

Novena Emisión de Obligaciones

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.

Informe de Calificación de Riesgo con estados financieros al 31 de octubre de 2024

Fecha de Comité: 17 de diciembre de 2024

Calificación: AA	Significado de la Calificación de Riesgo según el Órgano de Control <i>Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad de pago del 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 pertenece y a la economía en general.</i>
Vigencia de la calificación: 6 meses	Calificación anterior: n/a
Resolución Aprobatoria SCVS: n/d	
Analista: Esteban Zambrano / Miembros del Comité: José Burgoa, Carlos Méndez, Ivan Sannino	
El análisis se realiza en base a los estados financieros auditados y otras fuentes oficiales. Sin embargo, MFR no garantiza la confiabilidad e integridad de la información, considerando que no realiza controles de auditoría, por lo que no se hace responsable por algún error u omisión por el uso de dicha información. La presente calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste	

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., constituida en 1974, es una compañía con una destacada trayectoria en el sector de la construcción, desarrollando obras en diversas ciudades del litoral ecuatoriano, así como en Cuenca y Quito, con una mayor concentración de proyectos en Guayaquil. La empresa, con sede en Guayaquil, se especializa en la construcción de edificios y residencias, principalmente para clientes comerciales, industriales, hoteleros y particulares, enfocándose en el segmento de clase media-alta. FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. mantiene una estructura administrativa sólida con un equipo profesional especializado. La empresa ha desarrollado importantes proyectos tanto para el sector público como privado. A oct-24 cuenta con USD 54,32 millones de activos. La empresa financia sus operaciones principalmente por deuda con instituciones financieras, mercado de valores, anticipos de clientes, aportes de capital e ingresos totales. Entre ene24-oct24, registró ingresos por USD 4,07 millones, de los cuales, USD 3,33 millones corresponde a ingresos operativos.

Indicadores	Ene21 - Dic21	Ene22 - Dic22	Ene23 - Dic23	Nov23 - Oct24
Activo (USD)	47.088.691	48.968.827	52.902.491	54.317.435
Pasivo (USD)	37.409.410	38.563.847	40.041.841	41.617.428
Patrimonio (USD)	9.679.281	10.404.980	12.860.650	12.700.007
Ingresos (USD)	15.590.594	10.398.176	9.996.496	3.996.641
Utilidad/Pérdida Neta (USD)	24.925	235.782	49.399	205.716
ROE	0,3%	2,3%	0,4%	1,6%
ROA	0,1%	0,5%	0,1%	0,4%
EBITDA/gastos financieros	0,8	-2,1	-0,3	0,6
EBITDA/deuda financiera	0,1	-0,2	0,0	0,0
Pasivo total/patrimonio	0,1	-0,4	0,0	0,2
Deuda financiera/EBITDA	11,9	-5,5	-75,7	23,4
Pasivo total/EBITDA	0,1	-0,2	0,0	0,0
Razón circulante	1,0	0,6	0,7	1,6
Prueba ácida	0,4	0,4	0,3	0,6
Rotación cuentas por cobrar	0,3	0,2	0,2	0,7
Rotación inventarios	2,6	3,0	2,4	1,1

nd: no disponible na: no aplica

Fundamento de la Calificación

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. mantiene una trayectoria sólida en el sector de la construcción, respaldada por una diversificada cartera de clientes, activos significativos mayormente libres de gravámenes y recientes mejoras en liquidez y generación de EBITDA. No obstante, la empresa ha enfrentado incidencias recientes en su historial de pagos, incluyendo saldos vencidos en el buró de crédito y retrasos en pagos en el mercado de valores, atribuibles a errores operativos ya subsanados. Adicionalmente, cuenta con un plan de pago de las obligaciones pendientes con el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS). A pesar de estos factores, la solidez de la emisión está respaldada por una garantía general y una garantía específica (fianza solidaria), junto con un Fideicomiso Mercantil de Administración de Flujos y Pagos, lo que refuerza la capacidad de pago de la emisión en los términos y plazos

Resumen de las principales áreas de análisis

Riesgo del negocio

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., es una empresa destacada en el sector de la construcción con más de 50 años de experiencia. Su cobertura geográfica incluye ciudades del litoral, así como Cuenca y Quito, aunque se evidencia una concentración en Guayaquil. El sector de la construcción e inmobiliario depende en gran medida de políticas que fomenten la inversión privada y aumenten las obras públicas, factores que influyen directamente en el dinamismo y desarrollo del sector. La compañía se ha consolidado en el mercado y ha diversificado su clientela en sectores residenciales, comerciales e industriales. FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. mantiene relaciones sólidas con proveedores locales y compite eficazmente en un mercado dinámico, ocupando una posición significativa en la construcción de edificios residenciales. A nivel de gobierno corporativo, aunque carece de prácticas formales establecidas en sus estatutos, implementa políticas y procedimientos que garantizan la transparencia y eficiencia operativa. Con un enfoque estratégico claro, la empresa se enfoca en la expansión y sostenibilidad, apoyada por un equipo calificado y una sólida estructura administrativa. La empresa podría enfrentar riesgos legales y reputacionales derivados a obligaciones patronales en mora con el IESS (USD 395, 32 mil), obligaciones financieras vencidas (USD 246,52 mil) y retrasos en pagos de emisiones de mercado de valores, por lo que el cumplimiento puntual de obligaciones y regularización de pagos es un aspecto a monitorear para mitigar este riesgo. Se debe mencionar que actualmente la empresa posee un convenio de pagos con el IESS y se encuentra en negociaciones de reestructuración de deuda con su acreedor.

Riesgo financiero

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. presenta niveles moderados de rentabilidad, con un ROE a nov23-oct24 del 1,61% (0,42% a dic-23, 2,35 a dic-22 y 0,26 a dic-21) y un ROA del 0,38% (0,10% a dic-23, 0,49% a dic-22 y 0,26% a dic-21). La empresa en el periodo nov23-oct24 generó un EBITDA de USD 0,90 millones, mostrando una capacidad variable para generar flujo operativo (-USD 0,29 millones a dic-23, - USD 4,33 millones a dic-22, USD 1,95 millones a dic-21). La cobertura del EBITDA frente a la deuda a corto plazo alcanzó 0,10 veces en el periodo nov23- oct24. La liquidez es adecuada, con una razón circulante de 1,59 veces a oct-24, aunque históricamente se ha ubicado por debajo de la unidad (0,67 a dic23, 0,64 a dic-22 y 0,98 a dic 21). El nivel de endeudamiento ha mejorado ligeramente, con un apalancamiento financiero de 3,28 veces a oct-24. Niveles de solvencia adecuados. Por monitorear incremento de capital producto de aporte para futuras capitalizaciones. Por monitorear cumplimiento de obligaciones financieras con instituciones financieras y mercado de valores en tiempo y forma. La empresa prevé alcanzar ingresos en dic-25 por USD 25,18 millones, con una tendencia creciente hasta el 2026 justificado en los ingresos provenientes de proyectos previstos a ser finalizados en ese periodo, posteriormente se evidencia una variación en los ingresos que se justificaría por la finalización de proyectos e inicio de nuevos proyectos. Parte de la estrategia de financiamiento proviene de la venta de activos improductivos, permitiendo a la empresa generar los flujos futuros suficientes para cubrir los requerimientos operativos de financiamiento e inversión. El cumplimiento de las proyecciones dependerá de la efectiva gestión y ejecución de los proyectos, por lo que su cumplimiento es un aspecto a monitorear.

Garantías de la emisión

La Garantía General proporcionada por FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. respalda la Novena Emisión de Obligaciones con una base de activos significativa, principalmente libre de gravámenes, lo que constituye una garantía sólida frente a la volatilidad potencial en el valor de los activos durante el plazo de la emisión. Los activos que respaldan esta emisión corresponden principalmente a inventarios, que presentan ciertos riesgos y capacidades de liquidación. Las cuentas por cobrar con relacionadas agregan un riesgo adicional, ya que cualquier incumplimiento podría afectar negativamente los flujos de efectivo de la empresa. En general, aunque los activos que respaldan la emisión son de buena calidad, su capacidad de ser liquidados dependerá del éxito continuo de los proyectos, lo cual hace que estos activos presenten riesgos de mercado en caso de problemas operativos o condiciones adversas en el sector inmobiliario.

La fianza solidaria otorgada por los garantes proporciona una fuerte garantía para la Novena Emisión de Obligaciones, asegurando la cobertura del 100% del capital más intereses, siempre que los garantes mantengan una adecuada solvencia financiera. Por otro lado, el fideicomiso mercantil de administración de flujos y pagos asegura la acumulación anticipada de fondos para el pago oportuno de los dividendos trimestrales de la emisión de obligaciones, fortaleciendo la seguridad para los obligacionistas.

Información Utilizada

- Prospecto de Oferta Pública de la Novena Emisión de Obligaciones.
- Actas de la Junta General Ordinaria de Accionistas de la compañía FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., del 11 de marzo de 2024 y de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de 09 de diciembre de 2024.
- Escritura Pública de Constitución de Fideicomiso Mercantil de Administración de Flujos y Pagos denominado “Fideicomiso de Administración de Flujos Furoiani”.
- Contrato de Fianza Solidaria otorgado por Ana María de Lourdes Furoiani Zambrano y Galo Enrique García Furoiani.
- Declaración Juramentada de los Activos que respaldan la Emisión.
- Estados financieros auditados del año 2020 a 2023 y estados financieros internos a oct-23 y oct-24; y demás información suplementaria considerada relevante para el análisis de la capacidad de pago del emisor.

Riesgos previsibles a futuro, de acuerdo al giro de negocio del emisor

- Las fluctuaciones en la economía pueden impactar negativamente la demanda de bienes inmuebles y servicios de construcción, afectando los ingresos de la empresa.
- Aunque la reducción del 10% en el impuesto al valor agregado sobre los materiales de construcción en 2024 ayuda a mitigar los efectos de los incrementos de precios, factores como la volatilidad del mercado y la disponibilidad de suministros representan riesgos para el sector de la construcción.
- Retrasos en la finalización de proyectos pueden afectar los flujos de ingresos previstos y la capacidad de la empresa para cumplir con sus proyecciones.
- La alta dependencia del financiamiento externo y los altos niveles de endeudamiento pueden poner presión sobre la liquidez y la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones financieras.
- La inestabilidad en la generación de flujo de efectivo puede afectar la capacidad de la empresa para financiar nuevas inversiones y operaciones continuas.
- La competencia en el sector inmobiliario y de construcción puede afectar los márgenes de beneficio y la participación en el mercado de la empresa.
- La concentración de ingresos en pocos proyectos específicos puede incrementar el riesgo si alguno de estos proyectos enfrenta problemas o retrasos

1. Contexto

1.1 Contexto económico y político

Según datos reportados por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en oct-24, la perspectiva de crecimiento de la economía ecuatoriana para el 2024 es de 0,3%, mientras que la previsión a inicios de año era del 0,8%. Esta disminución del crecimiento responde a varios factores como la reducción de ingresos petroleros, inestabilidad social, altos niveles de inseguridad y la actual crisis energética. A esto se suma el alza de impuestos lo cual ha reducido la capacidad de consumo de los hogares, además de la preocupación por los bajos niveles de rentabilidad del sistema cooperativo, provocados por factores como el deterioro de la calidad de la cartera de crédito, el aumento de provisiones de la cartera problemática, la desaceleración del crecimiento en la colocación de créditos y el incremento de las tasas de interés pasivas. Por otro lado, si bien las perspectivas de crecimiento económico para el 2025 se muestran más optimistas, el país enfrenta un desafío de incertidumbre política por las elecciones presidenciales.

En el segundo trimestre de 2024, el PIB del Ecuador registró un decrecimiento de 2,2% comparado con el mismo período del año 2023; a nivel de industrias, aquellas que han presentado un desempeño positivo son la pesca y acuicultura, servicios y alojamiento y restaurantes, mientras que las industrias de construcción, refinamiento y entretenimiento presentan un menor desempeño.

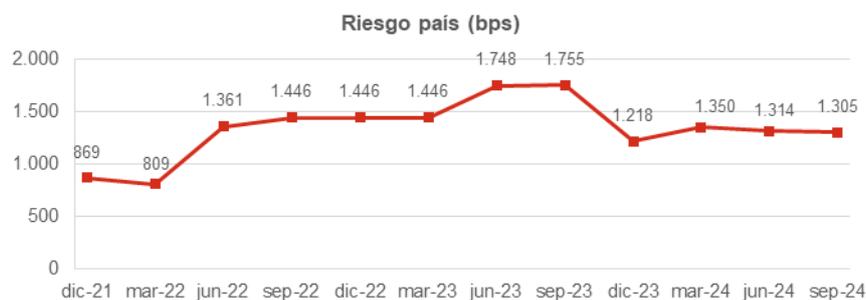
Según la proforma presupuestaria del 2024, las necesidades de financiamiento para Ecuador son de aproximadamente USD 12.000 millones. La crisis sociopolítica que enfrenta el país ha frenado las fuentes de financiamiento externo, por lo que las autoridades plantean que para el 2024, el presupuesto se apalancará más en alternativas como la focalización de subsidios y la recaudación de impuestos, para cubrir el actual déficit fiscal, que cada año va en aumento. En línea con esto, la actual administración prevé aumentar la recaudación tributaria mediante la reforma a la “Ley Orgánica de Eficiencia Económica y Generación de Empleo” que fue aprobada por la Asamblea en ene-24, con la cual se espera conseguir aproximadamente USD 900 millones de liquidez para el año 2024.

El actual gobierno del presidente Noboa, concretó en el mes de mayo 2024, un nuevo crédito con el Fondo Monetario Internacional (FMI), por USD 4.000 millones, a través de una carta de intención como acuerdo de Servicio Ampliado de Fondo (SAF), mediante el cual el gobierno deberá implementar reformas estructurales por un período de cuatro años hasta el 2028, con el objetivo de resolver deficiencias institucionales y económicas. Adicionalmente, el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) aprobó en julio un crédito para el país por USD 300 millones.

Riesgo soberano	Moneda extranjera		Moneda local	Perspectiva
	Corto plazo	Largo plazo	Largo plazo	
Moody's	-	Caa3	-	Estable
S&P Global Ratings	B	B-	B-	Negativa
Fitch Ratings	C	CCC+	B-	n/a

En lo que respecta al riesgo soberano de Ecuador, es importante destacar que Standard & Poor's ha emitido su calificación de los bonos a largo plazo, sosteniendo un nivel de "B-" con una perspectiva negativa. Por otro lado, Moody's mantiene la calificación de "Caa3" con una perspectiva estable en los últimos 3 años. Finalmente, en ago-23, Fitch disminuyó su calificación a CCC+, debido a un escenario fiscal más desafiante, un deterioro de las cuentas fiscales, así como un panorama de financiamiento externo retador.

A oct-24, el indicador de riesgo país se ubicó en 1.305 bps, ubicándose el nivel de riesgo país dentro de los más altos de la región (solo por debajo de Venezuela y Bolivia). El riesgo país presentó una tendencia a la baja desde enero 24 respecto a períodos anteriores, lo cual coincidió con el anuncio del incremento del IVA al 15%, logrado por el presidente Daniel Noboa, a través de la Ley de Conflicto Armado Interno; además del inicio de negociaciones para acceder a un nuevo préstamo con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Sin embargo, en mayo 2024, el riesgo país empezó a subir nuevamente, posiblemente relacionado por factores como la caída del precio del petróleo, crecientes niveles de inseguridad y la inestabilidad política presentada por las diferencias entre el presidente Noboa y su vicepresidenta.



Al 4 de noviembre de 2024, se registra una producción de 457.030 barriles diarios con un cumplimiento de 103,6% respecto a la producción del día de operación. Por otro lado, a sep-24, el precio del barril (WTI) muestra una leve disminución respecto al trimestre anterior, ubicándose en USD 75,6. A sep-24, la producción petrolera nacional de Ecuador tuvo una disminución del 3% respecto a sep-23.

En ago-23 tras un plebiscito nacional, los ecuatorianos decidieron detener la explotación de petróleo en el Bloque 43-ITT, uno de los más grandes del país, ubicado en el amazónico Parque Nacional Yasuní. El gobierno calcula que el cese de operaciones causará un perjuicio de USD 1.200 al año por la venta de crudo y su desmonte costará más de USD 500 millones. Para dismantelar la infraestructura y cerrar los pozos, Petroecuador tiene el plazo de un año. Y, cuando eso ocurra, significará un recorte del 10% o una caída de 47.852 barriles diarios de petróleo. De igual manera, las licitaciones para mejorar la producción de petróleo y gas en los Campos Amistad y Sacha, no se ha concretado hasta la emisión del presente informe. El presidente Daniel Noboa considera aplazar el cierre del bloque ITT, para lo cual solicitará informes jurídicos.

A sep-24, la balanza comercial acumulada muestra un superávit de USD 4.631,6 millones, mayor al superávit mostrado a sep-23 (USD 1.252,2 millones). La balanza comercial petrolera evidenció un superávit de USD 2.359,3 millones; además la balanza comercial no petrolera presenta un superávit de USD 2.272,2 millones, presentando un aumento de 11,3% de las exportaciones y una disminución de 5,6% de las importaciones, respecto a sep-23.

A sep-24, Ecuador registra un déficit fiscal de USD 337,3 miles. Para el 2024, se espera un déficit fiscal de aproximadamente el 4% del PIB.

Por otra parte, según datos del Banco Central a sep-24, la deuda pública alcanza los USD 61.967 millones, representando el 50,3% del PIB (76,1% deuda externa, 22,1% deuda interna y 1,8% otros pasivos).

Respecto a la inflación, a sep-24, se presenta una inflación anual de 1,4%, inferior a sep-23 (2,2%) y mostrando una mayor incidencia en el sector de transporte (0,32%), bienes y servicios diversos (0,22%), salud (0,19%), restaurantes y hoteles (0,15%), educación (0,14%), alojamiento, agua, electricidad, gas y otros (0,13%) y comunicaciones (0,09%). Por otra parte, el ingreso familiar mensual promedio se ubica en USD 858,67 y el valor de la canasta básica familiar (CFB) se ubica en USD 803,82 a sep-24; mientras que, la canasta vital se ubica en USD 561,58.

La tasa de desempleo en el país a sep-24 se ubica en 4,0% de la PEA del país, menor a la registrada en sep-23 (3,7%); además, la tasa de subempleo se ubica en 20,8% (20,2% en sep-23).

Indicadores macroeconómicos	Dic21	Dic22	Dic23	Jun24	Sep24
PIB nominal (miles de millones USD)	105,4	116,0	119,57	122,06	123,09
PIB per cápita en USD (precios corrientes)	5.938	6.449	6.560,4	6.821,7	6.851,3
Crecimiento real del PIB	3,5%	2,7%	1,5%*	1,0%*	0,9%*
Precio petróleo WTI por barril (USD)	71,9	76,5	72,1	78,7	75,6
Tasa de inflación (fin de período, anualizada)	1,9%	3,7%	1,4%	1,2%	1,4%
Balanza Comercial (USD millones)	2.870,7	2.324,6	1.998,3	3.738,6	4.631,6
Déficit fiscal (millones USD)	-1.691	-991,11	-2.405	384	-337,3
Deuda pública (millones USD)	62.193	63.693	61.245	59.291	61.967
Deuda/PIB	59,0%	56,0%	51,2%	48,6%	50,3%
Tasa de desempleo	4,1%	3,2%	3,4%	3,1%	4,0%
Tasa de subempleo	22,6%	19,4%	21,2%	19,9%	20,8%

Fuente: Banco Central del Ecuador, INEC, Ministerio de Economía y Finanzas, Fondo Monetario Internacional (FM)

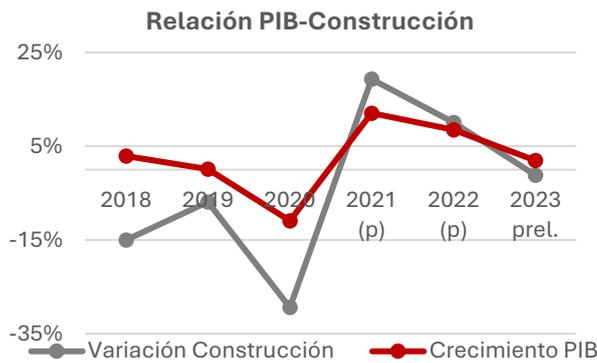
*Proyecciones según BCE

1.2 Riesgo sectorial

En años anteriores, el sector de la construcción en Ecuador mostró un crecimiento significativo, consolidándose como uno de los pilares de la economía del país. Hasta 2014, el sector experimentó un crecimiento sostenido, impulsado por altos niveles de inversión pública y liquidez gracias al aumento en los recursos estatales. Este dinamismo no solo favoreció a la construcción, sino también a industrias relacionadas como la manufactura, minería, comercio y transporte, creando un efecto multiplicador en la economía.

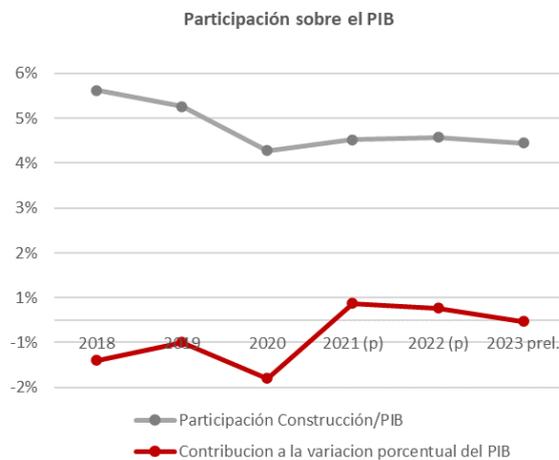
No obstante, el escenario cambió abruptamente con la llegada de la pandemia en 2020. La reducción de ingresos provenientes de la venta de petróleo, junto con la necesidad de cumplir con obligaciones de deuda y una creciente inseguridad, ha generado incertidumbre en la demanda y una disminución en la asignación de recursos para obras públicas. Este nuevo contexto representa un desafío significativo para mantener el ritmo de crecimiento que se observó en el sector en la primera mitad de la década pasada.

De acuerdo con las cifras del Banco Central del Ecuador (BCE), se observa que de 2018 a 2019 el sector de la construcción decreció en un -6,89%. Este descenso se acentuó en 2020, cuando la paralización de actividades debido a la pandemia de Covid-19 provocó una caída anual del -29,39%. Sin embargo, en 2021 se percibió una notable recuperación con un incremento del +19,32% respecto al año anterior, impulsado por la flexibilización de las restricciones y el avance del proceso de vacunación que permitió la reanudación de actividades productivas. Para 2022, el sector continuó su recuperación con una variación positiva del +10,04%, debido a una mayor inversión en proyectos de infraestructura y vivienda. A pesar de esta mejora, el aporte nominal de la construcción al PIB aún no ha alcanzado los niveles observados antes de la pandemia.



Fuente: BCE

En los primeros dos trimestres de 2023, el PIB presentó cifras de crecimiento. Sin embargo, en el tercer trimestre del año, el sector decreció 12,2%. La inestabilidad política y las elecciones anticipadas causaron incertidumbre en gran parte de la población, lo que redujo los niveles de inversión. Además, el cambio de gobierno paralizó el avance de obras públicas, que de por sí ha sido bajo en los últimos años ante un menor presupuesto.



Fuente: BCE

En 2017, el sector de la construcción representó el 6,20% del PIB total de Ecuador, alcanzando su mayor participación desde 2006 con un valor de US\$ 6.474,06 millones. Sin embargo, a partir de ese año, su contribución al PIB disminuyó, llegando al 3,77% en 2020. En los años siguientes, hubo una leve recuperación, situándose en 4,07% a finales de 2022 y en 3,98% al tercer trimestre de 2023.

En términos nominales, al tercer trimestre de 2023, el sector de la construcción alcanzó un valor acumulado de US\$ 3.565,31 millones, reflejando un incremento del 0,66% (US\$ 23,39 millones) en comparación con septiembre de 2022. Este aumento se explica en parte por una lenta recuperación del gasto en obra pública, que había disminuido desde 2018. La inversión estatal, un componente crucial del sector de la construcción y de la generación de empleo, ha mostrado una recuperación gradual.

Para 2024, se proyecta una disminución del 3,4% en términos reales, influenciada por las altas tasas de interés y los crecientes costos de materiales de construcción. En el primer trimestre de 2024, el sector de la construcción decreció un 4,3% frente al mismo período de 2023, debido a una disminución en ventas, empleo e inversión pública, así como un decrecimiento de la demanda de bienes de capital como maquinaria y equipo de transporte.

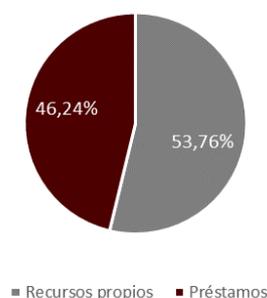
La participación del sector de la construcción en el PIB nacional se ha mantenido en torno al 4% en los últimos años, superando a sectores como la pesca y acuicultura, y alojamiento y comidas. Además, la productividad del sector de la construcción está estrechamente vinculada a otras industrias importantes en el país, como la siderurgia, las actividades inmobiliarias, el transporte y la logística, y el comercio.

Por otro lado, desde 2021, la contribución del sector al crecimiento de la economía ecuatoriana se ha mantenido por debajo de 1%, evidenciando la falta de dinamismo y las fluctuaciones en el propio crecimiento de la construcción. Al 2023, el sector contribuyó negativamente al crecimiento interanual, con una cifra de -0,03%.

Por otra parte, de acuerdo con cifras proporcionadas por las Estadísticas de Edificaciones (ESED)¹, en el cuarto trimestre del año 2023, se emitieron 2.654 permisos de construcción, dentro de los GAD municipales seleccionados². De los 2.654 permisos de construcción otorgados, se proyecta la construcción de un total de 4.622 edificaciones y 5.776 viviendas. Estas cifras representan una disminución del 35,46% y 28,27% respectivamente en comparación con el cuarto trimestre de 2022. El uso principal de las edificaciones es residencial, con un 86,84% destinadas a casas independientes, mientras que el 13,16% corresponde a edificios dentro de conjuntos habitacionales. La mayoría de las obras, el 85,91% (3.971), son nuevas construcciones, mientras que el 12,55% (580) son ampliaciones y el 1,54% (71) corresponde a reconstrucciones.

El principal material registrado para las edificaciones a construir es el hormigón armado así: en cimientos (91,66%), estructura (79,71%), cubierta (33,69%), y pisos (36,63%); para pared será el bloque (60,92%). Se registra un monto total estimado de \$487 millones para los proyectos inmobiliarios. La mayor fuente de financiamiento de las edificaciones serán los recursos propios (53,76%) especialmente los recursos personales, y con un 46,24% los préstamos.

Fuentes de Financiamiento de Edificaciones



Fuente: ESED

¹ [Estadísticas de Edificaciones trimestral | \(ecuadorencifras.gob.ec\)](https://estadisticas.gob.ec/estadisticas-de-edificaciones-trimestral/)

² 15 GAD municipales fueron seleccionados, tales como: Guayaquil, Quito, Cuenca, Ambato, Riobamba, Loja, entre otros. Estos GAD municipales representan el 60% en permisos de construcción frente a la cobertura nacional.

En Ecuador, la financiación de la actividad inmobiliaria proviene de diversas fuentes, incluyendo bancos, mutualistas, cooperativas, el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS), el Instituto de Seguridad Social de las Fuerzas Armadas (ISSFA), y el Instituto de Seguridad Social de la Policía Nacional (ISSPOL). Entre estos, los bancos privados son los principales proveedores de créditos hipotecarios, seguidos por las mutualistas y cooperativas. Desde 2018, el BIESS ha disminuido su participación en la emisión de créditos, lo que ha permitido a las instituciones financieras privadas ganar terreno en este segmento del mercado.

Según datos del BIESS, se proyectó la entrega de USD 650 millones de dólares en créditos hipotecarios para 2024, comparado con los USD 588 millones de dólares otorgados en 2023, lo cual fue menor al objetivo inicial de USD 764 millones. La disminución en la colocación de créditos hipotecarios en 2023 se debió a varios factores como la incertidumbre económica y la reducción en la capacidad de crédito de los ecuatorianos. A pesar de estos desafíos, el BIESS busca aumentar su participación en el mercado de financiamiento inmobiliario en 2024, adaptándose a las condiciones económicas y las necesidades de los ciudadanos. Por otro lado, esta reducción ha abierto oportunidades para que las entidades privadas aumenten su cuota de mercado en el sector de financiamiento inmobiliario.

En resumen, el sector de la construcción, una fuente significativa de empleo y un contribuyente clave al PIB, ha enfrentado dificultades para mantener un crecimiento constante en los últimos tres años. Durante 2024, el sector ha enfrentado varios desafíos, incluyendo la incertidumbre política, cambios tributarios, crisis energética y la creciente inseguridad. Además, para 2025, el sector se prepara para un nuevo reto con las elecciones presidenciales, lo que podría generar más incertidumbre y afectar negativamente la demanda de vivienda y el nivel de inversiones.

Además, se prevé que la inversión en infraestructura pública disminuya en los próximos años debido a una situación fiscal más compleja. Según CORDES, la reducción en la producción petrolera y los menores ingresos tributarios podrían mermar significativamente las arcas públicas. El crecimiento y desarrollo del sector de la construcción dependerán de los esfuerzos combinados del sector privado y del estado para aumentar los niveles de inversión, así como de la cantidad de obra pública realizada por el gobierno nacional y los gobiernos autónomos municipales.

No se espera que el sector experimente un crecimiento notable, ya que el presupuesto asignado para el Ministerio de Transporte y Obras Públicas en 2024 apenas cubrirá las obras en ejecución y la adquisición de maquinaria y puentes tipo mecánico. Sin embargo, la devolución del IVA proporcionará una reducción en los costos de los proyectos de construcción, lo cual podría beneficiar a los compradores de viviendas con una disminución de precios. Esto podría fomentar un mayor dinamismo en el sector, aunque los desafíos estructurales y económicos siguen siendo significativos.

2. Riesgo del Negocio

2.1 Perfil del emisor

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. fue fundada el 29 de agosto de 1974 en Guayaquil como "Obras y Proyectos Furoiani Cia. Ltda.", convirtiéndose en compañía anónima el 4 de enero de 1983 bajo su nombre actual. La empresa es un actor clave en la construcción en Ecuador, con una proyección de 120 años desde su registro. En 2015, absorbió a las empresas Euroconstru S.A., Ciudad Santiago S.A., y Otrivin S.A., fortaleciendo su presencia en el mercado. Su objetivo principal es la construcción de edificios, urbanizaciones, carreteras y plantas industriales, además de ofrecer servicios de ingeniería y arquitectura. Ha ejecutado proyectos en varias ciudades del litoral ecuatoriano y en Cuenca y Quito, concentrándose principalmente en Guayaquil. La empresa se enfoca en satisfacer las necesidades del mercado con innovación y calidad, maximizando la inversión y promoviendo el desarrollo profesional de sus colaboradores.

Clientes

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. ha llevado a cabo numerosos proyectos residenciales, ampliando su cartera de clientes para incluir tanto a personas naturales como jurídicas, gracias a sus desarrollos en sectores industriales, comerciales, hoteleros y educativos. Esta diversificación ha fortalecido su base de clientes. En el ámbito de la vivienda, la empresa ha ajustado su estrategia hacia el mercado de viviendas de costo medio, facilitando el acceso a la propiedad con pagos iniciales más bajos.

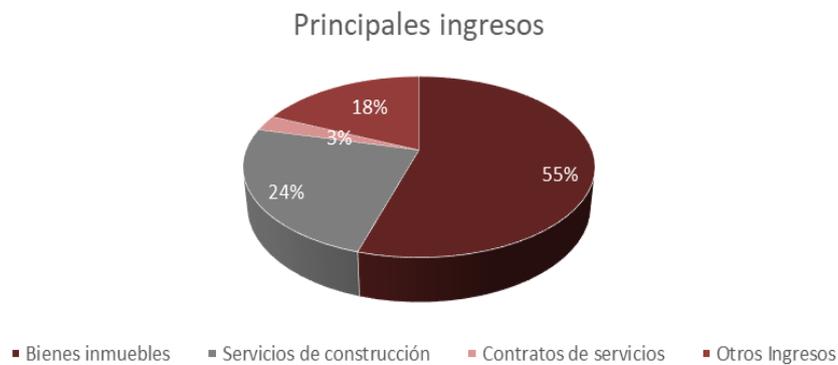
El principal método de ventas de las unidades inmobiliarias es a través de asesores de ventas, quienes gestionan las ventas de manera directa. La empresa también emplea canales de ventas digitales y realiza publicidad tanto en línea como en vallas publicitarias. Además, participa en las principales ferias de construcción, lo que le permite alcanzar un mayor número de clientes potenciales.

Para los clientes que cumplen con los criterios de la política de crédito, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. puede ofrecer financiamiento de hasta el 30% del valor del inmueble, a pagarse en un plazo de hasta dos años, mientras que el 70% restante debe ser financiado por una entidad bancaria pública o privada. En situaciones especiales, la compañía puede financiar el valor total del inmueble, sujeto a la aprobación del Comité de Crédito. Este financiamiento se otorga a una tasa de interés similar a la del mercado, con una prima adicional por riesgo de morosidad y por el plazo del crédito.

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. ha ejecutado proyectos en diversas ciudades del litoral ecuatoriano, incluyendo Manta, Bahía, Portoviejo, Chone, Milagro, Salinas, Machala y Esmeraldas, así como en Cuenca y Quito. No obstante, la mayoría de sus proyectos se concentran en la ciudad de Guayaquil.

La compañía ha desarrollado estos proyectos sobre terrenos de su propiedad. Este enfoque estratégico permite a FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. mantener un control significativo sobre sus activos y operaciones, asegurando la calidad y la eficiencia en la ejecución de sus proyectos.

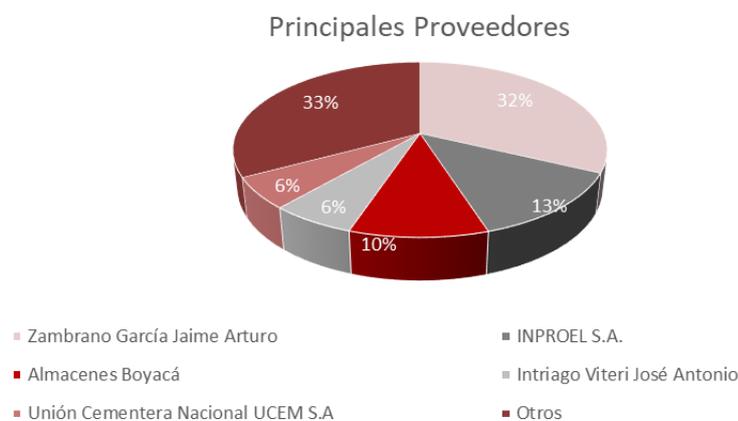
A oct-24, los principales ingresos de la compañía correspondieron a venta de bienes inmuebles, seguido por servicios de construcción, otros ingresos y contratos de servicios, tal como se muestra en el siguiente gráfico. La compañía no tiene riesgo por concentración de clientes, pues en la mayoría de los casos maneja proyectos inmobiliarios a través de fideicomisos.



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Proveedores

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. cuenta con proveedores ecuatorianos para la provisión de servicios, estudios y suministros necesarios para la construcción de sus proyectos. Entre los principales proveedores se encuentran, Zambrano García Jaime Arturo, INPROEL, Intriago Viteri José y Almacenes Boyacá. Estos proveedores son seleccionados tras un análisis exhaustivo de su idoneidad y son contratados de acuerdo con el presupuesto anual de la compañía.



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Competencia y Posicionamiento

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. se destaca en un sector altamente competitivo, enfocándose en proyectos dirigidos a la clase media-alta, un segmento con alta demanda de unidades y que cuenta con facilidades crediticias de las

entidades financieras. La empresa cubre nichos de mercado específicos, valorados por su servicio postventa, la ubicación de sus proyectos y otras características apreciadas por los clientes.

La compañía estima su participación en el mercado de la costa en 8%, enfrentando la competencia de empresas como Fanbercell S.A., Constructora Inmobiliaria "La Cúspide" S.A., Investeam S.A., y Ambiansa S.A. A pesar de la fuerte competencia, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. ha mantenido una sólida posición, especialmente en la provincia del Guayas, donde concentra la mayor parte de sus actividades. Según un análisis de CIU, la empresa se clasifica en la categoría de construcción de edificios residenciales, ocupando la posición 24 en ventas a dic-22.³

2.2 Propiedad, administración y gobierno corporativo.

A oct-24, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. presentaba un capital suscrito y pagado de USD 4.509.102,00, representado por 4.509.102 acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una. La mayor parte de estas acciones, el 75%, es propiedad de FUROHOLDINGS S.A.S⁴. seguido por Poderna Holding S.A.S.⁵

La organización de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. se esfuerza por mantener una estructura financiera robusta y procesos eficientes, guiados por las directrices de los accionistas, la junta y los principales ejecutivos. Este compromiso se refleja en la solidez patrimonial de la compañía, que ha sido sostenida históricamente.

Además, los accionistas muestran un firme compromiso con la empresa, ya que, a pesar de no existir una política definida para la distribución de dividendos, en los últimos períodos no se han distribuido dividendos, ya que las utilidades se reinvierten para el desarrollo de nuevos proyectos. Este enfoque ha permitido a FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. fortalecer su capital y expandir sus operaciones de manera sostenible.

Propiedad	Monto	% acciones
Furoholdings S.A.S.	3.361.043	75%
Furoiani Zambrano José Luis	225.455	5%
Poderna Holdings S.A.S	922.604	20%
Total	4.509.102	100%

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. no dispone de prácticas de gobierno corporativo formalmente establecidas en sus estatutos. No obstante, cuenta con políticas y procedimientos definidos que promueven un entorno de cooperación y productividad entre la empresa y sus accionistas. La empresa se compromete a la transparencia y a la divulgación precisa de información financiera, garantizando la calidad de su contabilidad y de sus informes financieros.

Los lineamientos implementados por los accionistas demuestran su activa participación y compromiso con la empresa. Este compromiso se transmite a los administradores y al personal en general, reforzando su dedicación al éxito y la sostenibilidad de la compañía.

Por otro lado, la empresa ha implementado un plan estratégico enfocado en metas claras y mensurables. Desde una perspectiva financiera, se ha propuesto ampliar su portafolio de productos, aumentar las negociaciones, fortalecer el flujo de caja y reducir costos operativos para mejorar la utilidad y el retorno sobre el patrimonio. En cuanto a la perspectiva del cliente, la empresa busca mejorar la satisfacción y recomendación de los clientes, aumentar su posicionamiento en el mercado y optimizar la comunicación integral. Internamente, se trabaja en mejorar la eficiencia de los procesos, elevar la calidad de las soluciones inmobiliarias y minimizar riesgos en los proyectos. Además, se enfatiza en aprovechar tecnología e innovación, mejorar el desempeño del personal y promover un mejor clima laboral para optimizar el aprendizaje y desarrollo de recursos.

La estructura de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. está diseñada para evitar el riesgo de persona clave, garantizando la continuidad de sus actividades a través de políticas eficaces de organización, planificación e inversión. La gestión de la compañía recae en la Junta General de Accionistas, el órgano supremo encargado de tomar decisiones clave para mantener una estructura financiera sólida y procesos eficientes. La Junta designa al Presidente, Vicepresidente, miembros del Directorio y Gerentes de Área, quienes cumplen con sus funciones legales correspondientes.

³ [Ranking de la construcción | Ekosnegocios](#)

⁴ Único accionista FUROIANI ZAMBRANO ANA MARIA DE LOURDES

⁵ Único accionista GARCIA FUROIANI GALO ENRIQUE

El Directorio actúa como un órgano auxiliar de la administración y se reúne ordinariamente una vez al año y de forma extraordinaria cuando es convocado por el presidente del Directorio, el Gerente General, dos o más directores, o accionistas que representen el 50% del capital pagado. Los directores, elegidos por la Junta General de Accionistas, sirven por un periodo de tres años y pueden ser reelegidos indefinidamente.

Directorio	Función	Perfil
Galo García Carrión	Presidente del Directorio	Abogado
Galo García Furoiani	Presidente de la empresa	Economista - MBA
Ana María Furoiani	Accionista y Vicepresidente de Negocios	Ingeniera
José Luis Furoiani	Accionista y Vicepresidente	n.d.
José María Vásquez	Director	Abogado
Guido Rojas	Director	Economista - MBA y Agente de Bolsa
Carolina Kourroski de Oliveira	Directora	Marketing, Comunicación estratégica y Desarrollo de negocios
Jaime Palomeque	Director	Estadístico, Matemático y Analista de datos

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

La plana gerencial incluye gerentes de área y otros ejecutivos clave que supervisan y dirigen las operaciones y estrategias de la empresa. Este equipo, junto con el Directorio, asegura una gestión eficaz y alineada con los objetivos corporativos, reflejando una buena estructura administrativa y gerencial.

