	2,985	2,985
Reservas Legal y Facultativa	487	524	560	569	33	33	56
Otros resultados integrales	3,480	3,421	3,383	3,442	3,442	3,442	3,636
Resultados acumulados	2,172	2,499	2,571	2,027	1,689	2,950	2,326
Total Patrimonio	9,824	10,143	10,214	9,738	10,165	11,425	11,018
Deuda Financiera	13,970	11,905	18,455	23,128	22,864	20,678	19,283
Corto Plazo	11,197	7,691	10,790	12,844	8,913	5,592	7,952
Largo Plazo	2,773	4,214	7,666	10,285	13,952	15,086	11,331
Estado de Resultados Integrales							
Ingresos Operacionales	24,965	25,213	30,030	32,850	16,693	33,234	16,709
Costos de Ventas	21,105	20,712	24,771	28,555	14,963	27,835	14,203
Utilidad Bruta	3,859	4,502	5,260	4,295	1,730	5,399	2,506
Gastos operacionales	2,564	2,690	4,121	3,473	1,715	3,325	1,844
Resultado de Operación	1,295	1,812	1,138	822	15	2,074	663
Gastos Financieros	1,118	1,359	1,504	1,818	1,055	1,937	1,080
Otros Ingresos y Gastos	359	555	671	589	166	250	128
Utilidad antes de participación e impuestos	536	1,007	306	(407)	(873)	387	(289)
Participación Trabajadores	-	(141)	(46)	-	-	-	-
Impuesto a la Renta	163	643	219	128	-	-	-
Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio	373	364	86	(536)	(873)	387	(289)
Otro resultado integral	-14	-59	-38	60	60	59	194
Resultado Integral del Ejercicio	359	305	48	-476	-813	447	-95
Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio (anualizada)	359	305	48	-476	-1,627	447	-191

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

Márgenes e Indicadores Financieros (Miles US\$)							
INCUBANDINA S.A.							
Indicadores Financieros							
	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23	dic-23	jun-24
Márgenes							
Costos de Venta / Ingresos	84.54%	82.15%	82.49%	86.93%	89.63%	83.75%	85.00%
Margen Bruto	15.46%	17.85%	17.51%	13.07%	10.37%	16.25%	15.00%
Gastos Operacionales / Ingresos	10.27%	10.67%	13.72%	10.57%	10.27%	10.00%	11.03%
Margen Operacional	5.19%	7.19%	3.79%	2.50%	0.09%	6.24%	3.97%
Gastos Financieros / Ingresos	4.48%	5.39%	5.01%	5.54%	6.32%	5.83%	6.46%
Margen Neto	1.49%	1.44%	0.29%	-1.63%	-5.23%	1.17%	-1.73%
Margen EBITDA	9.93%	13.52%	9.22%	7.98%	6.12%	12.37%	10.49%
EBITDA y Cobertura							
Depreciación y Amortización	1,183	1,597	1,632	1,798	1,006	2,038	1,091
EBITDA (Acumulado)	2,479	3,409	2,770	2,621	1,021	4,112	1,753
EBITDA (12 meses)	2,479	3,409	2,770	2,621	2,043	4,112	3,506
EBITDA / Gastos Financieros (12 meses)	2.22	2.51	1.84	1.44	0.97	2.12	1.62
EBITDA / Deuda Financiera Corto Plazo (12 meses)	0.22	0.44	0.26	0.20	0.23	0.74	0.44
EBITDA / Deuda Financiera (12 meses)	0.18	0.29	0.15	0.11	0.09	0.20	0.18
EBITDA (12 meses) / Pasivo total	0.10	0.15	0.09	0.08	0.06	0.14	0.12
Solvencia							
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.76	0.66	0.64	0.61	0.46	0.38	0.49
Deuda Financiera / Pasivo Total	0.58	0.52	0.62	0.69	0.70	0.69	0.67
Deuda Financiera / Patrimonio	1.42	1.17	1.81	2.38	2.25	1.81	1.75
Pasivo Total / Patrimonio	2.46	2.25	2.90	3.43	3.20	2.64	2.62
Pasivo Total / Capital Pagado	6.57	11.34	14.72	16.56	16.13	14.94	14.33
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	5.64	3.49	6.66	8.83	11.19	5.03	5.50
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	9.77	6.71	10.71	12.74	15.91	7.32	8.24
Rentabilidad							
ROA (12 meses)	1.05%	0.92%	0.12%	-1.10%	-3.81%	1.08%	-0.48%
ROE (12 meses)	3.65%	3.00%	0.47%	-4.89%	-16.00%	3.91%	-1.73%
Liquidez							
Liquidez General	0.54	0.51	0.66	0.61	0.81	1.02	0.73
Prueba Acida	0.32	0.35	0.43	0.31	0.47	0.50	0.31
Capital de Trabajo	-8,430	-7,357	-6,530	-7,873	-2,821	209	-3,752
Rotación							
Días de Cuentas por Cobrar Comerciales	72	62	51	25	41	40	35
Días de Cuentas por Pagar Proveedores	104	101	75	54	54	57	59
Días de Inventarios	67	43	63	76	61	77	75
Ciclo de conversión de efectivo	36	4	39	48	48	60	50
Flujo de Efectivo							
Flujo Operativo	5,929	6,870	1,051	(3,945)	407	6,227	2,640
Flujo de Inversión	(7,180)	(4,892)	(5,102)	(5,038)	(918)	(2,776)	(395)
Flujo de Financiamiento	1,183	(1,767)	6,536	6,476	1,455	(3,130)	(1,858)
Saldo al inicio del período	97	29	240	2,725	218	218	644.53
Saldo al final del período	29	240	2,725	218	1,162	539	1,031

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR