

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO  
SÉPTIMA EMISIÓN DE OBLIGACIONES FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 155/2020, del 30 de noviembre de 2020

Información Financiera cortada al 30 de septiembre de 2020

Analista: Ing. Andrea Salazar

[andrea.salazar@classrating.ec](mailto:andrea.salazar@classrating.ec)

[www.classinternationalrating.com](http://www.classinternationalrating.com)

**FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.**, es una organización que comenzó a desarrollar sus actividades en el año de 1963 en la ciudad de Guayaquil, cuya actividad se centra en la construcción de edificios, ciudadelas, urbanizaciones, carreteras, plantas industriales, estudios, proyectos, diseños, planificaciones y en general al ejercicio de cualquier actividad que corresponda a la ingeniería o arquitectura.

**Primera Revisión**

**Resolución No. SCVS.INMV.DNAR.2020.00004247, emitida el 21 de julio de 2020**

**Fundamentación de la Calificación**

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 155/2020 del 30 de noviembre de 2020 decidió otorgar la calificación de **“AA+” (Doble A más)** a la Séptima Emisión de Obligaciones FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. por un monto de cinco millones de dólares (USD 5´000.000,00).

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

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

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, la presente calificación de riesgo **“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.”**

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

La presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos de seis meses si la calificadora decide revisarla en menor tiempo.

La calificación otorgada a la Séptima Emisión de Obligaciones – FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. se fundamenta en:

**Sobre el Emisor:**

- FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. es una compañía que ha presentado una importante trayectoria dentro del sector de la construcción, evidenciando que desde su constitución (1974) hasta la actualidad ha realizado obras en distintas ciudades del litoral, además de ciudades como Cuenca y Quito, sin embargo, se debe resaltar que la mayor parte de sus obras se concentran en la ciudad de Guayaquil.
- La compañía actualmente mantiene varias obras en ejecución, evidenciando que entre sus principales clientes se destacan los comerciales, industriales y hoteleros para la construcción o remodelación de sus instalaciones; además de personas naturales que adquieren las viviendas de sus proyectos habitacionales,

así mismo se debe señalar que la compañía contempla varios proyectos futuros los cuales le ayudarán a generar mejores resultados en los próximos años.

- FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. ha trabajado en el diseño y construcción de obras tanto para el sector público como privado, tal es el caso del Hospital de Niños Roberto Gilbert Elizalde, el Planetario de la Armada en la ciudad de Guayaquil, el Hospital de SOLCA en Manabí, el Edificio Federación Ecuatoriana de Fútbol, la Escuela Superior Politécnica del Litoral (ESPOL) en Guayaquil, entre otras.
- Adicionalmente la compañía cuenta con un selecto grupo de profesionales especializados que complementan y perfeccionan el éxito de sus proyectos.
- Los ingresos ordinarios de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., presentaron una tendencia decreciente durante los periodos analizados, es así que pasaron de USD 35,15 millones en 2016 a USD 9,13 millones en 2018, debido a la contracción que se mantiene en el sector de la construcción, así como la finalización de varios proyectos de la compañía. Para los periodos interanuales se evidenció un crecimiento de 7,50% en sus ingresos, pues, luego de registrar USD 5,80 millones en septiembre de 2019 pasaron a USD 6,24 millones en septiembre de 2020, gracias a que en el año 2020, se está entregando el proyecto Ciudad Santiago etapa XI.
- El comportamiento de los costos y gastos deliberó en que la utilidad operacional decrezca en su representación sobre los ingresos de un 7,22% en el año 2016 a 4,80% en 2017 y se incrementa en 2018 a 11,05%. Para el año 2019, la situación cambió puesto que se registró una pérdida operacional que representó el -9,46% de los ingresos, debido a la reducción de sus ventas. Para septiembre de 2020, la compañía generó una utilidad operacional que significó el 18,31% de los ingresos, porcentaje superior a lo reportado en septiembre de 2019 cuando fue de 11,74% gracias a la importante reducción de gastos operativos y el crecimiento de los ingresos.
- Luego de registrar el impuesto a la renta y la participación a trabajadores, la compañía arrojó una utilidad neta que pasó de significar un 0,45% de los ingresos en 2016 a un 6,28% de los ingresos al cierre de 2019, mientras que para septiembre de 2020 fue de 1,77% sobre los ingresos superior a la registrada a septiembre 2019, situación que se produce por la reducción de gastos administrativos y gastos financieros.
- El EBITDA (acumulado) creció en su representación sobre los ingresos de 6,19% en 2017 a 12,88% en diciembre de 2018, no obstante, para diciembre de 2019, este decae hasta registrar valores negativos (-7,94% de los ingresos), debido a la pérdida operativa registrada en ese periodo, lo que reflejó una deficiencia en la generación de flujos operativos para cubrir sus gastos financieros. Para septiembre de 2020, el EBITDA (acumulado) significó el 19,88% de los ingresos, porcentaje superior a lo reportado en su similar de 2019, cuando fue de 13,51%. A pesar de registrar valores positivos estos no fueron suficientes para cubrir de manera óptima sus gastos financieros.
- Los activos de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. presentaron un comportamiento fluctuante, pues luego de registrar USD 54,55 millones en el año 2016, pasaron a USD 39,57 millones en 2018, USD 48,24 millones en diciembre de 2019 y USD 48,35 millones en septiembre de 2020, variaciones que obedecen al comportamiento de sus principales cuentas: cuentas por cobrar a relacionadas, otros activos no corrientes, inversiones no corrientes, obras en ejecución y anticipo a proveedores.
- Los pasivos totales presentaron una tendencia ligeramente fluctuante a lo largo de los periodos analizados, es así que luego de financiar el 83,87% en diciembre de 2016 pasó a un 78,74% en diciembre de 2019 y un 78,56% a septiembre de 2020, comportamiento que estuvo atado a las variaciones registradas en sus obligaciones con costo.
- El patrimonio mantuvo una tendencia creciente en términos monetarios, pues luego de registrar USD 8,80 millones (16,13% de los activos) en 2016, pasó a USD 10,26 millones (21,26% de los activos) en 2019 y USD 10,37 millones (21,44% de los activos) en septiembre de 2020, lo que obedece al registro de mayores resultados acumulados, así como del crecimiento en el superávit por revaluación.
- FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. dispuso de suficientes recursos corrientes para cubrir sus pasivos del mismo tipo, pues sus indicadores de liquidez (Razón Circulante) fueron superiores a la unidad (excepto en el año 2019), lo que arrojó un capital de trabajo positivo, y a septiembre de 2020 representó el 13,50% de los activos (en diciembre de 2019 este fue negativo y representó el -6,49% de los activos).
- Históricamente, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. ha financiado su operación en mayor proporción con recursos de terceros que con recursos propios, pues su apalancamiento (pasivo total/patrimonio) pasó de 3,70 veces en diciembre de 2019 a 3,66 veces en septiembre de 2020.
- La declaratoria de emergencia sanitaria en Ecuador, en virtud de la pandemia provocada por el Coronavirus (COVID19), aceleró el deterioro de la situación económica del país y de sus habitantes, acentuándose la recesión económica hacia una contracción. La forzada paralización de muchos agentes económicos