Plana Gerencial	Función	Perfil
Galo García Furoiani	Gerente General (Presidente Ejecutivo - Miembro del Directorio)	Economista - MBA
Jose Antonio Intriago	Gerente de Proyectos	Ingeniero Civil - Fiscalizador Independiente
Eduardo Rodríguez	Gerente Corporativo Comercial	Economista y Financiero - MBA
Dunia Ullauri	Gerente Corporativa Financiera	Contador Público Autorizado (C.P.A.) - Mgs. en Contabilidad y Finanzas
Alberto Parra	Gerente de Transformación y Cultura	Psicólogo Organizacional - Coach certificado - MBA

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

La compañía cuenta con un proceso adecuado para la selección y contratación de personal idóneo para el desempeño de sus funciones dentro de la estructura organizacional, de tal manera que cuenta con personal calificado, con experiencia y orientado a un mismo objetivo. A oct-24 el equipo de trabajo está compuesto por 51 colaboradores. Los empleados son evaluados anualmente mediante el método de 180 grados, y la empresa ha establecido planes de capacitación para fomentar el desarrollo profesional continuo.

Adicionalmente resulta importante destacar que no existen sindicatos o comités de empresa en la compañía que puedan perjudicar el normal desempeño de las actividades de la compañía.

Con base en lo mencionado, se considera que la calidad y el desempeño de los órganos administrativos del Emisor, así como la calificación de su personal y sus sistemas de administración y planificación, son adecuados. Además, se observa una adecuada consistencia en la estructura accionaria.

Empresas vinculadas o relacionadas

Compañías Relacionadas	Tipo de vinculación
Núcleo de Ejecutivos CA	Propiedad
Del Pacífico Cia Ltda Agencia Asesora Productora de Seguros	Propiedad
In Earth S.A.	Propiedad
Zarzuela S.A.	Propiedad
Electroquil S.A.	Propiedad
Royalbay Hoteles S.A.	Propiedad
Fopinvest SAS	Propiedad
FOPMET SAS	Propiedad

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

2.3 Riesgo legal y reputacional

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. enfrenta potenciales riesgos legales y reputacionales. La empresa mantiene obligaciones patronales en mora con el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) por USD 395,32 mil, por lo que con fecha 06 de diciembre de 2024, firmó un convenio de pago para cancelar parcialmente las obligaciones patronales en mora por un monto de USD 270,95 mil. El cumplimiento de este acuerdo es un aspecto a monitorear. Además, la empresa presenta obligaciones financieras vencidas por USD 246.519,47 según el buró de crédito. De acuerdo por lo manifestado por FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A, se encuentra en un proceso de reestructura de deuda con su acreedor, por lo que la formalización, es un aspecto a monitorear.

De acuerdo con la información comunicada a las Bolsas de Valores por el Decevale, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. no cumplió con el pago en tiempo y forma de la octava emisión de obligaciones, cuyo vencimiento fue el 22 de septiembre de 2024. No obstante, el 25 de septiembre, la empresa informó a través de su representante legal que los valores habían sido cancelados el 24 de septiembre. Adicionalmente, el 18 de octubre de 2024, el Decevale notificó que la empresa no canceló el monto correspondiente al cuarto papel comercial, lo que llevó a un comunicado del representante legal el 22 de octubre, informando que se realizó un pago parcial el 18 de octubre y el saldo restante el 21 de octubre. De igual forma se evidenciaron retrasos de los pagos del Papel Comercial correspondientes al 3, 5 y 11 de diciembre. Según lo manifestado por la empresa, estos retrasos fueron atribuibles a inconvenientes operativos al realizar las transferencias; no obstante, este tipo de retrasos presentan un impacto en la percepción pública y generan riesgos reputacionales.

El cumplimiento puntual de las obligaciones financieras y patronales son esenciales para reforzar su imagen de transparencia y responsabilidad. Además, mantener una comunicación proactiva y clara con los stakeholders ayudará a mitigar riesgos reputacionales y fortalecer la confianza en la empresa.

Por otra parte, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. se encuentra al día con sus obligaciones ante el Servicio de Rentas Internas (SRI) y Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Adicionalmente no enfrenta demandas judiciales significativas que puedan comprometer su liquidez o solvencia. Aunque actúa como codeudora de una deuda considerable respaldada por fideicomisos, los proyectos inmobiliarios que la empresa desarrolla proporcionan garantías reales para los acreedores, lo que contribuye a la solidez de su respaldo financiero.

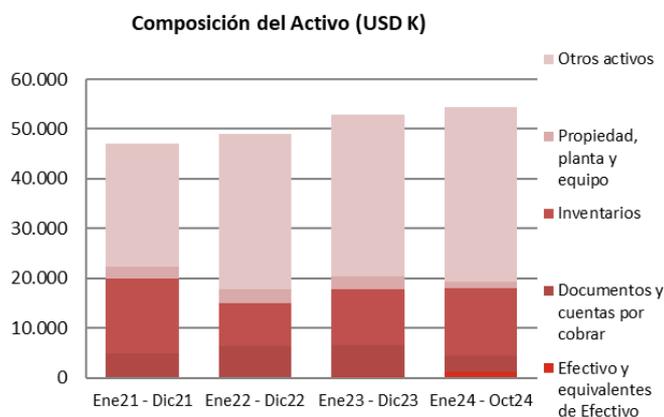
3. Riesgo Financiero

3.1 Estructura del balance.

Activos

Los activos de la compañía presentan una tendencia creciente pasando de USD 44,06 millones en a USD 52,90 millones en el periodo dic20-dic23 debido al incremento de propiedades de inversión, derechos fiduciarios y mayores inversiones en subsidiarias.

A oct-24 los activos registran un monto de USD 54,32 millones, de los cuales el 41,61% corresponde a activos corrientes y 58,39% a activo no corriente. El activo corriente con un monto de USD 22,60 millones corresponde principalmente a inventarios, cuentas por cobrar y anticipos a proveedores, mientras que el activo no corriente con un saldo de USD 31,71 millones, están compuestos en su mayoría por propiedades de inversión, derechos fiduciarios e inversiones en subsidiarias.



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

A oct-24, el inventario de Furoiani Obras y Proyectos S.A. ascendió a USD 13,45 millones. Como empresa constructora, enfrenta desafíos específicos en la gestión de sus inventarios, que abarcan terrenos, obras en curso y viviendas terminadas. La reducida rotación de inventarios, que pasó de 1,0 a 0,5 en el periodo dic21-dic23, junto con los prolongados días de inventarios, aumentando de 359 a 727 días en el mismo período, reflejan las características de activos que requieren tiempo extenso para desarrollo, finalización y venta. Estas condiciones pueden inmovilizar capital considerable y afectar el flujo de efectivo, especialmente porque los proyectos de construcción demandan grandes inversiones y tienen ciclos operativos extensos.

Las cuentas por cobrar han mostrado una rotación variada en los últimos años, con cifras que han fluctuado entre 1,6 y 2,7 veces por año. Esto indica una gestión razonablemente eficiente en la conversión de ventas a efectivo. Actualmente, las cuentas por cobrar de corto plazo alcanzan los USD 3,28 millones, con plazos de cobro que pueden extenderse hasta los 360 días. Este saldo está mayormente compuesto por los fideicomisos Inmobiliario Cittavento y Marenostro, los cuales han demostrado una buena calidad crediticia y un historial confiable de pagos, justificando la ausencia de una provisión para cuentas dudosas según la práctica contable de la empresa.

A oct-24, el activo no corriente registra un saldo de USD 31,71 millones, de los cuales, las propiedades de inversión contabilizaron USD 12,25 millones dentro de este rubro se contabilizan los lotes de Grupo Manobanda y los terrenos de Ciudad Santiago etapas XIV, XV y Cittavento, seguido por las inversiones en acciones con USD 7,35 millones⁶, inversiones en proyectos por USD 5,99 millones⁷ y derechos fiduciarios sobre Fideicomisos en los cuales se aportaron capital y terrenos para construcción de proyectos por USD 2,77 millones.⁸ Por otro lado, la propiedad, planta y equipo registra un monto de USD 1,41 millones.

⁶ Zarzuela S.A, Fopinvest S.A.S, In Earth S.A., Del Pacífico Cía Ltda, Royalbay, Proyecto Costa Rica

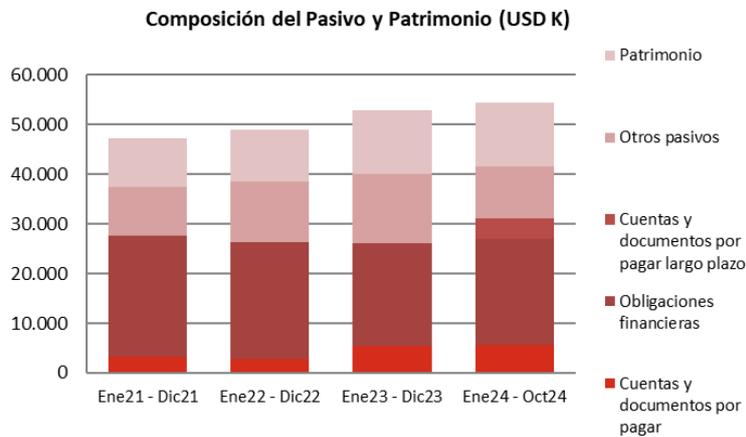
⁷ Cittavento-Piamonte, Segunda Etapa Cittavento, Proyecto Costa Rica

⁸ Fideicomiso Inmobiliario Volann, Fideicomiso Milannvo, Fideicomiso de Garantía Santcity, Cittavento-Piamonte, Fideicomiso Mercantil FOP-UCEM

Pasivos y Patrimonio

Las necesidades de financiamiento de Furoiani Obras y Proyectos S.A. están estrechamente ligadas al desarrollo de los proyectos en ejecución, los cuales demandan recursos en función del estado de avance de las obras. La inversión en proyectos inmobiliarios y la adquisición de inmuebles para desarrollos futuros crean una constante necesidad de financiamiento. La empresa atiende esta necesidad mediante diversas fuentes de financiamiento, ajustándose a las demandas del mercado y a las oportunidades de inversión disponibles. No obstante, el entorno económico actual podría impactar su acceso a financiamiento del sistema financiero, lo que convierte a la capacidad de fondeo en un que debe ser monitoreado para asegurar la sostenibilidad de sus operaciones y planes de crecimiento. En el periodo dic20-dic23, los pasivos de la compañía han mostrado una tendencia creciente, incrementándose de USD 34,42 millones a USD 40,04 millones. Este aumento refleja la expansión de las operaciones y la intensificación de las actividades de desarrollo para asegurar el éxito de los proyectos en curso.

A oct-24, los pasivos de la empresa ascendieron a USD 41,62 millones. De este total, el 34,07% correspondió a pasivos de corto plazo, equivalente a USD 14,18 millones, compuesto principalmente por la porción corriente de deuda bancaria y del mercado de valores, anticipos de clientes y cuentas por pagar a proveedores. El restante 65,93% de los pasivos, equivalente a USD 27,44 millones, se clasifica como pasivo no corriente, conformado principalmente por deuda a largo plazo con entidades financieras y el mercado de valores. Históricamente, estructura de pasivos presenta una concentración en el corto plazo, lo cual destaca la necesidad de una gestión eficiente del flujo de caja y la planificación financiera para cumplir con las obligaciones a corto plazo mientras se asegura la estabilidad a largo plazo.



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

La deuda con entidades financieras mostró una tendencia decreciente, pasando de USD 17,61 millones a USD 10,15 millones en el periodo dic20-dic23, debido a que estas han sido sustituidas por obligaciones en el mercado de valores. A oct-24, la deuda con instituciones financieras se situó en USD 12,50 millones, de los cuales el 91,75% corresponde a deuda a largo plazo y el 8,25% a corto plazo. Se observa una reducción en la deuda a corto plazo con instituciones financieras debido a que la empresa ha renovado operaciones de crédito a plazos más largos, mejorando así su perfil de vencimiento. Se debe mencionar que la empresa se encuentra en proceso de reestructura de deuda con uno de sus acreedores, por lo que la formalización de éste es un aspecto a monitorear.

La empresa demuestra una amplia experiencia en el mercado de valores, manteniendo vigente a la fecha de corte la Séptima y Octava Emisión de Obligaciones y el Cuarto Programa de Papel Comercial. A oct-24, la deuda en el mercado de valores se registró en USD 8,87 millones. Esta estrategia de financiamiento diversificado en el mercado de valores permite a la empresa acceder a capital a costos competitivos y plazos flexibles, contribuyendo a una estructura financiera más robusta y mitigando la dependencia de una sola fuente de financiamiento.

Obligaciones financieras	Tipo de fuente	Tipo de tasa	Tasa	Divisa	Saldo de capital a corto plazo	Saldo de capital a largo plazo	Total
Banco Bolivariano	Entidad privada local	Fija	10,0%-11,8%	USD	170.833	2.700.000	2.870.833
Banco Pichincha	Entidad privada local	Fija	10,8% -11,3%	USD	372.803	7.043.112	7.415.915
Banco del Austro	Entidad privada local	Fija	12%	USD	0	1.400.000	1.400.000
Banco Comercial Manabi	Entidad privada local	Fija	9,5%	USD	138.126	0	138.126
Cooperativa de Ahorro y	Entidad privada local	Fija	7,8%	USD	112.610	0	112.610
CB Cooperativa	Entidad privada local	Fija	7,8%	USD	236.805	321.046	557.852
Mercado de Valores	Local	Fija	7,25% al 8% dependiendo de la emisión	USD	3.493.985	5.377.860	8.871.845

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Las cuentas por pagar a corto plazo de Furoiani Obras y Proyectos S.A. han experimentado fluctuaciones en los últimos años. En dic-20, las cuentas por pagar registraron USD 5,42 millones, disminuyendo a USD 2,85 millones en dic-22, para luego incrementarse nuevamente a USD 5,46 millones en dic-23. A oct-24, las cuentas por pagar se situaron en USD 5,55 millones. Las cuentas por pagar corresponden a obligaciones con proveedores locales de bienes y servicios necesarios para la construcción.

