

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

Comités No: 072,073-2019		Fecha de Comité: 26 de abril de 2019
Informe con Estados Financieros no auditados al 28 de febrero de 2019		Quito – Ecuador
Sofía González	(593) 2333.1573	sgonzalez@ratingspcr.com

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

### Significado de la Calificación

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

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

El Comité de Calificación de PCR acordó por unanimidad mantener la calificación de "AA" a la **Tercera Emisión de Obligaciones de Incubadora Andina Incubandina S.A.** y mantener la calificación de "AA" a la **Cuarta Emisión de Obligaciones de Incubadora Andina Incubandina S.A.** La calificación se sustenta en la buena capacidad de generación de flujos para hacer frente a sus obligaciones con el mercado de valores, derivado de la diversificación de productos, posicionamiento en el mercado y a la naturaleza prioritaria de los bienes que oferta la empresa. La calificación se encuentra limitada por la volatilidad en los precios del maíz y soya, que son su principal materia prima. Así como, la estacionalidad de las ventas. Cabe mencionar que el ente de control realizó algunas observaciones relacionadas con el manejo contable a la empresa, que están siendo subsanadas, con la reclasificación en las cuentas del balance y que impactan en el indicador de liquidez, no obstante, aun cumple el resguardo de ley para el periodo analizado. PCR considera favorable el mecanismo que provisiona los recursos para el pago oportuno a obligacionistas de la cuarta emisión, y evidencia el cumplimiento de la garantía general de las emisiones y resguardos de ley.

### 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. A partir del año 2016, el margen bruto de Incubandina ha permanecido relativamente estable.
- A febrero 2019, el emisor presentó el indicador de liquidez más bajo (0,76 veces) del período analizado (2014-feb19), debido a reclasificaciones de cuentas por cobrar relacionadas al activo no corriente por observación del ente de control. De mantenerse esta tendencia, podría poner en riesgo el cumplimiento del resguardo de liquidez promedio semestral. Pese a lo mencionado, los pagos de las emisiones de obligaciones se encuentran respaldados por activos y se han efectuado en tiempo y forma. Adicional, la cuarta emisión cuenta con un fideicomiso de administración de flujos que provisiona el pago de dividendo.
- La cartera vencida de Incubandina está concentrada en rangos vencidos mayores a 360 días, cartera cubierta en su totalidad con provisiones a la fecha de corte. El comportamiento de la cartera del emisor se relaciona con la informalidad de los agentes económicos inmersos en el sector. PCR realizó una sensibilización de liquidez (feb. 2019 0,76 veces) en donde se reduce a los documentos por cobrar el total de la cartera vencida a la fecha de corte más las provisiones (US\$ 1,28 millones) alcanzado un indicador de liquidez de 0,64 veces. La administración ha implementado estrategias para mitigar el riesgo de crédito, mediante la consulta del buró (EQUIFAX) de crédito de nuevos clientes, otorgar crédito con un puntaje igual o superior a 800 puntos, además la administración reestructuró el área de cobranzas al pasarle al área Financiera-Tesorería.

## Aspectos de la Calificación

---

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

### Entorno Macroeconómico:

Ecuador ha presentado una evolución fluctuante en su economía derivada principalmente por su dependencia con el petróleo y su falta de producción industrial. En los últimos cinco años, a partir del 2014 se observó que el PIB en valores constantes tuvo una tendencia decreciente en el que su punto mínimo fue el año 2016 con una contracción anual del 1,23% como consecuencia del desplome del precio internacional del barril de petróleo y por el terremoto que afectó a la población de la zona costera del país. De acuerdo con los datos del Banco Central del Ecuador, para el año 2017 la economía se recuperó, es así como el PIB tuvo un crecimiento anual de 2,37%, impulsado por el gasto de consumo final de los hogares que mostró un incremento anual de 3,73% y el gasto de consumo final del gobierno que fue 3,22%.

Ecuador cerró el año 2018 con un PIB de US\$ 72 mil millones en términos constantes que representó un incremento del 1,38% frente a diciembre 2017; sin embargo, la economía ecuatoriana crece cada año en menor proporción y uno de los sectores más afectados fue el monetario como consecuencia de una estrecha liquidez que creció en menor porcentaje frente a otros indicadores macroeconómicos. El comportamiento de las actividades económicas que más aportan al PIB fue comercio con un crecimiento de 3,14%, enseñanza y servicios sociales y de salud (+4,32%), petróleo y minas (-2,87%), construcción (+0,62%) y agricultura (+3,03%).

La economía ecuatoriana presenta varios matices, entre los más visibles se puede mencionar una estructura primario-exportadora con una baja diversificación de industrias, una balanza comercial muy sensible a la volatilidad de commodity y además de la dolarización que implica rigidez en cuanto a política monetaria. A nivel de balanza comercial, se mantuvo el déficit con una cifra de US\$ 1.575 millones al cierre de 2018. Las exportaciones no petroleras tuvieron un aumento del 0,69%, mientras que las exportaciones petroleras se vieron afectadas por la volatilidad del precio del barril de esta materia prima que cerró el 2018 con un precio inferior (2018: US\$ 49,52; 2017: US\$ 57,88), además de la reducción de la producción interna de crudo por paradas programadas en las refinerías del país; Petroamazonas y empresas privadas explotaron en promedio 517 mil barriles de crudo por día que representó una reducción del 3% con relación al 2017. Por su parte, las importaciones crecieron en 5,84%. El incentivo a las importaciones se da por la eliminación de las salvaguardias, lo que vuelve más barato las importaciones de todos los ítems que se encontraban sujetos a esta medida.

El 2018 fue el año con mayor inversión extranjera directa para Ecuador durante los últimos cinco años de estudio con US\$ 1.401 millones, explicado por la actividad minera a gran escala que se encuentra en proceso de desarrollo en el país; de los que se puede citar los cinco proyectos estratégicos que actualmente están concesionándose: Mirador, Fruta del Norte, Río Blanco, Loma Larga y San Carlos, aunque esta cifra resulta marginal frente al PIB.

En cuanto a la situación del mercado laboral, en el país la mayor parte de la población económicamente activa se desenvuelve en formas informales de empleo. De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), la tasa de desempleo mejoró al descender de 4,62% a 3,7%, impulsado por las siguientes variaciones en los componentes del empleo: empleo adecuado cae 1,7 p.p. (hasta 40,6% de la PEA); subempleo cae 3,3 p.p. (hasta 16,5%); empleo no remunerado sube 0,9 p.p. (hasta 9,9%); otro empleo no pleno sube 4,7 p.p. (hasta 28,8%), lo que refleja que frente a la desaceleración económica, las personas realizan emprendimientos o buscan alternativas para percibir ingresos, aunque eso implique no estar afiliado a la Seguridad Social, no percibir un salario mínimo ni cumplir la jornada completa.

El déficit fiscal cerró en US\$ 3.332 millones para el año 2018 que representó el 2,44% del PIB y significó una reducción frente al año anterior que fue del 5,31% del PIB, sin embargo, el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, implican dificultades en acceso al financiamiento para el país. En este sentido, la agencia calificadora de riesgos Fitch, bajó la perspectiva de la calificación crediticia de Ecuador de estable a negativa (calificación de B-) por las crecientes necesidades de financiamiento del gobierno en 2019-2020.

PCR considera positiva la noticia de US\$ 10.200 millones en financiamiento por parte de organismos multilaterales para el soporte de políticas económicas del gobierno para los próximos tres años, y que representarían alrededor de un tercio del total de depósitos del sistema de bancos privados. Respecto de la carta de intención acordada entre el FMI y Ecuador se establecieron seis ejes de acción para el desembolso del crédito: restaurar la prudencia en la política fiscal, fortalecer el marco institucional del Banco Central (BCE), reforzar la resiliencia del sistema financiero, apoyar la creación de empleo y competitividad, protección a los segmentos pobres y vulnerables, y promover la transparencia y el buen gobierno.

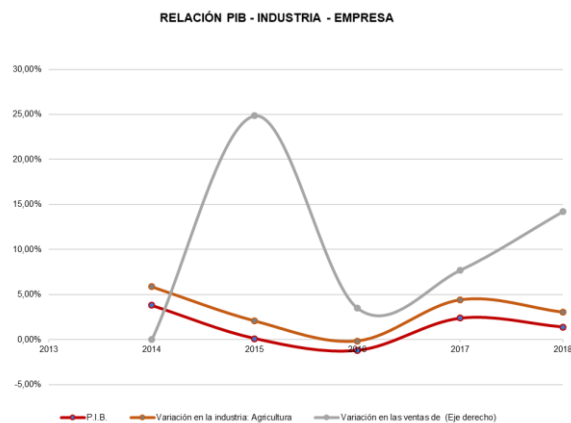
De acuerdo con el Informe de Perspectivas Económicas Mundiales realizado por el Fondo Monetario Internacional para el año 2019, la entidad financiera internacional prevé para el 2019 que el PIB real del Ecuador se contraiga en 0,5%, mientras que para el 2020 estima una recuperación del 2,2% como consecuencia de los aspectos políticos y el desempeño fiscal del último año.