determinó una ruptura de la cadena de pagos y una reducción del empleo. Esto, sumado a otros factores, causó que muchos microempresarios, pequeños negocios, emprendedores, comerciantes y personas naturales vean sus ingresos y flujos afectados, por lo cual ya no están en capacidad de continuar cumpliendo sus obligaciones con los prestamistas en los plazos y términos pactados, demandando de reestructuraciones y diferimientos en algunos casos, mientras que en otros han caído en suspensiones de pagos. En Ecuador, a partir del mes de marzo de 2020, la cartera vencida de las instituciones bancarias, mutualistas, cooperativas, fundaciones y otros, muestra una tendencia al alza a pesar de las facilidades otorgadas por muchas de estas instituciones y organizaciones para brindar facilidades de pagos y distintos plazos a sus clientes. Este problema de cartera vencida tiene perspectivas negativas y de una mayor siniestralidad, demandando mayores provisiones para potenciales pérdidas y nuevos requerimientos de liquidez para mantener las actividades, ante una reducción de la recuperación de recursos. La compañía deberá estar atenta al tratamiento que da a su cartera y el estado de sus clientes, frente a este escenario.

### **Sobre la Emisión:**

- La Junta General Ordinaria de Accionistas de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., reunida el 10 de marzo de 2020, resolvió autorizar por unanimidad que la compañía realice la Séptima Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 5,00 millones.
- Con fecha 04 de junio 2020, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. en calidad de emisor, conjuntamente con ESTUDIO JURIDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A. como Representante de los obligacionistas, suscribieron el contrato de la Séptima Emisión de Obligaciones FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.
- Con fecha 06 de agosto de 2020, Silvercross S.A. Casa De Valores SCCV inició la colocación de los valores, observando que hasta el 30 de septiembre 2020, logró colocar USD 6 mil, que representó apenas el 0,12% del monto aprobado, entre diferentes inversionistas.
- Considerando que al 30 de septiembre de 2020, todavía no se paga ningún dividendo, el saldo de capital corresponde al total colocado, es decir USD 6 mil. El plazo de oferta pública aún se encuentra vigente.
- 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:
  - ✓ 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.
    - Al 30 de septiembre de 2020, el emisor cumplió con todos los resguardos mencionados anteriormente.
- El emisor mantendrá un límite de endeudamiento referente a una relación de pasivos con instituciones financieras de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía.
  - Al 30 de septiembre de 2020, cumplió con el límite establecido.
- Al 30 de septiembre de 2020, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., registró un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 26,04 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 20,84 millones, cifra que genera una cobertura de 4,17 veces sobre el saldo de capital, determinando de esta manera que la Séptima Emisión de Obligaciones de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones indican y pronostican la disponibilidad de fondos para atender el servicio de deuda adicional con la que contará la compañía. De acuerdo a los periodos transcurridos y que se incluyeron dentro del horizonte de proyección, se observa que el comportamiento de la compañía y sus resultados se dieron de acuerdo a dichas proyecciones.

### **Riesgos Previsibles en el Futuro**

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores

y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- La operación de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., se expone principalmente a riesgos de tipo exógeno en donde factores como el incremento en los precios de los materiales de construcción, la reducción de las facilidades de financiamiento que ha impulsado al sector de la construcción, e incluso otros relacionados directamente con los proyectos en los cuales trabaja la compañía, tales como, situaciones económicas adversas de los contratantes, podrían reducir la demanda de los servicios que ésta presta, además de demorar la culminación de determinados proyectos en los cuales esté trabajando o encarecer su realización.
- El incumplimiento de los plazos o condiciones especiales de las obras en construcción, conforme lo estipulado en cada contrato de construcción, puede traer multas o demorar el pago de planillas a la empresa, lo cual podría generar presión sobre su caja y efectivo.
- El incumplimiento en los pagos de avances y de entrega de obras por parte de los contratantes de la compañía, podría afectar el flujo de efectivo. Esta exposición se monitorea de acuerdo al comportamiento del deudor, las cuentas por cobrar son evaluadas periódicamente, y registra una provisión por deterioro en los casos que el análisis presente una probabilidad alta de no pago.
- Probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, lo cual podría afectar el nivel de ingresos de los ecuatorianos y consecuentemente su poder adquisitivo, o la capacidad de pago de deudas anteriormente adquiridas, de modo que la recuperación de la cartera o la generación de una nueva podría verse limitada, afectando al crecimiento de la compañía.
- Los últimos datos oficiales de la economía ecuatoriana, evidencian un incremento en la morosidad de crédito en el último año, originado por varias causas, como el incremento del desempleo y una reducción en la dinámica económica. Esto podría afectar a las operaciones de la empresa y a la calidad de su cartera de crédito.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.
- Surgimiento de nuevos competidores en el mercado local y consecuentemente reducción del mercado objetivo.
- La implementación de nuevas políticas gubernamentales restrictivas, ya sean fiscales, tributarias (mayores impuestos, mayores aranceles, nuevos impuestos), u otras, representan un riesgo que genera incertidumbre en los diferentes sectores de la economía, que eventualmente podrían verse afectadas o limitadas en sus operaciones debido a ello.
- La pandemia que sufre el planeta por el Covid19, incluyendo a Ecuador, está deteniendo la actividad comercial internacional y local. Esta situación generó que el país adopte medidas que han detenido la operación de varias empresas, generando una detención de sus ventas e ingresos, en muchos casos, por lo que los efectos económicos de esta actual situación no se pueden pronosticar y generan incertidumbre.
- El precio del barril de petróleo que comercializa nuestro país ha caído significativamente en los mercados internacionales en estas últimas semanas, afectando significativamente los ingresos del Ecuador por este rubro. Así mismo, han caído los ingresos del país por una reducción de exportaciones de algunos de sus principales productos no petroleros, tanto por precios como por volúmenes. La pandemia mundial ha determinado que varios países reduzcan sus pedidos de muchos productos ecuatorianos.

Según lo establecido en el literal i, numeral 1, del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Primero se debe establecer que los activos que respaldan la emisión son Cuentas por cobrar, anticipo de proveedores y obras en ejecución construcción libres de gravamen, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Un riesgo que podría mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos en el sector en el que operan los clientes de la empresa, y que afecten su capacidad para cumplir sus compromisos adquiridos con la compañía.

- Una concentración de ventas futuras en determinados proyectos puede disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración; sin embargo, de lo cual, la compañía mantiene una adecuada dispersión de sus ingresos, mitigando de esta manera el mencionado riesgo.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la presente emisión.
- Daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo y asalto, en los cuales las obras en ejecución podrían verse afectadas ya sea en su totalidad o parcialmente, traería consigo pérdidas económicas para la empresa. Para cubrirse contra este tipo de riesgo, la compañía cuenta con pólizas de seguros vigentes.
- Los anticipos a proveedores, que respaldan la emisión podrían estar expuestos a que una vez realizada la transacción, no pueda entregarse el producto a tiempo, lo que repercutiría sobre las operaciones de la compañía.
- Finalmente los activos que respaldan la emisión tendrían un grado bajo para ser liquidados, por lo que su liquidación dependería de que la empresa se encuentre operando, que mantenga su sistema de selección de clientes para otorgar crédito y su sistema de recuperación de cartera y cobranzas, de modo que la cartera se mantenga operativa, dispersa y no vencida; del mismo modo, las obras en ejecución construcción dependería de que se mantengan protegidos contra cualquier siniestro, y los anticipos a proveedores su liquidación dependería de que la empresa se encuentre operando.

Las consideraciones de la capacidad para ser liquidado un activo son sumamente subjetivas y poco predecibles. La capacidad para ser liquidado un activo puede cambiar en cualquier momento. Por lo tanto, los criterios básicos y opiniones emitidos por CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la capacidad para ser liquidado un activo son referenciales, no garantizan exactitud y no representa que un activo pueda o no ser liquidado, ni que se mantenga su valor, ni una estabilidad en su precio.

Según lo establecido en el literal h, numeral 1, del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Al 30 de septiembre de 2020 la empresa registra, dentro de la garantía general, cuentas por cobrar a relacionadas que ascienden a USD 8,45<sup>1</sup>, por lo que los riesgos asociados a éstas podrían ser:

- El crédito que se les otorga a las empresas vinculadas responde más a la relación de vinculación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- Escenarios económicos adversos pueden afectar la recuperación de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Se debe indicar que según certificación de la compañía, dentro de las cuentas por cobrar que respaldan la emisión, no se registran cuentas por cobrar a vinculadas.

### **Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:**

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Séptima Emisión de Obligaciones – FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyección de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Acta de la Junta General Ordinaria de Accionistas de la compañía FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., del 10

<sup>1</sup> Este monto considerable de cuentas por cobrar a relacionadas se debe a que se considera relacionadas a los Fideicomisos por medio de los cuales la empresa maneja sus distintos proyectos.

de marzo de 2020.

- Contrato Escritura Pública de la Séptima Emisión de Obligaciones de la Compañía FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. del 04 junio del año 2020.
- Declaración Juramentada de los Activos que respaldan la Emisión.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2016, 2017, 2018 y 2019 de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., así como Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, al 30 de septiembre de 2019 y 30 de septiembre de 2020 (sin notas a los estados financieros).
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.
- Informe del Representante de Obligacionistas.

En base en la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. En la diligencia debidamente realizada en las instalaciones de la compañía, sus principales ejecutivos proporcionaron información sobre el desarrollo de las actividades operativas de la misma, y demás información relevante sobre la empresa. Se debe recalcar que CLASS INTERNACIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa o cuando las circunstancias lo ameriten. La calificación de riesgo comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización.

## **INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO**

### **INTRODUCCION**

#### **Aspectos Generales de la Emisión**

En la ciudad de Guayaquil, con fecha 10 de marzo de 2020, se reunió la Junta General Ordinaria de Accionistas de la compañía FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., misma que resolvió autorizar la Séptima Emisión de Obligaciones, por un monto de hasta USD 5,00 millones de dólares.

Posteriormente, con fecha 04 de junio 2020, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. en calidad de emisor, conjuntamente con ESTUDIO JURIDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A. como Representante de los obligacionistas, suscribieron el contrato de la Séptima Emisión de Obligaciones FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. A continuación se exponen las principales características de la emisión:

**CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

SÉPTIMA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.				
Emisor	FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.			
Capital a Emitir	USD 5.000.000,00			
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América			
Tipo de Emisión	Desmaterializados. Su valor nominal mínimo será múltiplos de USD 1.000,00.			
Clases, montos y plazos	Clase	Monto (USD)	Plazo (días)	Tasa Fija anual
	Clase A	2.000.000,00	1.440	7,25%
	Clase B	3.000.000,00	1.800	7,50%
Pago de Intereses	Cada 90 días.			
Amortización de Capital	Cada 90 días.			
Rescates anticipados	No contempla sorteos ni Rescates anticipados.			
Forma de Redención	Al Vencimiento			
Sistema de Colocación	Oferta pública, en forma bursátil a través de las bolsas de valores legalmente establecidas en el país			
Representante de Obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.			
Agente Estructurado – Colocador	Silvercross S.A. Casa De Valores SCCV			
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.			
Tipo de Garantía	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.			
Fecha de Emisión	Será la fecha en que se realice la primera colocación de las obligaciones en forma primaria.			
Destino de los recursos	Para financiar capital de operación, avances de obras, e inversiones varias para los proyectos en marcha y sustitución de pasivos.			
Resguardos de la Emisión establecidos en el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.	<p>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:</p> <p>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:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>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.</li> <li>2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>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.</li> </ol>			
Limite de Endeudamiento	El emisor mientras esté vigente la presente emisión de Obligaciones limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero) y sus normas complementarias. Paralelamente se mantendrá un limite de endeudamiento referente a una relación de pasivos con instituciones financieras de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía.			

Fuente: Contrato de Emisión/ Elaboración: Class International Rating

A continuación se presentan las tablas de amortización de capital y pago de intereses de la Emisión de Obligaciones:

**CUADRO 2 y 3: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES**

CLASE A					CLASE B				
Día	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital	Día	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
				2.000.000					3.000.000
90	125.000	36.250	161.250	1.875.000	90	150.000	56.250	206.250	2.850.000
180	125.000	33.984	158.984	1.750.000	180	150.000	53.438	203.438	2.700.000
270	125.000	31.719	156.719	1.625.000	270	150.000	50.625	200.625	2.550.000
360	125.000	29.453	154.453	1.500.000	360	150.000	47.813	197.813	2.400.000
450	125.000	27.188	152.188	1.375.000	450	150.000	45.000	195.000	2.250.000
540	125.000	24.922	149.922	1.250.000	540	150.000	42.188	192.188	2.100.000
630	125.000	22.656	147.656	1.125.000	630	150.000	39.375	189.375	1.950.000
720	125.000	20.391	145.391	1.000.000	720	150.000	36.563	186.563	1.800.000
810	125.000	18.125	143.125	875.000	810	150.000	33.750	183.750	1.650.000
900	125.000	15.859	140.859	750.000	900	150.000	30.938	180.938	1.500.000
990	125.000	13.594	138.594	625.000	990	150.000	28.125	178.125	1.350.000
1.080	125.000	11.328	136.328	500.000	1.080	150.000	25.313	175.313	1.200.000

1.170	125.000	9.063	134.063	375.000
1.260	125.000	6.797	131.797	250.000
1.350	125.000	4.531	129.531	125.000
1.440	125.000	2.266	127.266	-
	<b>2.000.000</b>	<b>308.125</b>	<b>2.308.125</b>	

1.170	150.000	22.500	172.500	1.050.000
1.260	150.000	19.688	169.688	900.000
1.350	150.000	16.875	166.875	750.000
1.440	150.000	14.063	164.063	600.000
1.530	150.000	11.250	161.250	450.000
1.620	150.000	8.438	158.438	300.000
1.710	150.000	5.625	155.625	150.000
1.800	150.000	2.813	152.813	-
	<b>3.000.000</b>	<b>590.625</b>	<b>3.590.625</b>	

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

### Situación de la Emisión de Obligaciones (30 de septiembre de 2020)

Con fecha 21 de julio de 2020, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la presente Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 5,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS.INMV.DNAR.2020.00004247, la misma que fue inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores el 28 de julio de 2020. El plazo de la oferta pública venció el 21 de abril de 2021.

### Colocación de los Valores

Con fecha 06 de agosto de 2020, Silvercross S.A. Casa De Valores SCCV inició la colocación de los valores, observando que hasta el 30 de septiembre 2020, logró colocar USD 6 mil, que representó apenas el 0,12% del monto aprobado, entre diferentes inversionistas.

### Saldo de Capital

Considerando que al 30 de septiembre de 2020, todavía no se paga ningún dividendo, el saldo de capital corresponde al total colocado, es decir USD 6 mil. El plazo de oferta pública aún se encuentra vigente.

### Garantías y Resguardos

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 hiciera 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.

Se entenderá por activos depurados al total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Cabe señalar que el incumplimiento de este numeral dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión. Para el efecto se procederá conforme a lo previsto en los respectivos contratos de emisión para la solución de controversias, según lo estipulado en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

### Límite de endeudamiento

El emisor mientras esté vigente la presente emisión de Obligaciones limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero) y sus normas complementarias. Paralelamente se mantendrá un límite de endeudamiento referente a una relación de pasivos con instituciones financieras de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía.

- ❖ Al 30 de septiembre de 2020, la compañía cumplió con todo lo listado anteriormente. En el siguiente cuadro se pueden apreciar en detalle las medidas cuantificables:

**CUADRO 4: LIMITACIONES Y RESGUARDOS**

INDICADOR	Límite establecido	sep-20	Cumplimiento
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a 1	1,11	Sí
Activos depurados/ Obligaciones en circulación	Mayor o igual a 1,25	3,18	Sí
Pasivos con Instituciones Financieras / Patrimonio	No mayor a 3	1,57	Sí

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

### Monto Máximo de la Emisión

La Séptima Emisión de Obligaciones estará respaldada por una Garantía General otorgada por FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Es así que al 30 de septiembre de 2020, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A alcanzó un total de activos de USD 48,35 millones, de los cuales el 90,48% son activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

**CUADRO 5: ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN DE LA COMPAÑÍA (30 DE SEPTIEMBRE DE 2020)**

Concepto	Libres (USD)	%
Disponibles	147.428	0,34%
Exigibles	11.351.087	25,95%
Realizables	13.355.119	30,53%
Activo Fijo	449.710	1,03%
Otros activos	18.444.218	42,16%
<b>TOTAL</b>	<b>43.747.562</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 30 de septiembre de 2020, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: "El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores; y, las inversiones en acciones

en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias<sup>2</sup>.

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.

La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión, según lo estipulado en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 30 de septiembre de 2020, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 26,04 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 20,84 millones, que constituye el monto máximo que podría emitir la compañía. Dicho valor genera una cobertura de 4,17 veces sobre el monto a emitir de la Emisión de Obligaciones, de esta manera se puede determinar que la Emisión de Obligaciones de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

**CUADRO 6: ACTIVOS LIBRES DE TODO GRAVAMEN (30 de septiembre de 2020)**

Descripción	USD
Total Activos	48.348.106
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	-
(-) Activos Gravados	4.600.544
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias <sup>3</sup>	62.132
(-) Derechos Fiduciarios <sup>4</sup>	7.900.441
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	-
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores <sup>5</sup>	4.653.754
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras <sup>6</sup>	5.086.641
<b>Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa</b>	<b>26.044.594</b>
<b>Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones</b>	<b>20.835.675</b>
Emisión de Obligaciones	5.000.000
<b>Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>5,21</b>
<b>80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>4,17</b>

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 30 de septiembre de 2020, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 0,74 veces<sup>7</sup> sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Por otro lado, según 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, “El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120%”.

<sup>2</sup> “La verificación realizada por la calificadoradora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadoradora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor.”

<sup>3</sup> Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

<sup>4</sup> Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros

<sup>5</sup> para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación

<sup>6</sup> Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias

<sup>7</sup> (Total Activos Deducidos – Saldo Emisión) / (Total Pasivo – Obligaciones Emitidas)

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el saldo de capital de los valores que mantiene en circulación en el Mercado de Valores representó al 30 de septiembre de 2020 el 46,57% del 200% del patrimonio y el 93,13% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

**CUADRO 7: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO A SEPTIEMBRE DE 2020 (USD)**

Descripción	sep-20
Patrimonio	10.365.556
<b>200% del Patrimonio</b>	<b>20.731.111</b>
Saldo de Capital IV Emisión de Obligaciones	1.500.000
Saldo de Capital V Emisión de Obligaciones	1.278.800
Saldo de Capital VI Emisión de Obligaciones	1.874.954
Saldo de Capital VII Emisión de Obligaciones	5.000.000
<b>Total Emisiones</b>	<b>9.653.754</b>
<b>Valores en circulación / 200% del Patrimonio</b>	<b>46,57%</b>
<b>Valores en circulación / Patrimonio</b>	<b>93,13%</b>

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

## **Proyecciones del Emisor**

**CUADRO 8: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)**

Rubro	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ventas netas	11.254.119	46.548.333	61.727.000	70.629.722	30.390.497	17.902.064
Costo de ventas	5.624.263	36.257.104	47.601.247	54.342.996	20.719.013	6.648.115
<b>Utilidad bruta</b>	<b>5.629.856</b>	<b>10.291.229</b>	<b>14.125.753</b>	<b>16.286.727</b>	<b>9.671.484</b>	<b>11.253.949</b>
Gastos administrativos y ventas	4.330.559	6.091.894	6.379.620	6.729.783	6.647.322	6.848.212
Depreciación y amortización	169.160	154.431	152.263	152.263	152.263	152.263
<b>Utilidad operativa</b>	<b>1.130.137</b>	<b>4.044.904</b>	<b>7.593.870</b>	<b>9.404.681</b>	<b>2.871.900</b>	<b>4.253.475</b>
Gastos financieros	1.020.999	3.175.629	3.056.666	3.376.741	740.658	116.807
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>109.138</b>	<b>869.275</b>	<b>4.537.204</b>	<b>6.027.940</b>	<b>2.131.242</b>	<b>4.136.668</b>

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

La proyección, realizada en el escenario de mayor probabilidad de ocurrencia, arrojó ventas que fueron determinadas de acuerdo a las propias expectativas de la compañía en base a su experiencia en el mercado y los proyectos que mantiene, es así que la proyección de las cifras contenidas en el Estado de Resultados, refleja que, en relación al nivel de ventas, éste presentaría un crecimiento del 23,32% para el año 2020, con respecto a los ingresos obtenidos en 2019, posteriormente la proyección estima un crecimiento no definido para los siguientes años, que pasaría de 313,61% 2021 a 32,61% en 2022 y 14,42% en el año 2023, mientras que para los años 2024 y 2025 se proyectó un decrecimiento de las ventas del 56,97% y 41,09% respectivamente.

En cuanto a los costos de ventas, éstos mantendrían una participación promedio del 75,03% de los ingresos entre los años 2021-2024 y del 37,14% para el año 2025, lo que le permitiría a la empresa generar un margen bruto promedio (2021-2024) del 24,97% de los ingresos y de 62,86% para el año 2025.

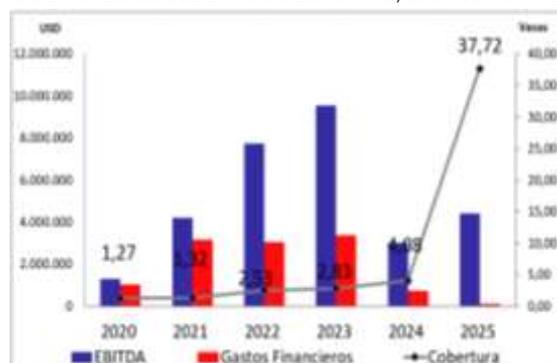
Por su parte, los gastos de administración y ventas registrarían una participación sobre los ingresos fluctuante, pues pasarían de representar un 38,48% en 2020 a 9,53% en el año 2023 y 38,25% para el año 2025. Con lo cual se proyectaría un margen operativo positivo, pero de igual forma variable, desde un 10,04% de los ingresos en 2020 a un 13,32% en 2023 y un 23,76% para el año 2025.

En lo que concierne a los gastos financieros, es importante señalar que la proyección contempla tanto los valores derivados de las actuales obligaciones, como de la presente emisión. En este sentido, los gastos financieros no presentan una tendencia definida, pues pasarían de significar un 9,07% en 2020 a un 2,44% en 2024 y un 0,65% en el año 2025. Finalmente, la utilidad antes de impuestos y participación a trabajadores representaría el 0,97% de los ingresos en diciembre de 2020, un 7,01% en el año 2024 y finalmente un 23,11% en año 2025.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado, incluyendo los derivados de la presente emisión. Por lo que de acuerdo al modelo analizado y como se refleja

en el gráfico a continuación, la cobertura del EBITDA frente a los gastos financieros es positiva y cubriría 1,27 veces en el 2020, la misma que se incrementaría en el cierre de 2024 con 4,08 veces y un 37,72 veces al cierre de 2025, los que evidencia que el Emisor dispondría de fondos propios suficientes para cubrir sus gastos financieros.