En términos de gestión operativa, la rotación de cuentas por pagar mostró una tendencia decreciente, pasando de 2,2 en dic-21 a 1,1 en dic-23. Los días de cuentas por pagar aumentaron significativamente de 164 días en dic-21 a 341 días en dic-23. Esta tendencia indica que la empresa está tardando más tiempo en pagar a sus proveedores, lo que podría reflejar una estrategia para mejorar el flujo de caja a corto plazo.; sin embargo, la empresa debe evaluar cuidadosamente esta estrategia para asegurar que no compromete la eficiencia operativa ni las relaciones comerciales clave.

Por otro lado, a oct-24 las cuentas por pagar diversas y con relacionadas registraron US 1,41 millones y corresponden principalmente a fondos de garantía de cumplimiento para los distintos proyectos.

La empresa ha registrado una tendencia creciente en los anticipos de clientes, los cuales están relacionados con sus proyectos inmobiliarios. Estos anticipos representan los pagos recibidos de los clientes como adelanto para la adquisición de bienes inmuebles en los distintos proyectos gestionados por la compañía. Esta cuenta pasó de USD 4,08 millones a USD 5,16 millones en el periodo dic20-dic23, y a oct-24, alcanzó un total de USD 7,55 millones⁹.

El patrimonio de la empresa ha mostrado una tendencia creciente en los últimos años, pasando de USD 9,63 millones en diciembre a USD 10,40 millones en el periodo dic20-dic22. A dic-23, el patrimonio ascendió a USD 12,86 millones, reflejando un aumento significativo. Este incremento se debe principalmente a las aportaciones para futuras capitalizaciones recibidas, según el acta de la Junta General celebrada el 7 de septiembre de 2023, por parte de los accionistas de la compañía. Estas aportaciones están vinculadas a la propiedad de un terreno denominado Taormina, ubicado en la Comuna Olón de la parroquia Manglaralto. El registro de esta aportación dentro del capital social es un aspecto a monitorear. A oct-24, el patrimonio se situó en USD 12,70 millones y está compuesto en 35,05% por capital social, 31,84% por resultados acumulados y 18,89% por aportes para futuras capitalizaciones.

3.2 Desempeño operativo y rentabilidad.

Los ingresos de la compañía dependen del desarrollo, ejecución y cierre de sus diversos proyectos construidos en terrenos propios, llevados a cabo en el corto y mediano plazo. La empresa tiene tres principales fuentes de ingresos: la venta directa de bienes inmuebles, la prestación de servicios de construcción (reconocidos según el avance de los proyectos), y la gerencia de proyectos. Dado que se trata de una empresa constructora, la evolución de las ventas está estrechamente relacionada con la finalización de proyectos. Además, las condiciones del mercado influyen en las decisiones de compra de los clientes, lo que genera una variabilidad en las ventas.

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. gestiona algunos de sus proyectos a través de fideicomisos, cuyos resultados se reflejan en el estado de resultados de la compañía al momento de su liquidación. En el periodo dic20-dic21, los ingresos de actividades ordinarias (venta de bienes inmuebles, servicios de construcción y contratos por servicios) crecieron de USD 9,03 millones a USD 15,59 millones, impulsados por la venta de varias unidades habitacionales de proyectos terminados. Sin embargo, a dic-22, los ingresos disminuyeron un 33,30% respecto a dic-21, registrando USD 10,40 millones. Esta tendencia continuó a dic-23, con una reducción del 3,86% en comparación a dic-22, registrando USD

⁹ USD 1,44M al corto plazo y USD 6,11 al largo plazo. Esta clasificación está considerando las fechas de entrega de las villas que conforman los proyectos actuales

10,00 millones, debido a que algunos proyectos seguían en desarrollo y las unidades habitacionales no habían sido vendidas en su totalidad.

A oct-24 los ingresos registran un monto de USD 3,33 millones, reflejando una disminución del 60,02% en el periodo nov23-oct24 en relación con ene23-dic23. Los ingresos a oct-24 correspondieron a la venta de viviendas del proyecto Ciudad Santiago Etapa XII, venta de otros inmuebles, servicios por avance de obras; y servicios de publicidad y comercialización.



El costo de ventas de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. está estrechamente relacionado con los proyectos desarrollados, incluyendo los costos de construcción de villas y unidades inmobiliarias. El porcentaje del costo de ventas respecto a los ingresos aumentó del 50,55% al 60,34% en el periodo dic20-dic21, principalmente debido al incremento en el precio de los materiales de construcción. A dic-22, esta relación se redujo a 55,21%, reflejando las fluctuaciones en los precios de materiales, acabados diversos y las condiciones del mercado.

A dic-23, el costo de ventas se incrementó a 66,85%. Este aumento se atribuye al proceso de transición de la empresa hacia nuevos proyectos, ya sea mediante la gerencia de proyectos o el desarrollo propio. A oct-24, el costo de ventas se situó en 20,81%, ya que los costos están asociados al inicio de nuevos proyectos, lo que reduce temporalmente la proporción de costos frente a las ventas durante las fases iniciales de desarrollo.

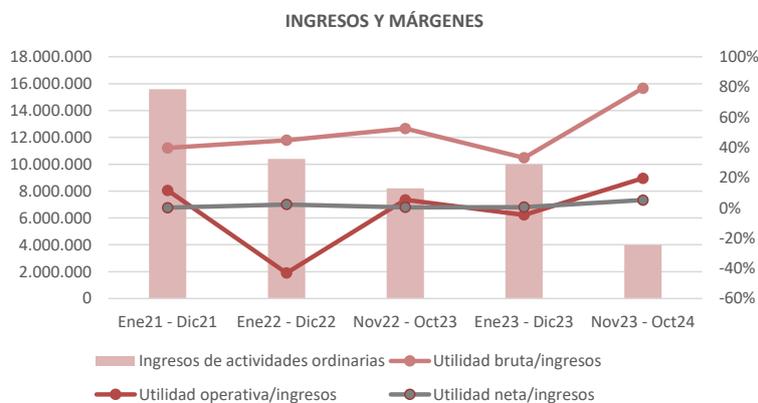
Con estos resultados, la utilidad bruta de la empresa ha presentado una tendencia decreciente, al pasar de USD 6,18 millones a USD 3,31 millones en el periodo dic21-dic22. A oct-24 la utilidad bruta registró USD 2,64 millones, reflejando una reducción del 4,48% en el periodo nov23-oct24 con relación a ene23-dic23.

En el periodo dic20-dic21, los gastos operativos de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. no mostraron variaciones significativas en términos absolutos. Sin embargo, en relación a las ventas, hubo una notable disminución, pasando de representar del 48,16% a 28,05%. Esta reducción se debió al incremento en los ingresos. A dic-22, los gastos operativos aumentaron significativamente, representando el 87,92% de las ventas. Este aumento se debió principalmente a la contabilización de una "Pérdida por medición de inversiones" en derechos fiduciarios del Fideicomiso Cittavento por USD 757 mil y en inversiones en subsidiarias por USD 2,94 millones en Royalbay Hoteles S.A.

A dic-23, los gastos operativos representaron el 37,79% de las ventas totales, mientras que a oct-24 los gastos operativos fueron de USD 1,99 millones (59,60% de los ingresos). Estos resultados muestran que los ingresos operativos fueron suficientes para cubrir los costos y gastos operativos de la empresa, obteniendo una utilidad operativa de USD 0,65 millones (-USD 4,49 millones a dic-22, -USD 0,46 millones a dic-23)

Los ingresos no operacionales de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. son recurrentes y contribuyen significativamente a la generación de utilidades. A dic-22, estos ingresos provinieron principalmente de ganancias por medición de propiedades de inversión, que sumaron USD 5,22 millones, así como de inversiones en acciones por USD 428,61 mil y diversas penalidades de clientes. A dic-23, los ingresos no operacionales ascendieron a USD 1,73 millones. Estos se originaron principalmente de ganancias por medición de inversiones en sociedades y la venta de dos terrenos. A oct-24, los otros ingresos no operacionales fueron de USD 0,74 millones, generados por penalidades, la venta de activos y otros ingresos menores.

Los gastos financieros de la compañía están estrechamente vinculados a las fuentes de financiamiento que ha adquirido, manteniéndose relativamente estables debido a la ausencia de variaciones significativas en las tasas de interés. A dic-23, los gastos financieros alcanzaron un total de USD 1,11 millones, mientras que a oct-24 registraron USD 1,17 millones, generando un incremento de 26,36% en el periodo nov23-oct24 con relación a ene23-dic23.



FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. presenta moderados niveles de rentabilidad. A oct-24, la empresa registra una utilidad neta de USD 228,57 miles, presentando un incremento de 316,44% en el periodo nov23-oct24 (USD 205,72 mil) con relación a ene23-dic23 (USD 49,40 mil), justificado al incremento de ingresos no operativos. El rendimiento del activo (ROA) alcanza un 0,38%, mientras que el rendimiento del patrimonio (ROE) registra 1,61% en nov23-oct24. FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. prevé que la generación de ingresos provenientes de la finalización de los proyectos en curso mejore la rentabilidad de la compañía entre el corto a mediano plazo.

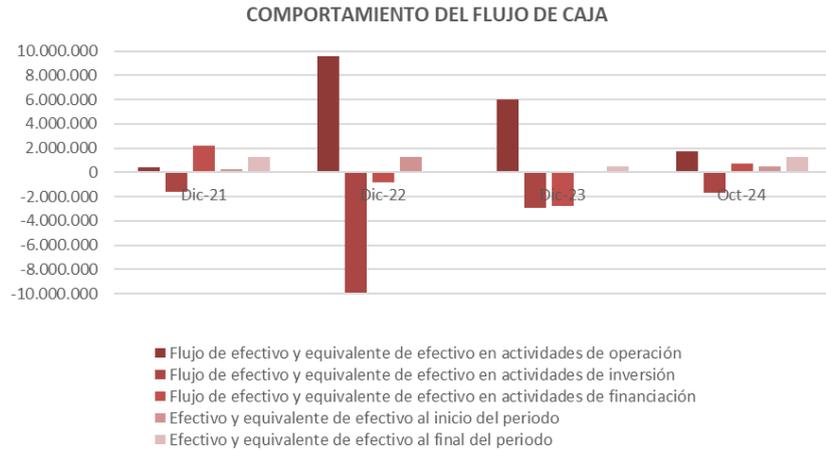
3.3 Flujos de caja.

El flujo de efectivo de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. presenta variaciones significativas durante el período dic21 - oct24. El flujo de efectivo de actividades operativas experimentó un aumento considerable en dic-22, alcanzando USD 9,59 millones desde USD 0,42 millones en dic-21, reflejando una mejora en la rentabilidad impulsada por la venta de proyectos. Sin embargo, para dic-23, este flujo se redujo a USD 6,02 millones, y USD 1,75 millones para oct-24, lo que indica una disminución en la generación de efectivo operativo, posiblemente debido a la ralentización en la finalización y venta de proyectos.

Las actividades de inversión consistentemente han presentado salidas de efectivo, reflejando la adquisición de terrenos y el desarrollo de proyectos, con una menor salida en oct-24 (USD -1,70 millones) en comparación con periodos anteriores.

El flujo de efectivo de financiamiento mostró una fuerte entrada en dic-21 (USD 2,21 millones), seguida de salidas en 2022 y 2023. No obstante, en oct-24, la empresa logró una entrada positiva de USD 0,75 millones, lo que señala una dependencia del financiamiento externo para sostener sus operaciones y cumplir con sus obligaciones financieras.

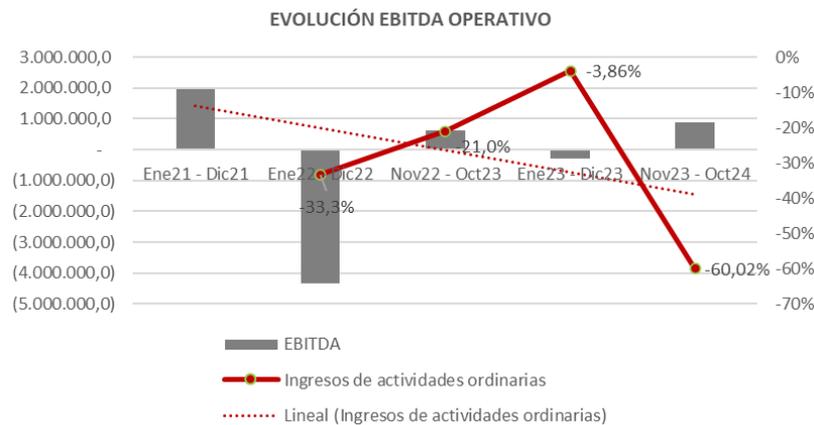
Finalmente, el saldo de efectivo al cierre de oct-24 se ubicó en USD 1,27 millones, recuperándose desde los USD 0,47 millones en dic-23. Esta volatilidad en el saldo de efectivo subraya la necesidad de una gestión prudente de la liquidez. La empresa, en respuesta a este entorno, está enfocada en garantizar la estabilidad financiera y operativa mediante una gestión cuidadosa de sus recursos y estrategias de financiamiento, siendo clave mantener el equilibrio entre las necesidades de inversión y la capacidad de generar flujo operativo.



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

3.4 Cobertura de flujos.

El EBITDA presenta una considerable fluctuación con una marcada caída en dic-22. El EBITDA de la empresa pasó de USD 0,22 millones a USD 1,95 millones en el periodo dic20-dic21, sin embargo, posteriormente, debido a las pérdidas operativas registradas, el EBITDA se redujo a -USD 4,33 millones a dic22, para posteriormente recuperarse a dic-23, aunque aun mostrando valores negativos (-USD 0,29 millones). A oct-24, el EBITDA acumulado fue de USD 0,75 millones, generando un EBITDA anualizado de USD 0,90 millones en el periodo nov23-oct24.