### 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. En el 2018, los sectores que componen la industria representaron alrededor del 8,01% del PIB. En los últimos 5 años ésta ha crecido en promedio

un 3,04%, sin embargo, en el año 2016 el crecimiento fue casi nulo, mientras que en el 2018 presentó una variación del 3,03%

Los alimentos balanceados son mezclas homogéneas para satisfacer necesidades de una especie animal, cuyos principales componentes son: maíz, trigo, 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), indican que las cifras oficiales de cosecha presentadas por el Ministerio de Agricultura y Ganadería hasta fines de julio 2018 fueron el 85% de un total de 2,55 millones de hectáreas, en Manabí (40%), Los Ríos (28%), Guayas (13%), Loja (16%) y Santa Elena, El Oro Y Orellana (1% c/u)<sup>1</sup>. Cabe recalcar que el mes de abril 2018 el Ministerio de Agricultura y Ganadería puso en ejecución el acuerdo ministerial 057 el cual establece que el quintal de maíz de 45,36 kilogramos, con 13% de humedad y 1% de impurezas, tendrá un precio techo de \$17,20 y un precio piso de \$ 13,50 lo que garantiza la rentabilidad del agricultor, por lo que en el acuerdo se estableció un precio referencial de \$15,75<sup>2</sup>.



Entre los riesgos que enfrenta el sector están: problemas climáticos 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.

Respecto con la industria avícola, AMEVEA<sup>3</sup> reporta que el consumo de carne de ave per cápita es de 32 kilogramos anual, en los últimos 20 años este consumo se ha triplicado. A pesar de ello, la industria avícola ecuatoriana mantiene un crecimiento anual de 2%, miembros de CONAVE<sup>4</sup> afirman que esto se debe a que no se han tomado las medidas necesarias para impulsar el consumo de esta proteína en el país. El Ministerio de Agricultura y Ganadería mediante el acuerdo ministerial No. 05 reconoció la importancia de la producción del maíz amarillo, balanceados y producción de proteína animal, que constituyen el 27% del PIB agropecuario<sup>5</sup>.

#### Perfil y Posicionamiento del Emisor:

Incubadora Andina Incubandina S.A. es una compañía inmersa en el sector de la producción avícola que cuenta con 25 años de experiencia en el mercado nacional, factor que le ha permitido posicionarse en mayor proporción en la zona centro del país (92,97%). Sus actividades principales son la producción de pollitas bb (40,70%), pollo en pie (23,86%) y pollo faenado (1157%) , entre otras líneas que se encuentra distribuidas en los centro de producción que cumple con los más exigentes estándares de bioseguridad y cuidado ambiental totalmente automatizadas con ambientes controlados y modernos sistemas de producción dando como resultado productos de calidad en sus varias líneas de negocio, así como trabaja con las principales casas genéticas del mundo como Lohmann Tierzucht y H&N International, adicionalmente manejan las genéticas que le permiten una calidad y rendimiento y una excelente conversión alimenticia ideal para la producción de carne.

#### Competencia

El mercado objetivo en el cual incursiona la compañía tiene una competencia diversificada y diferenciada por cada una de sus líneas de negocio, a la fecha de corte la empresa mantiene una baja participación de sus ingresos dentro de la Clasificación Uniforme de Actividades Económicas (CIIU) con un 3,69% frente a 81 empresas, sus mayores competidores son Avícola Vitaloa, Integración Avícola El Oro, Avícola Fernández y Avesca Avícola Ecuatoriana CA., Por otra parte, es importante mencionar que Incubandina S.A. es líder de mercado en la línea de pollita bb y, por tanto, los competidores mencionados junto con Incubandina S.A comparten aproximadamente el 60% del mercado total.

#### Estrategias

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

Adicional, la empresa ha implementado mejoras tecnológicas y de capacidad instalada en las plantas de producción de balanceado, por otra parte, ha automatizado los galpones con lo cual obtendrán un alimento con mayor carga proteínica que favorecería la producción de las líneas de pollo en pie y faenado, obteniendo así una mejora en la eficiencia productiva de 5,00% que se reflejaría en la disminución de los costos en cada uno de estos productos.

Por otra parte, para evitar inconvenientes con entidades municipales, la empresa traslada cinco de sus incubadoras a una zona industrial, dejando la antigua como bodega.

<sup>1</sup> <http://www.afaba.org/ur/index.php/revistas-afaba/revista-tecnica-maiz-soya/septiembre-2018#>

<sup>2</sup> [https://www.agricultura.gob.ec/wp-content/uploads/2018/04/Acuerdo\\_Ministerial\\_057\\_precio\\_referencial.pdf](https://www.agricultura.gob.ec/wp-content/uploads/2018/04/Acuerdo_Ministerial_057_precio_referencial.pdf)

<sup>3</sup> Asociación De Médicos Veterinarios Especialistas En Avicultura Del Ecuador

<sup>4</sup> Corporación Nacional De Avicultores Del Ecuador

<sup>5</sup> <https://www.conave.org/>

## **Gobierno Corporativo**

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

Incubandina S.A. es una persona jurídica bajo la denominación de Sociedad Anónima de acuerdo a la normativa local. El capital social de la empresa es US\$ 2,01 millones con una mayor parte accionaria correspondiente a María Bastidas (Anexo). 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. 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.

## **Responsabilidad Social**

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

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

## **Calidad de Activos:**

Se observa una tendencia creciente del activo total de INCUBANDINA S.A., mismo que se ven reflejado en el aumento del activo corriente (propiedad planta y equipo), la tasa promedio (2014-2018) de incremento del activo es de 15,83%. Las cuentas más representativas a febrero 2019 fueron: propiedad planta y equipo (59,97%), seguido de deudores comerciales (13,38%), activos biológicos (9,73%) e inventarios (7,32%).

Al cierre del 2018 el activo corriente fue de US\$ 8,86 millones, mismo que decreció a febrero 2019 en 7,43% (hasta US\$ 8,21 millones), particular que se da por la disminución de pagos anticipados que obedecen al giro como tal del negocio (anticipos por compra de materia prima) y por la reclasificación de cuentas por cobrar relacionadas al largo plazo observadas por el ente de control.

En el histórico de la empresa, la cuenta efectivo y equivalente de efectivo estaba compuesta por cheques posfechados de clientes, disponible e inversiones temporales; para el corte del presente informe, por observación de la SCVS<sup>6</sup>, se realiza una reclasificación de cuentas, donde los cheques posfechados se los registra en documentos comerciales; teniendo así un total de efectivo y equivalente de efectivo de US\$ 21,24 mil, que representa una caída interanual de 99,03%; mientras que el efecto causado por ésta reclasificación, hace que los documentos comerciales incrementen. El ente de control observó que existe un grupo de cheques que presentan vencimientos en el año 2017 por US\$ 27 mil que por exceder el plazo máximo de recuperación de 13 meses deben contemplan una política de deterioro.

La cartera comercial bruta que presenta INCUBANDINA para el segundo mes acumulado del 2019 fue de US\$ 5,41 millones frente a los US\$ 2,67 millones de febrero de 2018, crecimiento que recoge la contabilización de US\$ 1,14 millones de cheques posfechados y el crecimiento natural de la cartera de US\$ 1,61 millones por mayores para este periodo. La cartera vencida al corte fue de US\$ 2,59 millones, que representa una mora del 48,01% de la cartera total (59,75% en feb18), comportamiento que se explica por la informalidad de los agentes económicos inmersos en el sector. La mora se concentra en plazos mayores a 360 días con una participación del 38,10% de la cartera en riesgo, la cual se encuentra provisionada en su totalidad a la fecha de corte por observación del ente de control, sin embargo, dicho valor no ha sido reclasificado en el activo no corriente, lo que podría sobreestimar el indicador de liquidez. PCR realizó una sensibilización de liquidez (feb. 2019 0,76 veces) en donde se reduce a los documentos por cobrar el total de la cartera vencida y las provisiones a la fecha de corte (US\$ 1,28 millones) alcanzado un indicador de liquidez de 0,64 veces; lo cual está por debajo del resguardo de ley para las emisiones.

El promedio que maneja INCUBANDINA en el periodo 2014-2018 en días de rotación fue el siguiente: cuentas por cobrar 41 días, cuentas por pagar 76 días, inventarios 54 días, lo que nos indica que a la fecha de análisis solo los días de recuperación de cuentas por cobrar están sobre el promedio (64 días), lo cual que genera una brecha mínima entre la recuperación de cuentas y el pago a los proveedores de la empresa teniendo así un ciclo de conversión de efectivo de 36 días.

En cuanto al activo no corriente, al corte del presente informe se observa un incremento de propiedad planta y equipo con respecto a su interanual de 35,76%, particular que obedece a la adquisición de una nueva maquinaria de incubación que le permitirá continuar con el crecimiento de su línea "Cripollo", y a la construcción de galpones. La

<sup>6</sup> Reclasificación de cuentas solicitada por la SCVS mediante oficio No SCVS-IRQ-DRMV-SC-2019-00009994-O

cuenta propiedad planta y equipo a febrero 2019 fue de US\$ 18,41 millones, donde la mayor ponderación está en maquinaria y equipo (36,91%), edificios y construcciones en curso (34,35%), que corresponde la segunda etapa de la “incubadora y nacedora” de Potosí.

La compañía posee activos biológicos que forman parte del giro del negocio, donde se encuentran aves de corral (pollos) mantenidas para la crianza, reproducción, incubación y engorde; se observa una tendencia al alza a excepción del año 2016 donde hay una baja del 2,67% debido a la recesión económica que tuvo el país en este año. Esta cuenta ha incrementado con los años debido a las mejoras y al crecimiento de la empresa como tal; para febrero 2019 se observa un incremento interanual de 14,43% (hasta US\$ 2,98 millones), particular que obedece a la ampliación de galpones.

#### Pasivos:

INCUBANDINA históricamente presenta una estructura de capital sustentada en recursos de terceros, ya que para la adecuada explotación del negocio necesitan capital de trabajo inmediato para la adquisición de materia (principalmente maíz), misma que tiene variación de precio en función de la demanda, estacionalidad y factores exógenos.

La tendencia del pasivo es creciente, e históricamente la composición se ha concentrado en pasivo de corto plazo, el cual presenta un crecimiento interanual de 23,24%, que se da netamente por el aumento en 46,98% en obligaciones con IFIS de corto plazo (capital de trabajo). El pasivo no corriente a febrero 2019 presentó un incremento interanual de 3,51% que representa US\$ 10,45 millones, siendo la cifra más alta en los últimos años; este crecimiento se dio por el aumento de pasivos diferidos que corresponden a la porción de deuda corriente con proveedores extranjeros por adquisición de maquinarias; estas obligaciones han sido pagadas en tiempo y forma.

A la fecha del presente informe, la empresa se encuentra al día con sus obligaciones tributarias y de seguridad social; adicional según el reporte del buró de crédito no presenta retraso con las instituciones financieras, así mismo se encuentra al día en sus pagos con el mercado de valores. La deuda total fue de US\$ 12,70 millones, concentrada el 54,38% en Mercado de Valores (2 emisiones de obligaciones), el 41,33% en Bancos y el 4,29% en bancos del exterior, con tasa promedio ponderada de 8,33%, 8,96% y sin costo financiero respectivamente

#### Soporte Patrimonial:

La solvencia del emisor analizada a partir de su estructura patrimonial tiene tendencia anual creciente con un incremento interanual de 20,19%, alcanzado un patrimonio a febrero 2019 de US\$ 9,53 millones, lo cual obedece netamente al incremento de resultados integrales que se dieron por revaluación de activos. Para diciembre 2018 se observar un incremento en la utilidad neta del 13,48% el cual obedece al incremento en ventas, y a la leve mejora en bruto y crecimiento del margen operacional alcanzando un valor para este corte de US\$ 525 mil. Al corte de información la empresa cerró con pérdida de US\$ 98 millones, lo cual fue 72,54% menos que febrero 2018 (US\$ -357 millones); particular que se dio por el manejo eficiente en cuanto a costos y gastos de operación, considerando una mejora en margen bruto de 3,88 p.p. y disminución de los gastos operaciones sobre los ingresos de 3,40%. Cabe mencionar que la pérdida que se refleja en este periodo se da por la estacionalidad de ventas que maneja la empresa.

El capital social de Incubandina S.A. se ha mantenido en US\$ 2,01 millones en su histórico, sin embargo, la empresa no ha repartido dividendos por su política interna, lo cual contribuye al fortalecimiento del patrimonio y evidencia el compromiso y apoyo de sus accionistas, lo que le ha permitido a la empresa sostener el crecimiento del negocio. La estructura accionaria de Incubandina S.A. está conformada principalmente por la familia Bastidas Herrera (60,40%) y la familia Corrales Bastidas (32,46%).

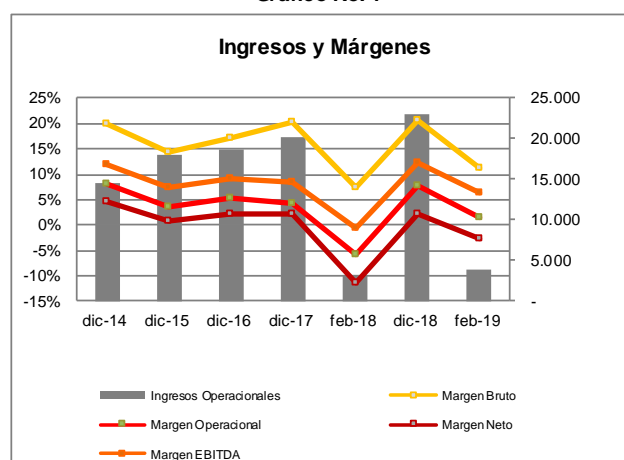
#### Desempeño Operativo:

La evolución de los ingresos de Incubandina S.A. mantuvo una tendencia creciente, alcanzando un promedio anual (2014-2018) de US\$ 18,84 millones, y una tasa de crecimiento del 12,58%, considerando una desaceleración en su crecimiento en el año 2016, período en el que hubo complicaciones de la economía y de la industria manufacturera. Es importante mencionar que en el año 2015 tuvo un crecimiento atípico debido a la incorporación de la línea pollo en pie y faenado, que antes pertenecía a la compañía relacionada H&N Huevos Naturales Ecuador S.A., lo que permitió compensar la caída de la línea de balanceados que se vendía a la misma relacionada. A partir de este año la empresa ha ido aumentando su producción y para febrero 2019 se ve un incremento interanual de 22,47% que representa US\$ 3,87 millones.

Incubandina S.A. cuenta con productos diversificados en varias líneas de negocio (Anexo 8). Las principales son pollita bebe (aves livianas) con una participación del 40,70% de los ingresos a febrero 2019, seguidos de pollos en pie 23,86% y pollo faenado con 11,57%.

La empresa cuenta con tres centros productivos en el cantón Montalvo-Los Ríos, en donde se encargan de la crianza de aves reproductoras y a la producción de huevos fértiles, en este lugar tienen 3 plantas de incubación, incluyendo

Gráfico No. 1



la que adquirió en los últimos meses del año 2018. Además, cuenta con la línea de pollita levantada y huevo comercial; se encarga de la crianza de pollonas hasta 12 semanas de vida en la Granja Poalo, mientras que en la granja experimental Pujilí produce huevo comercial y la línea de alimento fortachón enfocada en suministrar un balanceado de alta calidad a sus aves reproductoras y comerciales. Adicional la empresa innova en su producción con una línea nueva de pollo de carne "Cripollo" la cual maneja desde 2014-2015 para lo cual cuenta con tres centros productivos y siete granjas, ubicadas en diferentes zonas del país.

La empresa implementó el sistema ERP SAP software que le da soporte a la gestión administrativa integral la cual le ha permitido tener un mayor control de su producción, costos y gastos, particular que se puede evidenciar en el periodo de análisis, ya que se observó un incremento en el margen bruto, y disminución en los gastos operacionales en función de los ingresos, estos comportamientos han sido apoyados con las estrategias de eficiencias de la empresa.

Los productores de la industria avícola deben provisionar recursos económicos suficientes con el fin de adquirir insumos, ya que su precio depende de la época de cosecha, post cosecha; aspectos que influyen directamente a la sensibilidad del margen bruto el cual se mantiene relativamente estable desde el año 2017. Como estrategia de mitigación de riesgo la empresa ha decidido importar el 100% de trigo y aprovechar las épocas de cosecha para provisionarse de materia prima que almacenan en los silos, además se analiza la calidad del maíz con el fin de que los balanceados cumplan con el objetivo de la alimentación para las aves.

Con respecto a la rentabilidad, se observa una disminución anual en referencia al año 2017, de 0,11% y 0,32% para el ROA y ROE respectivamente, mismos que obedecen al incremento en activos fijos de la institución que aún no funcionan en su máxima capacidad.

#### Cobertura con EBITDA:

En el periodo 2017-2018 se valida un crecimiento del 67,63% del EBITDA mensual; que se debe al incremento en el margen bruto, por las óptimas negociaciones de materia prima y por la disminución de los gastos operacionales.

Pese que el EBITDA fue menor que el periodo anterior, si lo relacionamos con el total de deuda, este indicador fue mayor ya que el financiamiento para el 2018 fue 22,30% más que en el año 2017; sin embargo, la relación de estos indicadores estuvo dentro del promedio de los últimos cuatro años (0,12)

#### Endeudamiento:

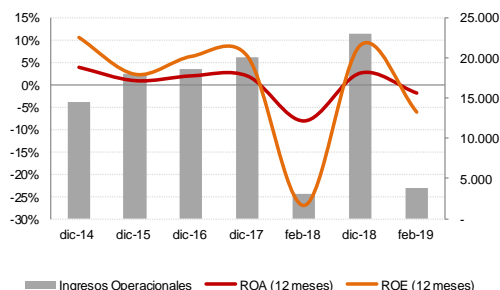
Como se lo había mencionado anteriormente el endeudamiento histórico de Incubandina S.A. ha sido con recursos de terceros, debido a la necesidad de financiamiento para capital de trabajo.

La empresa a febrero 2019 tuvo un indicador de endeudamiento de 2,23 veces en la relación pasivo total frente al patrimonio, mostrando que la mayor parte de financiamiento fue por obligaciones con terceros (69,26%) mismos que se da para continuar con la operación habitual del negocio.

La tendencia de los pasivos presentaba mayor financiamiento a corto plazo; sin embargo, la cuarta emisión de obligaciones le permitió liberar la presión de deuda corriente y reestructurarla a largo plazo. Es importante mencionar que en el endeudamiento de corto plazo decreció 8,58%, mientras que el de largo plazo se incrementó en 86,56% en diciembre 2017-2018; a partir de este mes, para febrero 2019 se ve un incremento de 1,73% para el pasivo corriente y de 0,33% para el pasivo no corriente.

En referencia al tiempo que le tomaría cubrir al emisor la deuda financiera total con los flujos operativos para diciembre 2018 sería de 4,94 años (promedio 2014-2017 5,14 años).

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



Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

Gráfico No. 3

Cobertura  
(veces)

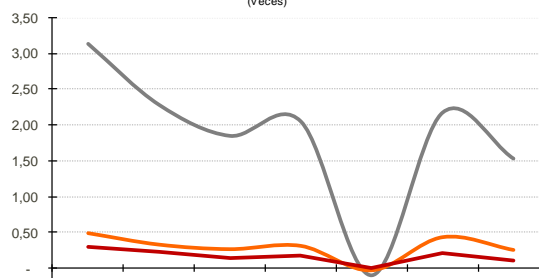
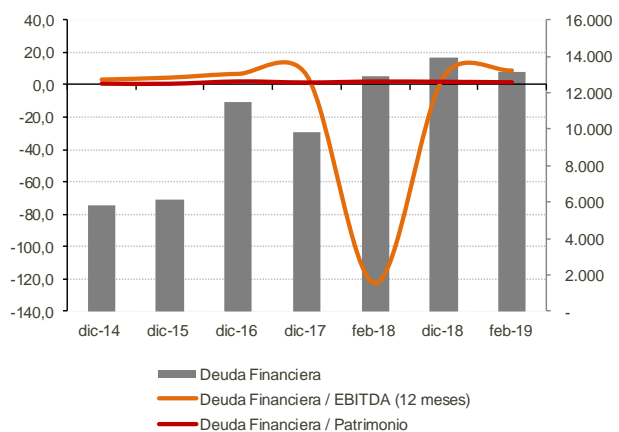


Gráfico No. 4

Endeudamiento  
(Eje der: US\$ / Eje izq: veces)



Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR



### Liquidez y Flujo de Efectivo:

Los indicadores de liquidez de Incubandina S.A. mantienen un promedio de 0,90 veces (2014-2018) debido a que los activos biológicos (aves de postura) constituyen el mayor activo productivo y se lo contabiliza dentro de los activos no corrientes, es importante mencionar que para diciembre 2016 (1,13 veces) tuvo el indicador de liquidez más alto dentro de los últimos 5 años, mientras que para febrero 2019 se observó el indicador más bajo (0,76 veces) debido a reclasificaciones de cuentas al activo no corriente por observación del ente de control.

Adicional, PCR realizó una sensibilización de liquidez (feb. 2019 0,76 veces) en donde se reduce a los documentos por cobrar el total de la cartera vencida y las provisiones a la fecha de corte (US\$ 1,28 millones) alcanzado un indicador de liquidez de 0,64 veces; lo cual está por debajo del resguardo de ley para las emisiones. Es importante destacar que la cartera más deteriorada (más de 1 año) por US\$ 990 mil se encuentra provisionada en su totalidad.

Pese a lo mencionado, los pagos de las emisiones de obligaciones se encuentran respaldados por activos. Adicional, la cuarta emisión cuenta con un fideicomiso de administración de flujos que provisiona el pago de dividendo, es así como, a la fecha de corte los flujos recibidos por el Fideicomiso han sido suficientes para cumplir con sus obligaciones en tiempo y forma.

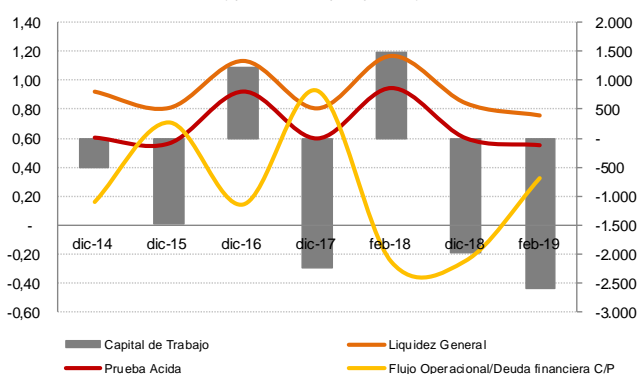
Por otra parte, el flujo de actividades de operación para febrero 2019 fue positivo (US\$ 1,87 millones), el flujo de inversión negativo (-US\$ 1,13 millones) debido a la adquisición de activos fijos, que fue cubierto con financiamiento neto de US\$ 815 mil con el fin de mejorar sus procesos de producción e incrementar ventas. Sumando estos valores al saldo inicial de US\$ 93 mil, la empresa obtuvo un saldo final de apenas US\$ 17 mil.

### Situación de las Emisiones:

La tercera emisión de obligaciones por US\$ 6.000.000,00 analizada en el presente informe de calificación de riesgos, está respaldada por Garantía General de Incubadora Andina Incubandina S.A. Adicional, cuenta con activos que respaldan la emisión (inventarios, activos biológicos y capacidad instalada) por US\$ 5,23 millones.

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

Gráfico No. 5  
Liquidez y Capital de Trabajo  
(Eje der: US\$ / Eje izq: veces)



Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

## Instrumento Calificado

### Tercera Emisión de Obligaciones

Con fecha 26 de mayo de 2015, la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la Compañía Incubadora Andina Incubandina S.A, resolvió autorizar la Tercera Emisión de Obligaciones con Garantía General, por un monto de hasta US\$ 6.000.000,00, según el siguiente detalle que consta el Prospecto de Oferta Pública:

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

Fuente: Prospecto de Oferta Pública. / Elaboración: PCR

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

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

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

Resumen del Pago de Dividendos por Clase- Al 28 de febrero de 2019				
Clase	Capital	Interés	Total	Saldo de Capital
A	250.000	46.875	296.875	1.000.000
B	187.311	27.926	215.237	1.311.174
C	1.000.000	18.750	1.018.750	0
<b>Total</b>	<b>1.437.311</b>	<b>93.551</b>	<b>1.530.862</b>	<b>2.311.174</b>

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

### Provisiones de recursos

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



## Resguardos de ley

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

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

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

Primer Resguardo Financiero									
Relación	Límite	I Semestre						Promedio	Cumplimiento
		sep-17	oct-17	nov-17	dic-17	ene-18	feb-18		
Liquidez General	Semestral $\geq$ 1 veces	1,19	1,16	1,04	0,81	0,89	1,17	1,04	Si
		II Semestre						Promedio	Cumplimiento
		mar-18	abr-18	may-18	jun-18	jul-18	ago-18		
		1,23	1,15	1,26	1,25	1,34	1,37	1,27	Si
		III Semestre						Promedio	Cumplimiento
		sep-18	oct-18	nov-18	dic-18	ene-19	feb-19		
1,49	1,59	1,47	0,83	0,79	0,76	1,16	Si		

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

*PCR observa una reducción de los niveles de liquidez a la fecha de corte, por lo que de mantenerse esta tendencia podría poner en riesgo el cumplimiento del resguardo.*

b) Los activos reales<sup>7</sup> sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

Segundo Resguardo Financiero					
Indicador	Límite	feb-18	dic-18	feb-19	Cumplimiento
Activos reales/Pasivos exigibles	$\geq$ 1 veces	1,13	1,44	1,44	Si

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

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

*A la fecha de corte, el emisor cumple con los resguardos de ley.*

<sup>7</sup> El emisor considera las siguientes cuentas como Activos Reales = Efectivo y disponible de efectivo + Activos Biológicos + Inventarios + Propiedad, planta y equipo + Construcciones en Curso.

### **Cuarta Emisión de Obligaciones**

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

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

Fuente: Prospecto de Oferta Pública. / Elaboración: PCR

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

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

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

Resumen del Pago de Dividendos por Clase				
Clase	Capital	Interés	Total	Saldo de Capital
D	-	20.000	20.000	1.000.000
E	500.000	103.125	603.125	2.000.000
F	200.000	78.750	278.750	1.600.000
<b>Total</b>	<b>700.000</b>	<b>201.875</b>	<b>901.875</b>	<b>4.600.000</b>

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

### Resguardos de ley y Cumplimiento:

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

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

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

Primer Resguardo Financiero									
Relación	Límite	I Semestre						Promedio	Cumplimiento
		ene-18	feb-18	mar-18	abr-18	may-18	jun-18		
Liquidez General	Semestral $\geq$ 1 veces	0,89	1,17	1,23	1,15	1,26	1,25	1,16	Si
		II Semestre						Promedio	Cumplimiento
		jul-18	ago-18	sep-18	oct-18	nov-18	dic-18		
		1,34	1,37	1,49	1,59	1,47	0,83	1,35	Si
		III Semestre						Promedio	Cumplimiento
		ene-19	feb-19	mar-19	abr-19	may-19	jun-19		
0,79	0,76	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a		

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

*PCR observa una reducción de los niveles de liquidez a la fecha de corte, por lo que de mantenerse esta tendencia podría poner en riesgo el cumplimiento del resguardo.*

b) Los activos reales<sup>8</sup> sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

Segundo Resguardo Financiero					
Indicador	Límite	feb-18	dic-18	feb-19	Cumplimiento
Activos reales/Pasivos exigibles	$\geq$ 1 veces	2,32	1,13	1,44	Si

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

II. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

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

*El emisor cumple con los resguardos establecidos por ley.*

<sup>8</sup> El emisor considera las siguientes cuentas como Activos Reales = Efectivo y disponible de efectivo + Activos Biológicos + Inventarios + Propiedad, planta y equipo + Construcciones en Curso.

### Resguardos Voluntario y Cumplimiento:

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

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

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

En el mes de febrero 2019, el Fideicomiso tiene una provisión acumulada de US\$ 380,83 mil para cancelar sus futuras cuotas (mayo 2019 y agosto 2019) por las tres clases "D", "E" y "F", lo que indica que tiene una provisión de 43,65%. A la fecha tiene cancelada en tiempo y forma sus obligaciones.

Aportes del Fideicomiso de Flujos Incubandina				
MES APORTE	PROVISION MENSUAL	ACUMULADO	PAGOS DECEVALE	SALDO FIDEICOMISO
ago-18	153.646	153.646		153.646
sep-18	153.646	307.292		307.292
oct-18	153.646	460.937	20.000	440.937
nov-18	153.646	594.583		594.583
dic-18	153.646	748.229		748.229
ene-19	153.646	901.875	901.875	(0)
feb-19	190.417	190.417		190.417
mar-19	190.417	380.833		380.833

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

### Límite de Endeudamiento:

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

*El emisor cumple con este límite de endeudamiento, siendo este del 28,85%.*

### Cumplimiento de Proyecciones de las Emisiones

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

Al cierre del año 2018, la compañía cumplió con el nivel de ingresos proyectado, producto un crecimiento en sus líneas de negocio. Adicional, un adecuado control de los costos permitió cumplir con el margen bruto en más de lo esperado (115,63%); sin embargo, hay que considerar que tanto los gastos operativos como financieros fueron mayores en 21,38% y 32,89% respectivamente, lo que ocasionó que la utilidad neta alcance el 77,68% (US\$ 525 mil) de su proyección para este periodo.

A febrero 2019, la compañía alcanzó el 18,65% de sus ventas proyectadas, lo que nos indica, que si mantiene esta tendencia para el cierre del año 2019 tendrá un nivel de ventas aproximado de US\$ 23,21 millones. Con respecto al margen bruto este alcanzó el 10,36% de la proyección a este corte; cabe mencionar que en los dos primeros meses del 2019 se observa pérdida del ejercicio por US\$ 98 mil, cifra que es menor que su interanual (US\$ - 357 mil), lo que nos permite observar que el manejo de costos y gastos para este periodo ha disminuido y que la estacionalidad en ventas de los siguientes meses puede asentar el cumplimiento con las proyecciones establecidas.

Proyecciones Estado de Resultados Escenario Conservador (Miles US\$)									
Estado De Pérdidas y Ganancias	dic-18	Diciembre 2018 (real)	% Cumplimiento	dic-19	Febrero 2019 (real)	% Cumplimiento	dic-20	dic-21	dic-22
<b>Ventas</b>	20.047	<b>22.966</b>	114,56%	20.749	<b>3.869</b>	18,65%	21.371	22.013	22.563
<b>Costo De Ventas</b>	15.938	18.214	114,28%	16.495	3.428	20,78%	16.990	17.500	17.938
<b>Margen Bruto</b>	4.110	4.752	115,63%	4.254	<b>441</b>	10,36%	4.381	4.513	4.625
Gastos Operativos	2.469	2.997	121,38%	2.546	389	15,28%	2.666	2.724	2.787
<b>Margen Operativo</b>	1.640	1.755	107,03%	1.707	<b>52</b>	3,02%	1.715	1.789	1.838
Gastos Financieros	974	1.294	132,89%	874	160	18,25%	479	502	478
Otros Ingresos y Gastos	200	296	147,86%	207	<b>10</b>	4,83%	214	220	226
<b>Margen Antes Parte Imptos</b>	867	757	87,28%	1.040	(98)	-9,42%	1.450	1.507	1.586
Impuesto a la Renta	191	232	121,27%	229	-	0,00%	319	332	349
<b>Utilidad Neta</b>	676	525	77,68%	812	(98)	-12,06%	1.131	1.176	1.237

Fuente: Incubandina S.A / Elaboración: PCR

### Garantía General de la Emisión

PCR ha recibido por parte del emisor el certificado de activos libres de gravamen con corte al 28 de febrero de 2019. Las emisiones en circulación presentan una relación porcentual del 28,85% frente a la garantía general, por lo que cumple con lo establecido por Ley.

Cuadro 6: Activos Libres de Gravamen a febrero de 2019 (US\$)	
Detalle	Monto
<b>Total Activos</b>	<b>30.696.238,01</b>
(-) Activos Diferidos	-
(-) Impuestos Diferidos	-
(-) Activos Gravados (*)	6.738.914,09
(-) Activos en Litigio	-
(-) Impugnaciones Tributarias	-
(-) Monto no redimido de Emisiones en Circulación	6.911.173,48
(-) Monto no redimido de Titularización de Flujos en Circulación	-
(-) Derechos Fiduciarios en Fideicomiso en Garantía	-
(-) Documentos por cobrar provenientes de la negociación de Derechos Fiduciarios	-
(-) Saldo de valores no redimido de REVNI	-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y que sean vinculadas con el emisor	-
<b>(=) Activos Libres de Gravamen</b>	<b>17.046.150,44</b>
<b>80% Activos Libres de Gravámenes</b>	<b>13.636.920,35</b>
<b>Saldo total del monto no redimido de emisiones /ALG más monto no redimido</b>	<b>28,85%</b>

Fuente: Incubandina S.A / Elaboración: PCR

### Activos en litigio

A la fecha de corte, el emisor no registra activos en litigio.

Adicional, la Calificadora ha revisado que, al 28 de febrero de 2019, 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 28 de febrero 2019	
Detalle	Valor
<b>Patrimonio</b>	<b>9.532.566,34</b>
<b>200% Patrimonio</b>	<b>19.065.132,68</b>
Monto no redimido de obligaciones en circulación	6.911.173,48
<b>Total Valores en Circulación y por Emitirse</b>	<b>6.911.173,48</b>
<b>Total Valores en Circulación y por Emitirse / Patrimonio (debe ser menor al 200%)</b>	<b>72,50%</b>

Para el emisor, el saldo con el mercado de valores ocupa una prelación de pago 2, la cual está respaldada por los activos libres de gravamen en 3,18 veces a la fecha de corte.

Posición Relativa de la Garantía General (US\$ miles)				
Orden de Prelación de Pagos	Primera	Segunda	Tercera	Cuarta
Detalle	IESS, SRI, Empleados	Mercado de Valores	Bancos	Proveedores
Saldo Contable	617,34	6.911,17	6.223,25	5.308,54
Pasivo Acumulado	617,34	7.528,52	13.751,76	19.060,30
<b>Fondos Líquidos</b> (Caja y Bancos)	17,30			
<b>Activos Libres de Gravamen</b> + saldo emisiones en circulación	23.957,32			
Cobertura Fondos Líquidos	0,03	0,00	0,00	0,00
Cobertura ALG	38,81	3,18	1,74	1,26

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

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

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

Para febrero 2019, la cobertura de la cuarta emisión respecto a los activos que la respaldan alcanzó 1,14 veces, cumpliéndose el estándar requerido por la normativa vigente.

La compañía posee activos biológicos que forman parte del giro del negocio, donde se encuentran aves de corral (pollos) mantenidas para la crianza, reproducción, incubación y engorde; se observa una tendencia al alza a excepción del año 2016 donde hay una baja del 2,67% debido a la recesión económica que tuvo el país en este año.; para febrero 2019 se observa un incremento interanual de 14,43% (hasta US\$ 2,98 millones), particular que obedece a la ampliación de galpones.

Propiedad planta y equipo presentó un incremento de 35,76%, con respecto a su interanual; particular, mismo que se da por la adquisición de una nueva maquinaria de incubación que le permitirá continuar con el crecimiento de su línea "Cripollo", y a la construcción de galpones. La cuenta propiedad planta y equipo a febrero 2019 fue de US\$ 18,41 millones, donde la mayor ponderación está en maquinaria y equipo (36,91%), edificios y construcciones en curso (34,35%).

Activos que respaldan la emisión (Miles US\$)		
Inventarios, activos biológicos en cría, activos biológicos en producción y propiedad, planta y equipo.	Saldo Cuarta Emisión de Obligaciones feb-19	Cobertura
5.233	4.600	1,14

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

### Metodología utilizada

- Manual de Calificación de Riesgo-PCR.

### Información utilizada para la Calificación

**Información financiera:** Estados Financieros auditados de Incubandina S.A. para los períodos 2014, 2015, 2016 y 2017. Los Balances Auditados para el año 2017 fueron realizados por la firma Abalt Auditores y Consultores y los del año 2018 auditó la firma BDO Ecuador Cía. Ltda, informes que se presentan con opinión limpia. Además, se empleó información interna con corte a febrero 2018 y 2019.