**GRÁFICO 1: NIVEL DE COBERTURA: EBITDA VS, GASTOS FINANCIEROS**



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Al realizar un análisis de la cobertura del EBITDA/ Deuda total<sup>8</sup>, durante los periodos proyectados 2022- 2025, se evidenció en el escenario de mayor probabilidad de ocurrencia, que existe una cobertura inferior a la unidad. En cuanto al flujo libre de caja/ deuda total, se evidenció un indicador creciente, sin embargo, fue inferior a la unidad en los periodos 2022 a 2024 evidenciando que la empresa deberá incurrir en mayor financiamiento. Por su parte, el EBITDA/ Gastos de capital, mostro disponibilidad de flujo operativo para la realización de inversiones requeridas por la institución en los años proyectados 2022- 2025.

En relación al indicador que mide los Gatos de Capital/ Gasto depreciación, se puede observar que durante los periodos proyectados fue inferior a la unidad, lo que evidencia la ausencia de reposición de activos fijo por parte de la institución. Con respecto a la rentabilidad esperada, muestra un comportamiento creciente entre los periodos 2022-2025.

Por otra parte, el flujo de efectivo se encuentra dividido por actividades, en su primera instancia considera el flujo de efectivo en actividades de operación, donde se compone de cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios, otros cobros procedentes de actividades ordinarias, pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios, pagos a y por cuenta de los empleados, entre otros. Posteriormente se evidencian los movimientos generados por el flujo de efectivo en actividades de inversión, donde se evidencia la adquisición de propiedades, planta y equipo y el flujo de efectivo en actividades de financiamiento, en donde se observa el ingreso y pago de los recursos obtenidos por la Séptima Emisión de Obligaciones a Largo Plazo y de las demás deudas financieras tanto a largo plazo como a corto.

**CUADRO 9: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)**

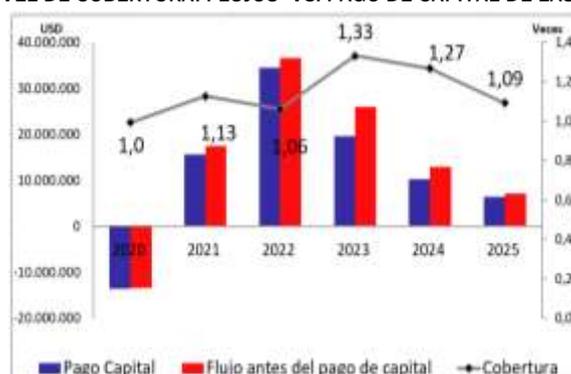
Descripción	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>						
Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios	9.087.687	39.503.429	70.532.912	61.225.041	27.518.597	16.236.325
Otros cobros procedentes de actividades ordinarias			2.000.000			
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	(6.833.459)	(42.396.828)	(47.938.201)	(40.607.529)	(19.040.420)	(8.360.096)
Pagos a y por cuenta de los empleados	(2.344.720)	(2.646.508)	(2.650.580)	(2.650.743)	(2.212.183)	(2.212.183)
Intereses pagados prestamos	(424.462)	(2.033.652)	(2.851.613)	(1.668.879)	(801.275)	(411.666)
Intereses pagados Títulos valores	(92.500)	(319.219)	(237.969)	(156.719)	(75.469)	(16.875)
<b>Flujo de efectivo producto de actividades de operación</b>	<b>(607.454)</b>	<b>(7.892.778)</b>	<b>18.854.548</b>	<b>16.141.172</b>	<b>5.389.251</b>	<b>5.235.506</b>
<b>FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>						
Adquisición de propiedad, planta y equipo	(12.500,00)	(6.500,00)	(13.000,00)	(50.000,00)	(25.000,00)	(12.500,00)
<b>Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión</b>	<b>(12.500)</b>	<b>(6.500)</b>	<b>(13.000)</b>	<b>(50.000)</b>	<b>(25.000)</b>	<b>(12.500)</b>
<b>FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>						
Financiamiento por emisión de títulos valores	5.000.000					
Financiación por préstamos a largo plazo	9.732.797	27.500.000	18.000.000	10.000.000	3.000.000	

<sup>8</sup> Se consideró como deuda financiera las salidas de dinero para el pago de deuda que se contempla dentro del flujo de efectivo.

Pagos de préstamos a largo plazo	(13.852.511)	(16.645.878)	(35.624.083)	(20.612.535)	(11.129.274)	(6.899.588)
Pagos de préstamos títulos valores	(275.000)	(1.100.000)	(1.100.000)	(1.100.000)	(975.000)	(450.000)
Otros Ingresos (gastos), neto	605.286	9.754.122	(18.724.083)	(11.712.535)	(9.104.274)	(7.349.588)
<b>FLUJO DE EFECTIVO NETO</b>						
Incremento (disminución) neto en efectivo y equivalentes de efectivo	(14.667)	1.854.844	117.465	4.378.637	(3.740.022)	(2.126.582)
Efectivo y Equivalentes al efectivo al principio del período	116.094	101.427	1.956.271	2.073.736	6.452.373	2.712.351
<b>SALDOS AL FIN DEL AÑO</b>	<b>101.427</b>	<b>1.956.271</b>	<b>2.073.736</b>	<b>6.452.373</b>	<b>2.712.351</b>	<b>585.768</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

**GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS<sup>9</sup> VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES**



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Finalmente, la calificadora realizó un ejercicio de estrés al modelo mayor probabilidad de ocurrencia entregado por estructuración financiera afectando la variable: costo de ventas, con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio, siendo que la mayor afectación que soportaría el modelo, es un 1,50% de incremento en los costos de ventas para el año 2020, 2,00% para el año 2021, 9% para el año 2022, 10% para el año 2023, 9% para el año 2024 y finalmente un 60% en el año 2025. Con este condicionamiento se evidenció que la compañía continuaría generando resultados económicos positivos pero sería lo máximo que soportaría el modelo antes de arrojar pérdidas. Por otro lado se afectó dentro del flujo de operación la variable de cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios, considerando que estos se reducirían en apenas un 0,20% entre los años 2020 al 2025 con lo que la empresa seguiría arrojando flujos suficientes para honrar la deuda derivada de la emisión evaluada en este informe, aunque con ello el flujo de efectivo positivo llegaría a su límite.