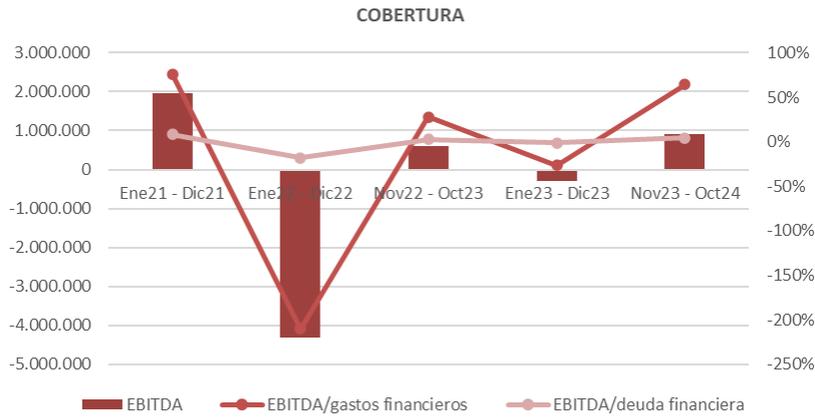


Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

La empresa históricamente ha reflejado una deficiencia de generar flujos operativos que permitan cubrir sus gastos y deuda financiera, lo que refleja la relevancia de los ingresos no operativos dentro de la empresa. La cobertura EBITDA/gastos financieros pasó de 76,19% a dic-21 a -209,96% a dic-22. A dic-23 la cobertura fue de -26,90% mientras que en el periodo nov23-oct24 se evidencia una recuperación en el nivel de cobertura gracias a la generación de EBITDA, registrando un indicador de 64,10%.

Respecto a la cobertura de la deuda financiera, se evidencia un comportamiento similar con coberturas negativas posterior a dic-21(-18,10% a dic-22, -1,32% a dic-23 y una cobertura positiva de 4,28% en el periodo nov23-oct24.

A pesar del incremento en los indicadores de cobertura, los retrasos en sus obligaciones en el mercado de valores, junto con el proceso de reestructuración de deuda con uno de sus acreedores, resaltan la importancia de monitorear la generación de flujos de la empresa para cumplir con sus compromisos de manera oportuna.



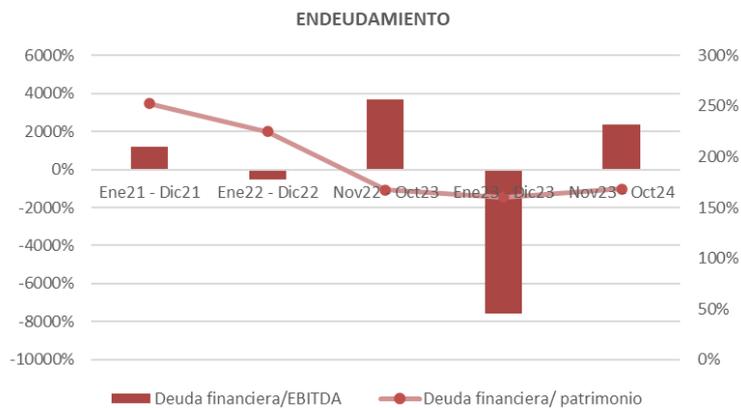
Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

3.5 Endeudamiento y solvencia.

La empresa se financia principalmente a través de deuda bancaria, obligaciones en el mercado de valores y anticipos de clientes. El nivel de apalancamiento ha mostrado una tendencia a la baja, pasando de 3,86 veces a dic-21 a 3,28 veces a oct-24. Aunque ha mejorado, sigue siendo un indicador de alto apalancamiento financiero. Respecto al indicador deuda financiera/patrimonio, este ha disminuido de 2,52 veces a dic-21 a 1,68 veces a oct-24, indicando una mejora en la capacidad de la empresa para soportar su deuda financiera con su patrimonio.

El indicador deuda financiera/EBITDA presenta valores negativos en ciertos periodos, reflejando desafíos significativos en la generación de EBITDA para cubrir la deuda financiera. En el periodo de nov23-oct24, este indicador se recupera gracias a la generación positiva de EBITDA, alcanzando 23,38 veces, indicando una mejor capacidad operativa de la empresa para generar ganancias suficientes para cubrir la deuda financiera.

Aunque Furoiani Obras y Proyectos S.A. muestra ciertos signos de mejora en algunos indicadores de deuda, la empresa sigue enfrentando desafíos significativos. La composición del pasivo, capacidad de fondeo y de generación de EBITDA son aspectos a monitorear. La estructura de financiamiento de la empresa, caracterizada por su diversificación y flexibilidad, le permite acceder a capital a costos competitivos. Sin embargo, esta ventaja requiere una gestión cuidadosa para preservar la solvencia y evitar riesgos de liquidez. Además, el entorno económico actual del país podría presentar desafíos adicionales para obtener financiamiento, afectando potencialmente el acceso a créditos para empresas del sector, lo que resalta la importancia de mantener una estrategia financiera sólida y proactiva.



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

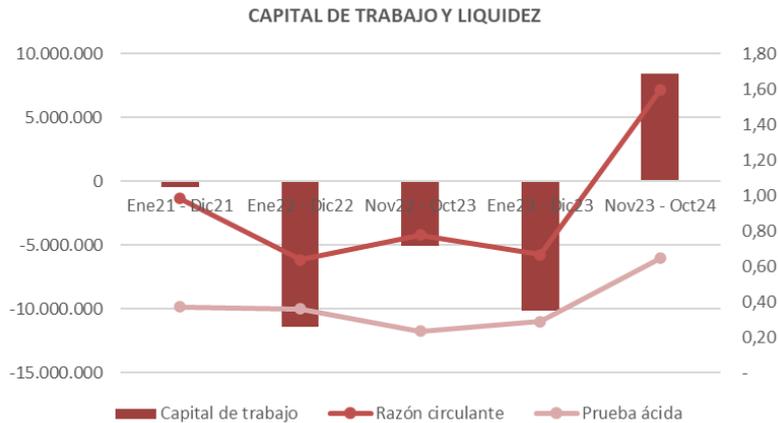
Furoiani Obras y Proyectos S.A. mantiene obligaciones vencidas en proceso de reestructuración con un acreedor, y ha presentado retrasos en los pagos de su octava emisión y papel comercial durante septiembre, octubre y diciembre de 2024, lo que destaca la necesidad de monitorear su cumplimiento financiero.

3.6 Liquidez.

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. mantiene una estructura financiera con un mayor énfasis en los activos de largo plazo debido a las propiedades de inversión y fideicomisos, así como una estructura de fondeo de corto plazo que

incluye anticipos generados por las reservaciones de unidades por parte de los clientes. Esta configuración incide en que los indicadores de liquidez sean inferiores a la unidad durante periodos históricos.

Los indicadores de liquidez muestran una razón circulante que varió entre 0,98 veces a dic-21 a 0,67 veces a dic-23, y una prueba ácida consistentemente baja de 0,37 veces a dic-21 a 0,29 veces a dic-23. A oct-24 la razón circulante alcanzó 1,59 veces y 0,65 veces la prueba ácida. Este incremento en la liquidez se debió a la reclasificación de los anticipos recibidos a clientes del corto al largo plazo, de acuerdo con las fechas de entrega de los proyectos actuales. Por otro lado, el capital de trabajo ha sido negativo en todo el periodo, aumentando de -USD 0,45 millones a dic-21 a -USD 10,12 millones a dic-23, lo que refleja un creciente desajuste entre los activos y pasivos corrientes. A oct-24 el capital de trabajo fue positivo, registrando USD 8,24 millones.

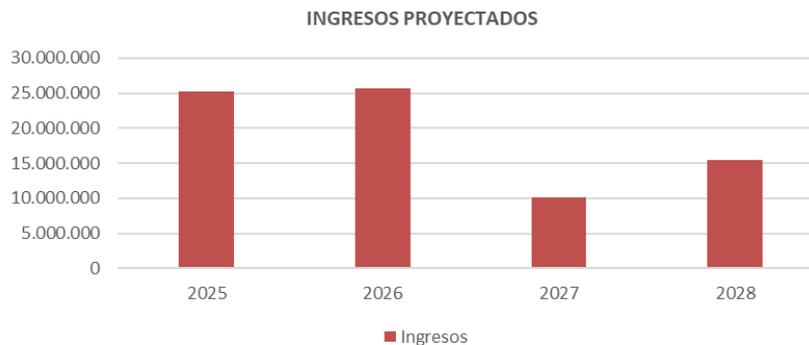


Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

3.7 Proyecciones¹⁰.

El análisis del estado de resultados proyectado evidencia una tendencia variable en las utilidades de la empresa durante el período 2025-2029, influenciada por la dinámica de los ingresos operativos y el comportamiento de los gastos asociados a los proyectos en curso. Los ingresos ordinarios alcanzan su pico en 2026 con USD 25,61 millones, impulsados por la finalización y entrega de proyectos como Ciudad Santiago Etapa XIII y la consolidación de contratos de gerencia en nuevas etapas. Sin embargo, en 2027, los ingresos disminuyen considerablemente a USD 10,19 millones debido a la finalización de los proyectos principales y la limitada contribución de nuevos desarrollos en sus fases iniciales. En 2028, se observa una recuperación de ingresos a USD 15,43 millones, apoyada por la venta de terrenos estratégicos y avances en proyectos como Livorno, mientras que en 2029 los ingresos caen nuevamente a USD 8,4 millones con un impacto significativo en la utilidad operativa, que registra una pérdida de USD 0,31 millones.

A pesar de los picos en ingresos, los gastos operativos y financieros permanecen relativamente constantes, lo que permite márgenes positivos en los primeros años del período, con una utilidad neta máxima de USD 8,33 millones en 2026. Sin embargo, para 2029, las utilidades netas se reducen drásticamente a USD 2.809, lo que refleja la dependencia de ingresos extraordinarios y la necesidad de ejecutar nuevas fases de proyectos para mantener una rentabilidad sostenible. La proyección también subraya la importancia de una gestión adecuada de los costos y una planificación estratégica para enfrentar la caída de ingresos tras la finalización de proyectos clave.



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

¹⁰ Proyecciones presentadas en el Prospecto de Oferta Pública

Un aspecto a monitorear es el cumplimiento de estas proyecciones, debido a la concentración de ingresos en un número reducido de proyectos, lo cual presenta riesgos significativos, especialmente si estos enfrentan retrasos o imprevistos. La capacidad de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. para cumplir con sus proyecciones de ingresos dependerá de la efectiva gestión y ejecución de los proyectos en curso, así como de su habilidad para adaptarse a cualquier imprevisto que pueda surgir. Esto no solo impactará su flujo de caja, sino también la confianza de los inversores y la estabilidad financiera a largo plazo.

Proyecciones (USD)	Periodo 1 2025	Periodo 2 2026	Periodo 3 2027	Periodo 4 2028	Periodo 5 2029
Ingresos	25.179.394	25.610.366	10.187.893	15.426.004	8.401.399
Costos	10.175.646	6.859.633	4.031.509	2.200.477	4.574.218
Gastos Operativos	5.040.917	5.534.716	3.214.623	4.460.745	3.435.773
Flujo operativo	10.844.887	14.479.225	2.524.368	9.428.102	-304.912
Flujo financiamiento	-3.384.760	-7.702.704	-8.555.039	2.739.931	-3.886.444
Flujo inversión	736.739	300.000	-3.200.000	300.000	900.000
Flujo final	6.333.511	13.410.032	4.179.361	16.647.394	13.356.037

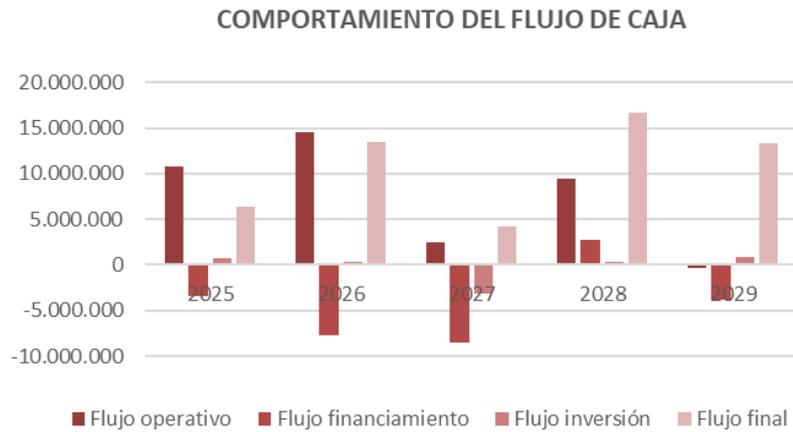
Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

El flujo de caja proyectado para el período 2025-2029 evidencia una fuerte dependencia de los ingresos operativos provenientes de bienes inmuebles y honorarios por proyectos, junto con la recuperación de utilidades e inversiones. En 2025, se observa un flujo operativo positivo de USD 10,84 millones, impulsado por ingresos considerables de ventas de inmuebles en Ciudad Santiago Etapa XII y XIII. Este flujo positivo se mantiene en 2026, alcanzando su máximo de USD 14,48 millones debido al avance en la recuperación de proyectos e ingresos por honorarios.

Sin embargo, a partir de 2027, el flujo operativo se reduce significativamente a USD 2,52 millones, coincidiendo con una disminución en los ingresos operativos, especialmente por la ausencia de nuevas ventas de inmuebles. En 2028, el flujo operativo vuelve a repuntar a USD 9,42 millones gracias a la recuperación de ingresos por proyectos como Livorno y la venta de terrenos estratégicos. No obstante, para 2029, el flujo operativo se torna negativo en USD -0,30 millones, reflejando el agotamiento de las fuentes principales de ingresos operativos y la continuidad de costos operativos significativos.

En cuanto a la inversión, se destaca un egreso extraordinario de USD 3,2 millones en 2027 relacionado con nuevos desarrollos, impactando negativamente el flujo de ese año. Por otro lado, los ingresos financieros provenientes de la novena emisión de obligaciones (USD 5 millones) y préstamos (USD 5,5 millones en 2025 y USD 7 millones en 2028) han sido fundamentales para sustentar los proyectos en curso. Sin embargo, estos ingresos son contrarrestados por egresos financieros elevados, principalmente pagos de préstamos bancarios y obligaciones en el mercado de valores, que alcanzan su pico en 2025 con USD 13,88 millones.