- Acta de la Junta de General Extraordinaria Universal de Accionistas celebrada el 26 de mayo de 2015
- Acta de la Junta de General Extraordinaria Universal de Accionistas celebrada el 31 de julio de 2017 y 24 de agosto de 2017.
- Prospecto de Oferta Pública de Tercera Emisión de Obligaciones
- Escritura de Tercera Emisión de Obligaciones.
- Prospecto de Oferta Pública de Cuarta Emisión de Obligaciones
- Escritura de Cuarta Emisión de Obligaciones.
- Certificado de Activos Libres de Gravamen con corte al 28 de febrero de 2019
- Otros papeles de trabajo

### Presencia Bursátil

#### Situación del Mercado de Valores:

El mercado de valores es una alternativa de financiamiento para las empresas mediante la oferta de títulos de valor



de renta fija y de renta variable. Sin embargo, la cultura bursátil del país llega a niveles mínimos por lo que no se ha desarrollado este mecanismo y como consecuencia de ello, existe escasa transaccionalidad de títulos de valor de renta variable en el mercado secundario siendo este el 0,34% del total transado mientras que las negociaciones de renta fija representaron el 99,66%. Uno de los motivos por lo que se ve involutivo este mercado se debe a la competencia dada por las instituciones financieras.

De acuerdo con las cifras de cierre para el año 2018, se observa un balance positivo en el que el volumen negociado fue cerca de US\$7.000 millones a escala nacional a través del incremento en la negociación de títulos del sector privado. Al comparar el año 2017 y 2018 se aprecia un decremento del 15% en la negociación de títulos del Estado que implica una mayor participación del sector privado en el mercado. Adicionalmente, la emisión de obligaciones incrementó 10% frente al año anterior y brinda un escenario positivo para el año 2019.

Las negociaciones del sector privado (Certificados de Inversión, Certificados de Depósito, Papel Comercial, otros) aportaron con el 41,86%, mientras que los valores del sector público (Certificados de tesorería, Certificados de Inversión, Notas de crédito, otros) lo hicieron con el 58,14%. Dentro del total de emisores del sector privado, las negociaciones realizadas en la Bolsa de Valores de Quito fueron de 48% mientras que la diferencia mayoritaria corresponde a la Bolsa de Valores de Guayaquil; siendo el sector comercial e industrial los mayores dinamizadores.

Debido a las colocaciones de deuda externa que se realizaron a finales del 2017, la economía del país para el primer trimestre del año 2018 mostró excedentes de liquidez que incentivó la colocación de papeles comerciales provocando así la reducción de tasas (4% - 5%) por la alta demanda de estos. Por otra parte, las facturas comerciales negociaron más US\$ 250 millones que permitió generar liquidez para las PYMES. Sin embargo, para finales del año 2018 la liquidez se contrajo lo que resultó más difícil realizar colocaciones.

Finalmente, un hecho positivo fue que en 2018 la Bolsa de Valores de Quito fue admitida en la Asociación de Bolsas de Centroamérica y el Caribe (BOLCEN), gracias a esta iniciativa Ecuador podrá posicionarse y le permitirá atraer inversiones desde el exterior.

#### Indicador de Presencia Bursátil

La presencia bursátil, es un indicador que permite medir la liquidez de los valores sean éstos de renta fija o variable<sup>11</sup>. Cuyo principal objetivo es dar a conocer al inversionista que tan fácil puede ser un negociado un valor en el mercado secundario. Para su cálculo se considera la siguiente formula:

$$\text{Indicador presencia bursátil} = \frac{\text{Nº de días negociados mes}}{\text{Nº de ruedas mes}}$$

Las negociaciones en mercado secundario se detallan a continuación, presentado una liquidez promedio de 0,19, hasta febrero 2019. Esto obedece al comportamiento del mercado de valores en el país, en donde en mayor medida se ofertan títulos de renta fija y en mercado primario.

Indicador Presencia Bursátil										
Emisor	Instrumento	Monto Autorizado US\$	Bolsa	No. transacciones	Monto Negociado	Días bursátiles	Meses	Días negociados Mes	Ruedas Mes	Presencia Bursátil
INCUBANDINA S.A.	Emisión de Obligaciones	6.000.000	Quito	24	4.982.000	7	febrero de 2018	7	18	0,39
	Tercera Emisión de Obligaciones	6.000.000	Quito	13	264.200	3	mayo de 2017	3	21	0,14
	Cuarta emisión de obligaciones	6.000.000	Quito	1	500.000	1	abril de 2018	1	20	0,05

Fuente: Bolsa de Valores Quito / Elaboración: PCR

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

Al mes de febrero 2019, INCUBANDINA mantuvo vigente en el mercado de valores dos emisiones de obligaciones, la titularización de flujos ya fue cancelada en su totalidad, el saldo de capital por pagar es de US\$ 6,91 millones.

Presencia Bursátil (US\$)					
Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Monto Colocado	Saldo de capital a febrero 2019	Calificaciones
Titularización	2013.1.02.01195	3.000.000	3.000.000	0	AA+ PCR (febrero 2018)
	(09 de julio de 2013)				
Tercera Emisión de Obligaciones	SCVS.IRQ.DRMV.2015.1861	6.000.000	5.996.968	2.311.174	AA PCR (agosto 2018)
	(03 de septiembre de 2015)				
Cuarta Emisión de Obligaciones	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-000930	6.000.000	5.970.819	4.600.000	AA PCR (agosto 2018)
	(29 de enero de 2018)				
<b>Total</b>				<b>6.911.174</b>	

Fuente: Incubandina S.A. / Elaboración: PCR

En cuanto al grado de aceptabilidad del valor, cabe indicar que la colocación de la tercera emisión de obligaciones inició el 27 de octubre de 2015 hasta el 24 de diciembre de 2015, mientras que la cuarta emisión de obligaciones inició su colocación el 05 de febrero de 2018 hasta el 04 de junio de 2018, colocando el 99,94% y 99,51% respectivamente del total emitido.

### Hechos de Importancia

- Con fecha 19 de julio de 2018, se canceló el último dividendo del Fideicomiso de Titularización de Incubandina, a febrero 2018 la Titularización se encuentra cancelada en su totalidad con No. de resolución SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2019-00000640 y fecha de resolución 21 de enero de 2019.
- La Superintendencia de Compañías Valores y Seguros con oficio No. SCVS-IRQ-DRMV-SC-2019-00009994-O, presenta observaciones a INCUBADORA ANDINA INCUBANDINA SOCIEDAD ANÓNIMA el 14 de febrero de 2019, mismas que fueron respondidas por INCUBANDINA S.A. el 12 de marzo de 2019; presentado una nueva respuesta por parte del ente de control mediante oficio No. SCVS-IRQ-DRMV-SC-2019-00023609-O de fecha 15 de abril de 2019, en el que se detalla los siguientes puntos:

Las observaciones planteadas por en el ente de control fueron por: saldos negativos en la cuenta contable Bancos, por registro no óptimo de valores de “cheques posfechados”, aclaración de la cuenta “ activos por impuestos corrientes- impuesto salida de capitales”, “ anticipo proveedores extranjeros de bienes”, “ Proveedores Nacionales de Servicio y Proveedores del exterior de Bienes”, información de la operatividad de la “Granja La Esmeralda”, justificación del tratamiento contable de las cuentas contables correspondientes a la capitalización de integración de 7 personas naturales, y solicitud de documentos que respalden el registro contable “Superavit por Revaluación de propiedades”.

Dentro de las observaciones pendientes de regularizar se encuentran las siguientes:

- Se evidencian cheques vencidos en el año 2017 (US\$ 26,99 mil) y en el periodo enero – noviembre 2018 (US\$ 124,01 mil). En referencia Informe de Auditoría<sup>9</sup> de diciembre 2017, así como lo previsto en el Libro 1 del Código Orgánico Monetario Financiero<sup>10</sup> Art 517, el Representante debe aplicar la política de deterioro conforme lo estipulado en el acápite 5.5.4 de la NIIF 9<sup>11</sup> y proceder con la reclasificación contable según cada cliente.  
La administración indica que esta observación está en proceso de verificación con su firma auditora BDO Ecuador Cía. Ltda.
- Reclasificación de la cartera vencida ya que registra un plazo promedio aproximado de 3 años por un monto de US\$ 883,23 mil a agosto 2018. El Representante provisionó la totalidad de cartera a diciembre 2018.  
La administración indica que esta observación está en proceso de verificación con su firma auditora BDO Ecuador Cía. Ltda.
- Solicitud de las escrituras de compra – venta de la finca en Puyo con su debida inscripción en el Registro de la Propiedad, a fin de validar la veracidad del valor de la reclasificación de cuentas por cobrar relacionadas (US\$ 1,01 millones) a activo no corriente.  
En marzo 20019 se corrigió la reclasificación de cuentas.
- Reclasificación contable de “Aportes de Socios o Accionistas para futura Capitalización” (US\$ 70, 69 mil) a “Otras obligaciones Corrientes por pagar” debido a la suspensión de la fusión ente INCUBANDINA y la compañía H&N Huevos Naturales Ecuador S.A. (no se fija fecha para su perfeccionamiento).  
Mediante Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas firmada en la ciudad de Ambato el 08 de marzo de 2019 se resolvió el aumento de capital por US\$ 2,98 millones.