### **Comparativo de Resultados Reales vs. lo Proyectado**

Se realizó el análisis del comparativo de los resultados reales a septiembre 2020 frente a los resultados proyectados a la misma fecha. Es así que al finalizar el mes de septiembre de 2020, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. registró ingresos que registraron un cumplimiento de 69,64%. El costo de ventas también tuvo un cumplimiento inferior al proyectado, lo que ocasionó una utilidad bruta con un cumplimiento de 198,59%.

Por su parte, los gastos de administración y ventas alcanzaron un cumplimiento del 175,59% y la utilidad operacional tuvo un cumplimiento del 310,85% de lo estimado. Finalmente, tras descontar los gastos financieros, otros ingresos/egresos netos, la utilidad antes de impuestos obtuvo un cumplimiento del 165,99% de lo proyectado, superior a lo planificado.

Es preciso añadir que esta comparación se realizó con los resultados de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., donde no se contempla los fideicomisos que manejan para la construcción de sus proyectos.

<sup>9</sup> (\*)Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de las obligaciones financieras proyectadas.

CUADRO 10: ESTADO PROYECTADO VS REAL (USD)

Cuenta	Septiembre 2020		Cumplimiento
	Proyectado	Real	
Ventas	8.957.246	6.237.951	69,64%
Costo de Ventas	7.120.154	2.589.599	36,37%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>1.837.091</b>	<b>3.648.352</b>	<b>198,59%</b>
Gastos Administración y Ventas	1.427.439	2.506.394	175,59%
Depreciación	42.290	-	-
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>367.363</b>	<b>1.141.958</b>	<b>310,85%</b>
Gastos Financieros	172.321	1.507.552	874,85%
Otros ingresos/egresos netos	-	689.354	-
<b>Utilidad (Pérdida) Antes de Participación e Impuestos</b>	<b>195.042</b>	<b>323.759</b>	<b>165,99%</b>

Fuente: Prospecto de Oferta Pública/ Elaboración: Class International Rating

Para septiembre 2020 se proyectaron flujos operativos negativos y flujos finales positivos. Al realizar un análisis del flujo real de efectivo con corte a septiembre 2020, se observó un flujo operativo negativo por USD -307,52 mil; considerando las actividades de inversión, financiamiento (pagos de deuda y préstamos concedidos a la empresa), y sumado el flujo inicial del período, se tiene un flujo final positivo por USD 147,48 mil, cuando a septiembre 2020 se proyectó un flujo de USD 1,93 millones.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones de estado de resultados, estado de flujo de efectivo y de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que han sido elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de la Emisión de Obligaciones, así como de los demás activos y contingentes. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d, numeral 1, del Artículo 19, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

## **Riesgo de la Economía**

### **Sector Real**

El Fondo Monetario Internacional (FMI) calcula que Ecuador tendrá una caída del Producto Interno Bruto (PIB) de 10,9 % en el 2020 (en 2021 crecería en 6,3%). Se trata de la segunda peor caída de la economía en la región latinoamericana, superada solamente por la contracción de la economía peruana que caería en 13,9 % (en 2021 crecería en 6,5%). La cifra para Ecuador es mucho más desalentadora que la que había anunciado el Banco Mundial y que era del -7,4 %. Las proyecciones de base se fundamentan en presunciones críticas sobre las secuelas de la pandemia. Según el FMI, se necesita con urgencia liquidez de respaldo para los países que enfrentan crisis sanitarias y déficits de financiamiento externo; por ejemplo, mediante alivio de la deuda y financiamiento a través de la red mundial de seguridad financiera. El BCE espera que para el año 2020, la economía ecuatoriana presente un decrecimiento entre el -7,3% y un -9,6%<sup>10</sup>.

Para Estados Unidos, el FMI calcula un decrecimiento del 4,3% en 2020 y un crecimiento de 3,1% en 2021. La Unión Europea, mantendría un comportamiento a la baja (-8,3% en 2020 y +5,2% en 2021), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues decrecerían apenas en 1,7% en 2020 y crecerían en 8,0% en 2021. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera que en 2020 el decrecimiento sea del 8,1% y +3,6% en 2021<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1366-el-covid-19-pasa-factura-a-la-economia-ecuatoriana-decrecera-entre-73-y-96-en-2020>

<sup>11</sup> <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>

El FMI indica que, en un entorno de gran incertidumbre, se observa una desconexión entre los mercados financieros y la evolución de la economía real, una vulnerabilidad que podría poner en peligro la recuperación si el apetito por el riesgo de los inversionistas se desvanece. Otras vulnerabilidades del sistema financiero podrían materializarse debido a la pandemia de COVID-19. Los elevados niveles de deuda podrían tornarse inmanejables para algunos prestatarios, y las pérdidas provocadas por las insolvencias podrían poner a prueba la resiliencia de los bancos en algunos países.

La reducción de la previsión del desempeño económico global se debe en parte a la aparición del Coronavirus, el mismo que comenzó en China, el cual representa la sexta parte de la economía mundial y una disminución de actividades en este país tiene consecuencias para todo el mundo, particularmente para un país como Ecuador, que es vulnerable a los cambios de la economía global y dependiente de materias primas.<sup>12</sup>

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a septiembre 2020 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

**CUADRO 11: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR**

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB previsión (millones USD 2007) año 2019	107.436	Variación anual PIB (t/t-4) II Trimestre 2020	-12,4%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (septiembre 2020)	59,89%	Inflación mensual (septiembre 2020)	-0,16%
Balanza Comercial Total (millones USD) septiembre 2020	2.366,7 (Superávit)	Inflación anual (septiembre 2020)	-0,90%
Reservas Internacionales (millones USD septiembre 2020)	3.443	Inflación acumulada (septiembre 2020)	-0,71%
Riesgo país (12 nov 2020) <sup>13</sup>	1.000 puntos	Remesas (millones USD) IT 2020	721,17
Precio Barril Petróleo WTI (USD 30 septiembre de 2020)	40,22	Tasa de Desempleo Urbano (diciembre 2020)	4,95%

Fuente: Banco Central del Ecuador- Ministerio de Finanzas- Bloomberg -INEC / Elaboración: Class International Rating

**Producto Interno Bruto (PIB):** Dadas las duras condiciones económicas que está atravesando el país, en el segundo trimestre de 2020 el PIB mostró una tasa de variación negativa de 12,4%, en relación al segundo trimestre de 2019 (t/t-4) y una tasa de -10,0% respecto al trimestre anterior (t/t-1). Esto implica que este año sería el peor de la historia ecuatoriana desde que se registran datos, incluso en la gran depresión, cuando el punto más bajo fue en 1933 (-4,2%) o la crisis bancaria de 1999, que llegó a -4,77%. Esto implica un deterioro en prácticamente todas las industrias, siendo la más afectada la de alojamiento y comidas, con -33,9%, junto con la reducción de la oferta y demanda agregada<sup>14</sup>.