En términos generales, el flujo neto presenta variaciones significativas durante el período: es positivo en 2025 y 2026, alcanzando USD 8,19 millones y USD 7,07 millones, respectivamente; pero cae abruptamente a USD -9,23 millones en 2027 debido a los altos egresos por inversión y financiamiento. En 2028, se recupera con un flujo neto de USD 12,47 millones gracias a ingresos extraordinarios, pero en 2029 vuelve a caer a USD -3,29 millones. Estos resultados destacan la necesidad de gestionar cuidadosamente los ingresos y egresos, manteniendo un equilibrio sostenible entre financiamiento, inversión y operaciones para evitar déficits en años críticos como 2027 y 2029.



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

El FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. tiene una adecuada capacidad para generar flujos de efectivo futuros; sin embargo, la dependencia de la venta de activos no es sostenible a largo plazo, y la empresa deberá enfocarse en generar ingresos a partir de sus operaciones principales y manejar cuidadosamente su deuda. La planificación financiera prudente será clave para asegurar que pueda cubrir sus obligaciones en los periodos más desafiantes.

4. Resguardos y Garantías de la Emisión

4.1 Nivel de cobertura de las garantías:

La novena emisión de obligaciones de Furoiani Obras y Proyectos S.A. está respaldada con garantía general. Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

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

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

Resguardos normativos		
Indicador	límite	fecha de corte
Activos reales/pasivos	mayor o igual a 1	1,23
Activos depurados/emisiones en circulación	mayor o igual a 1,25	2,21
No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora		cumple

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Adicionalmente, la emisión presenta una garantía específica que consiste en una fianza solidaria otorgada por Ana María de Lourdes Furoiani Zambrano de García y Galo Enrique García Furoiani. Esta fianza ha sido autorizada por la Junta General de Accionistas y firmada el 18 de marzo de 2024, cubriendo el 100% del valor total del capital más los intereses de la Novena Emisión de Obligaciones a Largo Plazo, por un monto de USD 5.000.000. La fianza permanecerá vigente mientras existan obligaciones pendientes de esta emisión.

La fianza solidaria garantiza hasta USD 5.000.000 para cubrir el capital y los intereses de la Novena Emisión de Obligaciones de FUROIANI, proporcionando un respaldo sólido y reduciendo el riesgo de incumplimiento para los acreedores. La solvencia de los fiadores, Ana María de Lourdes Furoiani Zambrano de García y Galo Enrique García Furoiani, es adecuada según sus declaraciones patrimoniales, lo que añade seguridad adicional. Sin embargo, existe un riesgo si las circunstancias financieras de los fiadores cambian en el futuro. Esta garantía es valiosa para los obligacionistas, mejorando las condiciones de financiación para FUROIANI, pero requiere un monitoreo continuo de la solvencia de los fiadores para asegurar su efectividad a largo plazo.

El Fideicomiso Mercantil de Administración de Flujos y Pagos constituido el 25 de marzo de 2024 es un resguardo adicional implementado por FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. para provisionar el pago de los cupones correspondientes a la Novena Emisión de Obligaciones. El constituyente (la empresa) se compromete a aportar recursos suficientes al fideicomiso para cubrir el pago de cada cupón trimestral, asegurando así que los fondos estén disponibles y reservados exclusivamente para los obligacionistas.

El fideicomiso está diseñado para provisionar los pagos trimestrales de los cupones, asegurando que los recursos necesarios se aporten de manera anticipada, incluyendo un monto inicial de USD 420.000 para cubrir el primer cupón. Este mecanismo ofrece seguridad a los obligacionistas al separar los fondos para los pagos, reduciendo el riesgo de que se usen para otros fines. Sin embargo, existe el riesgo de que la empresa no pueda mantener estas provisiones si enfrenta dificultades financieras, y la efectividad del fideicomiso depende de una gestión fiduciaria adecuada. En general, el fideicomiso refuerza la seguridad de los obligacionistas, pero su éxito depende de la capacidad de la empresa para mantener los aportes.

Por otro lado, el emisor se comprometió a mantener un límite de endeudamiento referente a una relación de pasivos financieros sobre activos de 0,85 veces durante el plazo de la emisión. A oct-24 se cumplió con este límite al alcanzar un indicador de 0,39 veces.

Adicionalmente, se debe mencionar que a oct-24, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el total de activos depurados ofrece una cobertura de 0,62¹¹ veces sobre las demás obligaciones del Emisor.

4.2 Estabilidad de las garantías:

La Garantía General proporcionada por FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. respalda la Novena Emisión de Obligaciones con una base de activos significativa, de los cuales una mayoría sustancial está libre de gravámenes. Se debe mencionar que, dentro de las cuentas por cobrar, se registran cuentas con relacionadas. El crédito otorgado a estas empresas se debe a la relación de vinculación que tienen con la empresa emisora, si alguna de las empresas relacionadas incumple con sus obligaciones, ya sea por problemas internos o debido a condiciones económicas adversas, podría generarse un efecto negativo en los flujos de efectivo de Furoiani Obras y Proyectos S.A. Para mitigar este riesgo, la empresa mantiene estas obligaciones debidamente documentadas y realiza un seguimiento de los flujos de las empresas relacionadas. Esta práctica es esencial para minimizar el impacto potencial de cualquier incumplimiento y asegurar la estabilidad financiera de la empresa. La capacidad de gestionar efectivamente estas relaciones y asegurar el cumplimiento de los pagos es crucial para mantener la liquidez y la solvencia de Furoiani en el contexto de su emisión de obligaciones.

La fianza solidaria, otorgada por Ana María de Lourdes Furoiani Zambrano de García y Galo Enrique García Furoiani, garantiza el capital y los intereses de la Novena Emisión de Obligaciones hasta USD 5.000.000. Esta garantía específica ofrece un respaldo adicional sólido y está respaldada por la solvencia financiera de los fiadores. No obstante, la estabilidad de esta garantía también depende de la situación financiera de los fiadores a lo largo del tiempo. Cualquier cambio adverso en su capacidad financiera podría debilitar esta garantía.

Ambas garantías proporcionan un respaldo sólido a los obligacionistas y refuerzan la seguridad de la emisión. Sin embargo, la estabilidad de estas garantías está intrínsecamente ligada a la capacidad financiera continua de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A y de los fiadores. Es crucial que la empresa mantenga una sólida gestión financiera y que se monitoreen regularmente las condiciones económicas y financieras de los fiadores para asegurar que estas garantías sigan siendo efectivas durante toda la vigencia de las obligaciones.

4.3 Liquidez de las garantías:

Los activos que respaldan la novena emisión en su mayoría corresponden a inventarios por lo que los riesgos asociados y capacidad para ser liquidados podrían ser:

Riesgos de Liquidez:

- Los terrenos, aunque valiosos, suelen ser menos líquidos debido a la necesidad de encontrar compradores específicos interesados en desarrollar la propiedad. Esto significa que, en una situación de necesidad urgente de efectivo, la empresa podría enfrentar demoras significativas para liquidar estos activos; sin embargo en caso de que los terrenos no sean vendidos, la empresa haría uso de ellos para construir proyectos.
- Las obras en curso son inherentemente más riesgosas en términos de liquidez, ya que su estado inacabado las hace menos atractivas para compradores que no están dispuestos a asumir el riesgo o el costo adicional de completar el proyecto. La venta de estos activos podría requerir descuentos considerables para atraer compradores.
- Aunque más líquidas que los terrenos y las obras en curso, las viviendas terminadas aún dependen del estado del mercado inmobiliario. En un mercado débil, la empresa podría verse obligada a reducir los precios para facilitar la venta, lo que impactaría negativamente en la recuperación del valor de estos activos.

Riesgos de Valoración:

- El valor de todos los componentes del inventario está expuesto a fluctuaciones del mercado inmobiliario. Un mercado en declive podría reducir significativamente el valor de los terrenos y viviendas, mientras que las obras en curso podrían perder valor si los costos de finalización aumentan o si se identifican problemas durante la construcción.
- Las obras en curso están particularmente expuestas a riesgos de valor si enfrentan retrasos, sobrecostos, o problemas de calidad. Estos factores pueden disminuir el valor de las obras y dificultar su venta a precios esperados.

Riesgos de Demanda:

- La demanda del mercado es crítica para la liquidez de terrenos y viviendas terminadas. Si la demanda es baja, la empresa podría enfrentar dificultades para vender estos activos sin ofrecer descuentos significativos.

¹¹ Activos depurados/pasivos-deuda mercado de valores

- Si los activos se encuentran en mercados específicos o de nicho, la demanda podría ser aún más limitada, aumentando el riesgo de que los activos no se vendan rápidamente o a los precios previstos.

Riesgos Operacionales:

- Mantener terrenos y obras en curso implica costos continuos (por ejemplo, impuestos, seguridad, mantenimiento). Estos costos pueden acumularse, afectando la rentabilidad y la capacidad de la empresa para mantener estos activos hasta que se puedan liquidar favorablemente.

Riesgos Regulatorios y Legales:

- Los terrenos y las obras en curso están sujetos a regulaciones de zonificación y permisos. Cualquier cambio en las regulaciones o retrasos en la obtención de permisos podría impactar negativamente el valor de estos activos y su capacidad para ser vendidos.

El inventario de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. presentan una capacidad de liquidación que varía considerablemente en función de su tipo. Las viviendas terminadas son más líquidas y probablemente se puedan vender más rápidamente, aunque podrían requerir descuentos en mercados débiles. Los terrenos y las obras en curso presentan mayores desafíos de liquidez y valoración, lo que podría dificultar su rápida liquidación sin una reducción significativa en el precio.

La liquidez de la fianza solidaria otorgada como garantía específica para la Novena Emisión de Obligaciones de FUROIANI depende directamente de la capacidad financiera de los fiadores, Ana María de Lourdes Furoiani Zambrano de García y Galo Enrique García Furoiani. Aunque las declaraciones patrimoniales de los fiadores indican una solvencia adecuada al momento de la emisión, es necesario evaluar la disponibilidad de activos líquidos en su patrimonio que puedan ser rápidamente convertidos en efectivo en caso de requerirse la ejecución de la garantía.

Si bien la fianza cubre el 100% del capital e intereses hasta USD 5.000.000, su liquidez efectiva dependerá de factores como la naturaleza de los activos de los fiadores (inmuebles, inversiones, cuentas bancarias) y su capacidad para generar flujos de efectivo suficientes.

Anexo 1 – Características de la emisión

Características de la emisión.

En la ciudad de Guayaquil, con fecha 11 de marzo de 2024, se reunió la Junta General Ordinaria de Accionistas de la compañía FUIROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., misma que resolvió autorizar la Novena Emisión de Obligaciones, por un monto de hasta USD 5,00 millones de dólares. Esta decisión fue ratificada en la Junta General Extraordinaria de 09 de diciembre de 2024

Características de la emisión					
Monto de la Emisión	USD 5.000.000				
Unidad monetaria	Dólares de los Estados Unidos				
Características	Clase				
	Clase	Monto	Plazo (días)	Tasa de interés	Periodicidad pago capital e interés
	Uno	\$ 5.000.000	1800	8,5%	Trimestral con período de gracia de pago de capital en los trimestres 1 al 4.
Agente pagador	DECEVALE S.A				
Casa de Valores	Casa de Valores SMARTCAPITAL S.A.				
Representante de obligacionistas	Corporación Juan Isaac Lovato Vargas Cía. Ltda.				
Destino de los recursos	Los recursos a captar serán para capital de trabajo y para pagar pasivos con proveedores del giro del negocio				
Resguardos de ley	Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables: 1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo 2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 3. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.				
Resguardo Voluntario	Fideicomiso Mercantil de Administración de Flujos y Pagos que tendrá por objeto acumular recursos necesarios en dinero y suficientes para cubrir, durante el plazo de la emisión, un pago trimestral				
Límite de endeudamiento	La compañía se compromete a que sus pasivos financieros sobre sus activos totales no podrán ser mayores a 0,85 durante el plazo de la emisión de obligaciones.				
Garantía	General y Específica				
Garantía Específica	Fianza Solidaria constituida por los Sres. Ana María de Lourdes Furoiani Zambrano y Galo Enrique García Furoiani para garantizar el pago de capital e intereses de la 9na Emisión de Obligaciones de la compañía.				

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Activos libres de gravamen y monto máximo a emitir.

FUIROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A a oct-24 alcanzó un total de activos de USD 54,32 millones, de los cuales el 68,20% son activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

Certificado de activos libres de gravamen (USD)	Activo valor en libros	Activo Gravado	Activo libre de gravamen
Efectivo y Equivalentes	1.257.599	-	1.257.599
Activos Financieros	3.290.465	-	3.290.465
Inventario	13.451.919	3.204.261	10.247.658
Servicios y otros pagos anticipados	2.427.171	-	2.427.171
Impuestos corrientes	531.710	-	531.710
Otros activo corrientes	1.644.747	1.644.747	-
Propiedad, planta y equipo	1.542.485	173.319	1.369.166
Propiedad de inversión	12.252.796	12.252.796	-
Activos por impuestos diferidos	93.272	-	93.272
Otros activos no corrientes	17.825.271	-	17.825.271

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

A oct-24, la empresa registra activos después de deducciones por USD 10,96 millones, el 80% de dicho valor es USD 8,76 millones, evidenciando que los activos de la empresa permiten cubrir el saldo de las emisiones vigentes en mercado de valores y la presente emisión.