<sup>9</sup> Informe de Auditoría AUDITSOLUTION SOLUCIONES DE AUDITORÍA INTEGRAL Cía. Ltda. (nota de los EEFF auditados pág 18, corte al 31/12/2017)

<sup>10</sup> Código Orgánico Monetario Financiero Artículo 517.- Plazo máximo para pago de cheque El girado puede pagar un cheque aun después de expirados los plazos establecidos en el artículo 493 y dentro de los trece meses posteriores a la fecha de su emisión.

<sup>11</sup> NIIF 9 acápite 5.5.4 El objetivo de los requerimientos del deterioro de valor es reconocer las pérdidas crediticias esperadas durante el tiempo de vida del activo de todos los instrumentos financieros para los cuales ha habido incrementos significativos en el riesgo crediticio desde el reconocimiento inicial — evaluado sobre una base colectiva o individual — considerando toda la información razonable y sustentable, incluyendo la que se refiera al futuro.

5. El indicador de liquidez se ubica bajo la unidad (0,83) y por debajo del sector (1,24), por lo que, se solicita a la compañía que presente acciones que implementará en el corto y mediano plazo para evitar un posible incumplimiento de los Resguardos de Ley previstos en las características de los Prospectos de Oferta Pública.  
La administración está analizando qué medidas tomar para incrementar el indicador de liquidez
6. El representante de INCUBANDINA debe presentar acciones a implementar con el fin de que el personal que tienen acumulado más de 45 días de vacaciones pueda hacer uso de estas, cumpliendo con lo estipulado en el Código de Trabajo.  
El personal está haciendo uso de sus vacaciones, con el fin de cumplir lo estipulado por la normativa laboral. Se han tomado medidas, donde el personal a hecho uso de sus vacaciones
7. Adoptar medidas necesarias al proveedor del SAP, a fin de que, en la entrega semestral de información prevista para el 30 de junio de 2019, se evidencie concordancia tanto en los balances de comprobación como en los estados financieros.  
La administración indica que no se hará la reclasificación de cuentas, debido a los procesos y costos que esto implica.

### **Relación con Empresas Vinculadas**

La empresa H&N, es una empresa relacionada de Incubadora Andina Incubandina S.A., empresas que se encontraban en proceso de fusión, sin embargo, mediante Junta de Accionistas de fecha 16 de enero de 2018 se suspende dicho proceso.

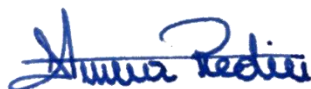
Para el corte del presente informe, se realiza una reclasificación de cuentas por cobrar relacionadas (activo corriente – activo no corriente). Estas cuentas fueron generadas por el traspaso de la Finca de H&N a Incubandina, cuentas que se compensarían con los valores que adeuda H&N. Se considera una porción de esta deuda al corto plazo, valores que cancelará en el año en curso mientras que la diferencia de US\$ 1,05 millones cancelará en el año 2020.

Anexo: Cartera Relacionada (US\$ miles)		
Descripción / Periodo	feb-18	feb-19
<b>Corto Plazo</b>	1.504,98	781,82
<b>Largo Plazo</b>	-	1.058,26
<b>Total</b>	<b>1.504,98</b>	<b>1.840,08</b>

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

H&N Huevos Naturales Ecuador S.A. a diciembre 2017 (última información disponible) presenta un total de activos de US\$ 2,99 millones que están concentrados en activo no corrientes con 99,95% que corresponden netamente a edificios, maquinaria y vehículos. Con respecto al pasivo total (US\$ 2,03 millones), está concentrado en cuentas y documentos por pagar de largo plazo con su relacionada Incubandina (US\$ 1,49 millones). El patrimonio a diciembre 2017 fue de US\$ 957,84 mil. Al cierre del 2017 no presenta ingreso de actividades ordinarias debido a que las líneas de negocio fueron cedidas a Incubandina, aunque presenta gastos que son cubiertos por su relacionada, con la cual la pérdida fue de US\$ 187, 43 mil.

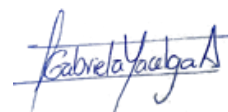
### **Miembros de Comité**



**Econ. Ximena Redin**



**Econ. José Ignacio Mora**



**Econ. Gabriela Yacelga**

## Anexos

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

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

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

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

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

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

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

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

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

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 7: Estructura Accionaria		
Nombre	CAPITAL	% de Participación
BASTIDAS HERRERA MARIA AVELINA	377.200,00	18,72%
CORRALES BASTIDAS HERNAN BOLIVAR	178.200,00	8,84%
CORRALES BASTIDAS SEGUNDO JAVIER	151.500,00	7,52%
VILLARROEL BASTIDAS HUGO MARCELO	143.700,00	7,13%
CORRALES BASTIDAS EDGAR ENRIQUE	126.000,00	6,25%
CORRALES BASTIDAS GLORIA ANGELICA	121.100,00	6,01%
CORRALES BASTIDAS CRISTOBAL ROSENDO	92.300,00	4,58%
CORRALES BASTIDAS ROSARIO	92.300,00	4,58%
PROAÑO MORENO JOSE OLMEDO	83.400,00	4,14%
Otros accionistas con participación inferior al 2%	649.500,00	32,23%
<b>Total</b>	<b>2.015.200</b>	<b>100%</b>

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 8: Estructura de Ingresos					
Línea de Productos	feb-18		feb-19		Var %
	Valor	Participación	Valor	Participación	
Pollita bb	1.353.578	42,85%	1.574.573	40,70%	16,33%
Pollito bb	108.038	3,42%	156.916	4,06%	45,24%
Pollo faenado	749.864	23,74%	447.802	11,57%	-40,28%
Huevo comercial	352.211	11,15%	357.577	9,24%	1,52%
Pollita Levantada	203.395	6,44%	160.052	4,14%	-21,31%
Balanceado	87.985	2,79%	105.993	2,74%	20,47%
Pollo en pie	218.165	6,91%	923.235	23,86%	323,18%
Genérica	84.511	2,68%	6.079	0,16%	-92,81%
Compostaje	1.087	0,03%	136.503	3,53%	12463,55%
<b>Total Ingresos</b>	<b>3.158.835</b>		<b>3.868.730</b>		<b>22,47%</b>

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 9: Cartera Comercial (US\$)		
Descripción / Periodo	feb-18	feb-19
<b>Cartera Por Vencer</b>	<b>1.073.234</b>	<b>1.678.349</b>
<b>Cheques posfechados</b>	-	<b>1.135.733</b>
<b>Cartera Vencida</b>	1 - 30 días	406.163
	31- 60 días	69.609
	61- 90 días	95.598
	91- 180 días	89.347
	181- 360 días	79.688
	más 360 días	853.088
	<b>Total Cartera Vencida</b>	<b>1.593.493</b>
<b>Cartera Comercial</b>	<b>2.666.727</b>	<b>5.412.747</b>
<b>Morosidad</b>	59,75%	48,01%
<b>Provisiones</b>	(669.094)	(1.309.767)
<b>Cobertura</b>	41,99%	50,40%
<b>Cartera Comercial Neta</b>	<b>1.997.633</b>	<b>4.102.979</b>

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 10: Flujo de Efectivo (MilesUS\$ )	
	feb-19
<b>Flujo de efectivo de actividades de operación</b>	
Efectivo recibido de clientes por ventas	3.353
Efectivo pagado a proveedores y empleados	(1.330)
Intereses pagados	(160)
Impuestos a las ganancias pagadas	-
Otros ingresos	10
<b>Efectivo neto proveniente de actividades operativas</b>	<b>1.873</b>
<b>Flujo de efectivo de actividades de inversión</b>	
Pago por compra de propiedad, planta y equipo	(1.133)
Efectivo recibido por la venta de propiedades, planta y equipo	
Adquisición de activos biológicos	
Efectivo recibido por la venta de activos biológicos	
Cambio neto activos financieros mantenidos hasta el vencimiento	0
<b>Efectivo neto proveniente de actividades de inversión</b>	<b>(1.133)</b>
<b>Flujo de efectivo de actividades de financiamiento</b>	
Efectivo (pagado) por obligaciones financieras	119
Efectivo recibido por obligaciones financieras	(47)
Efectivo (pagado) recibido por emisión de obligaciones	(887)
Otras entradas / salidas efectivo	-
<b>Efectivo neto proveniente de actividades de financiamiento</b>	<b>(815)</b>
<b>Variación en el efectivo y equivalentes al efectivo</b>	<b>(75)</b>
<b>Saldo bancario al principio del período</b>	<b>93</b>
<b>Saldo bancario al final del período</b>	<b>17</b>

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR



Anexo 11: Balance General y Estado de Resultados (Miles US\$)

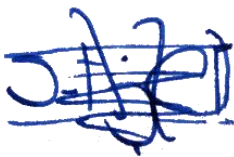
INCUBANDINA S.A.							
Estados Financieros							
Miles de US\$							
	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	feb-18	dic-18	feb-19
<b>Balance General</b>							
Efectivo y equivalentes de efectivo	704	1.012	3.571	615	2.182	97	21
Deudores Comerciales	1.433	2.015	1.767	2.382	1.998	3.476	4.107
Inventarios	2.085	1.933	1.924	2.434	1.951	3.071	2.246
Activos por impuestos corrientes	59	121	215	335	459	502	604
Otros activos	1.608	1.235	1.945	2.133	2.152	940	451
Otras Cuentas por cobrar relacionadas	149	32	863	1.491	1.505	782	782
<b>Activo Corriente</b>	<b>6.038</b>	<b>6.347</b>	<b>10.284</b>	<b>9.391</b>	<b>10.247</b>	<b>8.868</b>	<b>8.210</b>
<b>Activo Corriente prueba ácida</b>	<b>3.953</b>	<b>4.414</b>	<b>8.360</b>	<b>6.956</b>	<b>8.296</b>	<b>5.797</b>	<b>5.964</b>
Propiedad, Planta y Equipo	9.093	9.809	10.339	12.934	13.560	17.468	18.408
Activos Biológicos	1.817	2.506	2.439	2.788	2.610	3.196	2.987
Impuestos a la Renta Diferido	158	-	-	26	26	33	33
Documentos y ctas por cobrar relacionadas L/P	-	-	-	-	-	1.011	1.058
<b>Activo No Corriente</b>	<b>11.068</b>	<b>12.315</b>	<b>12.778</b>	<b>15.747</b>	<b>16.196</b>	<b>21.708</b>	<b>22.487</b>
<b>Activo Total</b>	<b>17.105</b>	<b>18.662</b>	<b>23.062</b>	<b>25.138</b>	<b>26.443</b>	<b>30.576</b>	<b>30.696</b>
Obligaciones Financieras de C/P	2.633	2.995	3.266	3.815	2.706	3.654	3.977
Obligaciones Emitidas de C/P	923	1.085	3.053	1.567	1.249	2.853	1.762
Cuentas por Pagar - Comerciales	1.854	3.439	2.370	5.725	4.258	2.947	3.810
Otras Cuentas por pagar	1.132	310	381	515	558	1.172	1.261
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>6.542</b>	<b>7.828</b>	<b>9.071</b>	<b>11.622</b>	<b>8.771</b>	<b>10.625</b>	<b>10.810</b>
Obligaciones Financieras de L/P	318	998	1.192	1.890	2.139	2.246	2.246
Obligaciones Emitidas de L/P	1.906	1.031	4.021	2.550	6.818	5.149	5.149
Pasivo Diferido	1.196	1.488	968	649	649	2.456	2.447
Beneficios Empleados	297	308	410	494	491	566	609
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>3.717</b>	<b>3.825</b>	<b>6.591</b>	<b>5.584</b>	<b>10.097</b>	<b>10.418</b>	<b>10.452</b>
<b>Pasivo Total</b>	<b>10.259</b>	<b>11.653</b>	<b>15.662</b>	<b>17.207</b>	<b>18.868</b>	<b>21.044</b>	<b>21.262</b>
Capital pagado	2.015	2.015	2.015	2.015	2.015	2.015	2.015
Aportes para futuras capitalizaciones	-	-	-	71	71	-	-
Reservas Legal y Facultativa	250	329	344	388	406	434	434
Otros resultados integrales	1.861	1.890	1.888	1.885	1.915	2.947	3.570
Resultados acumulados	2.071	2.621	2.717	3.113	3.524	3.611	3.513
<b>Total Patrimonio</b>	<b>6.198</b>	<b>6.855</b>	<b>6.965</b>	<b>7.471</b>	<b>7.931</b>	<b>9.007</b>	<b>9.533</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>5.780</b>	<b>6.109</b>	<b>11.532</b>	<b>9.823</b>	<b>12.912</b>	<b>13.902</b>	<b>13.134</b>
Corto Plazo	3.556	4.080	6.319	5.382	3.955	6.507	5.739
Largo Plazo	2.224	2.029	5.212	4.441	8.957	7.396	7.396
<b>Estado de Pérdidas y Ganancias</b>							
Ingresos Operacionales	14.443	18.033	18.662	20.102	3.159	22.966	3.869
Costos de Ventas	11.543	15.435	15.465	16.005	2.922	18.214	3.428
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>2.900</b>	<b>2.598</b>	<b>3.197</b>	<b>4.097</b>	<b>237</b>	<b>4.752</b>	<b>441</b>
Gastos operacionales	1.721	1.948	2.226	3.271	425	2.997	389
<b>Resultado de Operación</b>	<b>1.179</b>	<b>649</b>	<b>971</b>	<b>826</b>	<b>-188</b>	<b>1.755</b>	<b>52</b>
Gastos Financieros	554	589	910	818	180	1.294	160
Otros Ingresos y Gastos	302	421	719	373	12	296	10
<b>Utilidad antes de participación e impuestos</b>	<b>927</b>	<b>482</b>	<b>780</b>	<b>380</b>	<b>-357</b>	<b>757</b>	<b>-98</b>
Impuesto a la Renta	250	328	344	-83	-	232	-
<b>Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio</b>	<b>677</b>	<b>154</b>	<b>436</b>	<b>463</b>	<b>-357</b>	<b>525</b>	<b>-98</b>

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 11: Márgenes e Indicadores Financieros (Miles US\$)							
INCUBANDINA S.A.							
Indicadores Financieros							
	dic- 14	dic- 15	dic- 16	dic- 17	feb- 18	dic- 18	feb- 19
<b>Márgenes</b>							
Costos de Venta / Ingresos	79,92%	85,59%	82,87%	79,62%	92,49%	79,31%	88,61%
Margen Bruto	20,08%	14,41%	17,13%	20,38%	7,51%	20,69%	11,39%
Gastos Operacionales / Ingresos	11,91%	10,81%	11,93%	16,27%	13,46%	13,05%	10,05%
Margen Operacional	8,17%	3,60%	5,20%	4,11%	-5,95%	7,64%	1,33%
Gastos Financieros / Ingresos	3,83%	3,26%	4,88%	4,07%	5,71%	5,64%	4,12%
Margen Neto	4,69%	0,85%	2,34%	2,30%	-11,29%	2,29%	-2,53%
Margen EBITDA	12,03%	7,46%	9,03%	8,36%	-0,56%	12,26%	6,32%
<b>EBITDA y Cobertura</b>							
Depreciación y Amortización	558	695	714	854	170	1.061	193
EBITDA (Acumulado)	1.737	1.345	1.684	1.680	-18	2.816	245
EBITDA (12 meses)	1.737	1.345	1.684	1.680	-105	2.816	1.468
EBITDA / Gastos Financieros (12 meses)	3,14	2,29	1,85	2,05	-0,10	2,18	1,53
EBITDA / Deuda Financiera Corto Plazo (12 meses)	0,49	0,33	0,27	0,31	-0,03	0,43	0,26
EBITDA / Deuda Financiera (12 meses)	0,30	0,22	0,15	0,17	-0,01	0,20	0,11
EBITDA (12 meses) / Pasivo total	0,17	0,12	0,11	0,10	-0,01	0,13	0,07
<b>Solvencia</b>							
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,64	0,67	0,58	0,68	0,46	0,50	0,51
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,56	0,52	0,74	0,57	0,68	0,66	0,62
Deuda Financiera / Patrimonio	0,93	0,89	1,66	1,31	1,63	1,54	1,38
Pasivo Total / Patrimonio	1,66	1,70	2,25	2,30	2,38	2,34	2,23
Pasivo Total / Capital Pagado	5,09	5,78	7,77	8,54	9,36	10,44	10,55
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	3,33	4,54	6,85	5,85	-122,58	4,94	8,95
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	5,91	8,66	9,30	10,24	-179,12	7,47	14,48
<b>Rentabilidad</b>							
ROA (12 meses)	3,79%	0,83%	1,89%	1,83%	-8,09%	1,72%	-1,91%
ROE (12 meses)	10,46%	2,25%	6,26%	6,15%	-26,98%	5,83%	-6,16%
<b>Liquidez</b>							
Liquidez General	0,92	0,81	1,13	0,81	1,17	0,83	0,76
Prueba Acida	0,60	0,56	0,92	0,60	0,95	0,55	0,55
Capital de Trabajo	-504	-1.481	1.214	-2.232	1.476	-1.757	-2.600
<b>Rotación</b>							
Días de Cuentas por Cobrar Comerciales	36	40	34	43	38	54	64
Días de Cuentas por Pagar Proveedores	58	80	55	129	87	58	67
Días de Inventarios	65	45	45	55	40	61	39
Ciclo de conversión de efectivo	43	5	24	-31	-9	57	36
<b>Flujo de Efectivo</b>							
Flujo Operativo	2.905	3.663	911	5.015	-	2.212	1.873
Flujo de Inversión	(2.539)	(3.743)	(4.018)	(5.726)	-	(6.852)	(1.134)
Flujo de Financiamiento	(375)	388	5.136	(1.715)	-	4.121	(815)
Saldo al inicio del período	714	704	1.012	3.040	-	615	93
Saldo al final del período	704	1.012	3.040	615	-	97	17

Fuente: INCUBANDINA S.A. / Elaboración: PCR

Atentamente,



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



Ing. Sofía González A.  
Analista