Monto Máximo Emisión (USD)	Monto
Activo Total	54.317.435
(-) Activos gravados	17.371.346
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	93.272
(-) Activos en litigio e impugnaciones tributarias	0
(-) Derechos fiduciarios cuyo objeto sea garantizar obligaciones propias o de terceros	5.032.886
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados	0
(-) Saldo de los valores de renta fija emitido por el emisor y negociado en mercado de valores	9.075.939
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos al objeto social	5.144.028
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor	6.643.858
Total activos menos deducciones	10.956.107
80% activos menos deducciones	8.764.886
Monto nueva emisión	5.000.000
Cobertura	1,75

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

A oct-24, el saldo de las emisiones en circulación y la presente emisión representa el 110,83% del patrimonio, dando cumplimiento a lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, del Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros

200% patrimonio (USD)	Monto a la fecha de corte
Patrimonio	12.700.007
Saldo emisiones en circulación	9.075.939
Monto nueva emisión	5.000.000
Total emisiones	14.075.939
Cobertura	110,83%

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Tabla de amortización

Basado en una colocación de la totalidad del monto de la emisión, la tabla de amortización sería la siguiente:

Tablas de amortización emisión: Clase Uno				
Periodo	Capital	Interés	Capital+interés	Saldo
	-	-	-	5.000.000
1	-	106.250	106.250	5.000.000
2	-	106.250	106.250	5.000.000
3	-	106.250	106.250	5.000.000
4	-	106.250	106.250	5.000.000
5	312.500	106.250	418.750	4.687.500
6	312.500	99.609	412.109	4.375.000
7	312.500	92.969	405.469	4.062.500
8	312.500	86.328	398.828	3.750.000
9	312.500	79.688	392.188	3.437.500
10	312.500	73.047	385.547	3.125.000
11	312.500	66.406	378.906	2.812.500
12	312.500	59.766	372.266	2.500.000
13	312.500	53.125	365.625	2.187.500
14	312.500	46.484	358.984	1.875.000
15	312.500	39.844	352.344	1.562.500
16	312.500	33.203	345.703	1.250.000
17	312.500	26.563	339.063	937.500
18	312.500	19.922	332.422	625.000
19	312.500	13.281	325.781	312.500
20	312.500	6.641	319.141	-

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Liquidez de los instrumentos.

De ene-24 a nov-24, las Bolsas de Valores registran 88 emisiones de renta fija por un monto total de USD 754,34 millones. Del volumen de operación, el 44,41% corresponde a obligaciones de largo plazo, el 47,74% a papel comercial y 7,85% a titularizaciones. Por otro lado, el mercado de renta variable asciende a USD 3,84 millones.

De acuerdo con lo dispuesto por el Ente de Control, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes.

Es importante tener en cuenta que el tamaño y la liquidez del mercado secundario en el mercado de valores de Ecuador pueden ser relativamente limitados en comparación con otros mercados más desarrollados. Esto significa que la presencia bursátil, es decir, la facilidad de negociación de valores en el mercado secundario puede ser menor en este contexto. Por lo mencionado, la calificación de riesgo es la que influye en la liquidez de los valores en el mercado.

A oct-24 la empresa mantiene tres emisiones vigentes en mercado de valores de acuerdo al siguiente detalle:

Presencia bursátil a la fechas de corte			
Emisión	Monto Aprobado	Resolución aprobatoria	Calificación
Séptima Emisión de Obligaciones	5.000.000	SCVS-INMV-DNAR-2020-00004247	AA
Octava Emisión de Obligaciones	5.000.000	SCVS-INMV-DNAR-2022-000045742	AA+
Cuarto Programa de Papel Comercial	6.000.000	SCVS-INMV-DNAR-2023-00037093	AA+

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Anexo 2 – Estados Financieros

Balance general	Ene21 - Dic21	Ene22 - Dic22	Ene23 - Oct23	Ene23 - Dic23	Ene24 - Oct24
ACTIVO					
Efectivo y equivalentes de Efectivo	15.958	110.767	172.512	459.322	1.265.445
Activos Financieros	1.287.845	7.845	-	7.845	-
Documentos y cuentas por cobrar	4.873.962	6.218.336	1.169.263	6.090.268	3.282.619
Documentos y cuentas por cobrar no relacionadas	73.790	2.016	13.289	13.362	8.415
Documentos y cuentas por cobrar relacionadas	4.738.472	6.176.982	1.155.943	6.060.185	3.274.154
Otras cuentas por cobrar	61.700	39.338	30	16.721	50
Inventarios	15.127.528	8.653.894	12.312.167	11.335.838	13.451.919
Servicios y otros pagos anticipados	2.522.950	4.310.804	2.772.664	999.006	2.427.171
Activos por impuestos corrientes	548.722	722.162	1.183.004	1.210.706	531.710
Activo Corriente	24.376.965	20.023.808	17.609.609	20.102.985	22.603.611
Propiedad, planta y equipo	2.311.060	2.733.095	2.643.098	2.615.350	1.405.210
Propiedad, planta y equipo bruto	5.389.616	5.959.291	5.945.496	5.943.183	4.214.754
Depreciación acumulada	3.078.556	3.226.196	3.302.399	3.327.833	2.809.544
Propiedades de inversión	-	10.004.115	13.739.888	13.875.343	12.252.796
Activos intangibles	134.795	149.920	144.079	142.961	137.275
Documentos y cuentas por cobrar largo plazo	4.108.757	-	1.790.318	-	1.698.473
Activos por impuestos diferidos	57.359	93.272	93.272	93.272	93.272
Otros activos no corrientes	16.099.755	15.964.617	15.505.416	16.072.580	16.126.798
Activo No Corriente	22.711.726	28.945.019	33.916.070	32.799.506	31.713.824
Total Activo	47.088.691	48.968.827	51.525.679	52.902.491	54.317.435
PASIVO					
Cuentas y documentos por pagar	3.150.856	2.851.260	4.630.490	5.455.107	5.549.832
Locales	3.150.856	2.851.260	4.630.490	5.455.107	5.549.832
Obligaciones financieras corto plazo	13.625.210	18.029.126	7.475.338	13.219.215	4.525.163
Obligaciones con instituciones financieras	8.495.229	12.679.126	996.182	5.374.153	1.031.178
Porción corriente de obligaciones emitidas	5.129.981	5.350.000	6.479.156	7.845.062	3.493.985
Otras obligaciones corrientes	547.102	811.895	1.110.974	1.521.836	918.480
Cuentas por pagar diversas/ relacionadas	2.912.247	5.928.856	2.999.608	4.778.178	1.411.759
Anticipos de clientes	4.358.263	3.556.310	6.180.460	5.016.474	1.438.326
Porción corriente de provisiones por beneficios a empleado	235.057	280.438	254.122	234.924	335.911
Pasivo Corriente	24.828.735	31.457.885	22.650.992	30.225.734	14.179.471
Cuentas y documentos por pagar largo plazo	-	-	169.898	-	4.138.822
Locales	-	-	169.898	-	4.138.822
Obligaciones financieras largo plazo	10.789.028	5.350.000	14.093.917	7.396.046	16.842.018
Obligaciones con instituciones financieras	7.964.028	500.000	9.243.917	4.771.046	11.464.159
Obligaciones emitidas	2.825.000	4.850.000	4.850.000	2.625.000	5.377.860
Anticipos de clientes	1.342.519	1.353.757	1.342.519	2.042.429	6.108.027
Provisiones por beneficios a empleados	449.128	402.205	377.632	377.632	349.091
Pasivo No Corriente	12.580.675	7.105.962	15.983.965	9.816.107	27.437.957
Total Pasivo	37.409.410	38.563.847	38.634.957	40.041.841	41.617.428
PATRIMONIO					
Capital	4.509.102	4.509.102	4.509.102	4.509.102	4.509.102
Aportes de socios o accionistas para futura capitalización	-	-	2.399.232	2.399.232	2.399.232
Reservas	216.798	216.798	242.869	242.868	247.809
Reserva legal	216.798	216.798	242.869	242.868	247.809
Otros resultados integrales	-	512.237	1.272.115	512.237	1.272.115
Resultados acumulados	4.928.456	4.931.061	4.380.894	5.147.812	4.043.176
Resultados del ejercicio	24.925	235.782	86.509	49.399	228.573
Total Patrimonio	9.679.281	10.404.980	12.890.722	12.860.650	12.700.007
Total Pasivo y Patrimonio	47.088.691	48.968.827	51.525.679	52.902.491	54.317.435

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Estado de resultados (anual)	Ene21 - Dic21	Ene22 - Dic22	Ene23 - Oct23	Ene23 - Dic23	Ene24 - Oct24
Ingresos de actividades ordinarias	15.590.594	10.398.176	6.844.976	9.996.496	3.330.534
Costo de ventas y producción	9.406.935	5.741.217	3.245.648	6.683.061	692.963
UTILIDAD BRUTA	6.183.659	4.656.959	3.599.329	3.313.435	2.637.571
Gastos operativos	4.373.819	9.142.422	3.236.381	3.777.946	1.985.066
Gastos administrativos	4.096.507	8.901.804	3.131.018	3.540.513	1.941.339
Depreciaciones	143.050	155.049	140.779	167.065	90.152
Amortizaciones	234	5.346	5.841	6.960	5.686
Gastos de venta	277.312	240.618	105.363	237.433	43.727
UTILIDAD OPERACIONAL	1.809.840	-4.485.463	362.948	-464.511	652.505
Otros ingresos	847.489	6.745.256	1.546.372	1.733.327	743.576
Gastos financieros	2.563.454	2.059.924	1.822.810	1.108.745	1.167.508
Utilidad/Pérdida antes de IR	93.875	199.869	86.509	160.071	228.573
Impuesto a la Renta	68.950	-35.913	-	110.672	-
Utilidad/Pérdida del ejercicio	24.925	235.782	86.509	49.399	228.573

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Anexo 3 – Indicadores Financieros

Rentabilidad	Ene21 - Dic21	Ene22 - Dic22	Nov22 - Oct23	Ene23 - Dic23	Nov23 - Oct24
ROA	0,1%	0,5%	0,1%	0,1%	0,4%
ROA, antes de impuestos	0,2%	0,4%	0,2%	0,3%	0,5%
ROE	0,3%	2,3%	0,3%	0,4%	1,6%
ROE, antes de impuestos	1,0%	2,0%	0,9%	1,4%	2,1%
Costo de ventas/ingresos	60,3%	55,2%	47,4%	66,9%	20,8%
Utilidad bruta/ingresos	39,7%	44,8%	52,6%	33,1%	79,2%
Gastos operacionales/ingresos	28,1%	87,9%	47,3%	37,8%	59,6%
Utilidad operativa/ingresos	11,6%	-43,1%	5,3%	-4,6%	19,6%
Gastos financieros/ingresos	16,4%	19,8%	26,6%	11,1%	35,1%
Utilidad neta/ingresos	0,2%	2,3%	0,4%	0,5%	5,1%
EBITDA y Cobertura					
Depreciaciones y amortizaciones	143.284,0	160.395,0	175.944,2	174.025,0	115.005,5
EBITDA	1.953.124,0	(4.325.068,0)	611.481,3	(290.486,0)	898.011,7
EBITDA/ventas	0,1	-0,4	0,1	0,0	0,2
EBITDA/gastos financieros	0,8	-2,1	0,3	-0,3	0,6
EBITDA/deuda financiera corto plazo	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,1
EBITDA/deuda financiera	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
EBITDA/pasivo corriente	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
EBITDA/pasivo no corriente	0,2	-0,4	0,1	0,0	0,0
EBITDA/pasivo total	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
EBITDA/deuda financiera+gastos financieros	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Solvencia					
Pasivo corriente/pasivo total	0,7	0,8	0,6	0,8	0,3
Pasivo no corriente/pasivo total	0,3	0,2	0,4	0,2	0,7
Deuda financiera/pasivo total	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
Pasivo no corriente/patrimonio	2,6	3,0	1,8	2,4	1,1
Deuda financiera/ patrimonio	2,5	2,2	1,7	1,6	1,7
Pasivo total/patrimonio	3,9	3,7	3,0	3,1	3,3
Pasivo no corriente/EBITDA	4,9	-2,3	18,9	-29,1	20,7
Deuda financiera/EBITDA	11,9	-5,5	36,8	-75,7	23,4
Pasivo total/EBITDA	18,4	-8,8	63,1	-135,3	45,5
Liquidez					
Razón circulante	0,98	0,64	0,78	0,67	1,59
Prueba ácida	0,37	0,36	0,23	0,29	0,65
Capital de trabajo	(451.770,0)	(11.434.077,0)	(5.041.382,7)	(10.122.749,0)	8.424.139,7
Gestión Operativa					
Rotación cuentas por cobrar	2,7	1,9	2,2	1,6	0,9
Días cuentas por cobrar	134,8	192,0	161,9	221,6	422,1
Rotación inventarios	1,0	0,5	0,4	0,7	0,1
Días inventarios	359,5	745,6	969,0	538,4	5.365,6
Rotación cuentas por pagar	2,2	1,9	1,0	1,6	0,2
Días cuentas por pagar	164,0	188,2	345,8	223,7	2.382,1
Días Ciclo de operación	(160,3)	(185,8)	(343,2)	(221,4)	(2.381,2)

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Anexo 4 – Escala de Calificación

Categoría	Definición
AAA	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.
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.
A	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero que es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía.
B	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen capacidad para el pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, y presentan la posibilidad de deteriorarse ante cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.
C	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen un mínimo de capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero que es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general, pudiendo incurrir en pérdidas de intereses y capital.
D	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes no tienen capacidad para el pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, y presentan posibilidad de incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital.
E	Corresponde a los valores cuyo emisor y garante no tienen capacidad para el pago de capital e intereses, o se encuentran en estado de suspensión de pagos o no cuentan con activos suficientes para el pago, en caso de quiebra o liquidación.

Las categorías de Calificación de Riesgo pueden incluir signos más (+) o menos (-). El signo más (+) indica que la Calificación de Riesgo podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advierte un descenso a la categoría inmediata inferior.

Miembros de Comité



Ivan Sannino



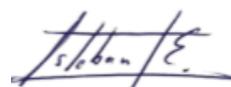
José Burgoa



Carlos Méndez

Mateo Hedian C.

Mateo Hedian
Gerente General



Esteban Zambrano
Analista