El **Riesgo País** registró a 1.000 puntos al 12 de noviembre de 2020. El riesgo país, entre otros factores incide en la tasa de interés a la que pueden acceder los países que buscan nueva deuda en los mercados. Cada 100 puntos de riesgo país equivalen a 1% de interés<sup>15</sup>.

Para septiembre de 2020, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 12.291,6 millones, monto inferior a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2019 (llegó a USD 16.295,7 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron en: bienes de capital y productos diversos. La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Colombia, Estados Unidos, y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** para septiembre de 2020 alcanzaron USD 14.658,2 millones, siendo este rubro inferior a lo alcanzado en el mismo periodo de 2019 (USD 16.689,3 millones). Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas hasta septiembre de 2020 arrojaron una suma de USD 10.908,4 millones, mientras que las petroleras fueron de USD 3.749,8 millones.

Hasta septiembre de 2020, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 2.366,7 millones, USD 1.973,10 millones más que el resultado comercial obtenido en su similar de 2019. La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 1.808,4 millones; mientras que la Balanza Comercial No Petrolera registró USD 558,3 millones<sup>16</sup>.

<sup>12</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

<sup>13</sup> <https://sintesis.bce.fin.ec/BOE/OpenDocument/2011010922/OpenDocument/pendoc/openDocument.faces?logonSuccessful=true&shareId=0>

<sup>14</sup> <https://www.revistagestion.ec/economia-y-finanzas-analisis/de-gris-oscuro-pinta-el-panorama-para-la-economia-nacional>

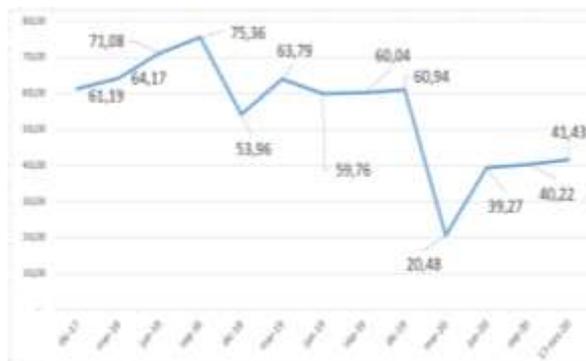
<sup>15</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

<sup>16</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/riesgo-pais-reestructuracion-deuda-bonos.html>

<sup>17</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento ligeramente volátil durante 2019, pues en diciembre se registró un valor de USD 60,94 por barril, mientras que al 30 de septiembre de 2020 ascendió a USD 40,22. La proforma presupuestaria 2020, estimaba un valor de USD 51,00 para las exportaciones de petróleo<sup>17</sup>.

**GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)**



Fuente: <https://www.up.com/customers/surcharge/wti/prices/index.htm> / Elaboración: Class International Rating

Ante el brote del coronavirus, China decidió poner a algunas ciudades en cuarentena. Esto redujo el precio del petróleo por una caída en la demanda de combustibles esto por el menor uso de vehículos, la baja de la actividad productiva, la cancelación de vuelos y de viajes marítimos. La disminución del precio del petróleo impacta directamente a Ecuador pues es su principal producto de exportación. En 2019, las exportaciones de petróleo crudo significaron el 35% de todas las exportaciones de Ecuador, según el Banco Central.<sup>18</sup>

El total de **recaudación tributaria bruta** a octubre de 2020 sumó USD 10.328,13 millones, siendo un 15,03% inferior a lo registrado en el año anterior (USD 12.154,53 millones). Entre los impuestos con mayor aporte a octubre de 2020 destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 4.448,64 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 3.827,97 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 799,05 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 594,58 millones<sup>19</sup>.

La **inflación mensual** a septiembre de 2020 registró una variación negativa de 0,16%, mientras que la variación **anual** fue de -0,90% y la **acumulada** fue de -0,71%. Por divisiones de bienes y servicios, 7 agrupaciones presentaron variaciones negativas (Recreación y Cultura, prendas de vestir y calzado, y educación)<sup>20</sup>.

En referencia al **salario nominal promedio**, para octubre 2020, se fijó en USD 466,63<sup>21</sup>; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 400,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en 447,51 a octubre de 2020<sup>22</sup>. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a octubre de 2020, ésta se ubicó en USD 710,74<sup>23</sup>, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 746,67 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 105,06% del costo de la canasta.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,8 % en diciembre de 2019 a 6,6 % a septiembre de 2020. La tasa de **empleo adecuado**<sup>24</sup> pasó de 38,8% en diciembre de 2019 a 32,1% a septiembre 2020, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,8% a 23,4% en ese mismo orden.<sup>25</sup>

A diciembre 2019, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 25,0% y la pobreza extrema en 8,9%. En el área urbana la pobreza llegó al 17,2% y la pobreza extrema a 4,3%. Finalmente, en el área rural la pobreza alcanzó el 41,8%

<sup>17</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/negocios/proforma-construye-crudo-51-dolares/>

<sup>18</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

<sup>19</sup> <http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

<sup>20</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

<sup>21</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

<sup>22</sup> Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

<sup>23</sup> [https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/canastas/Canastas\\_2020/Octubre-2020/1.%20Informe\\_Ejecutivo\\_Canastas\\_Analiticas\\_oct\\_2020.pdf](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/canastas/Canastas_2020/Octubre-2020/1.%20Informe_Ejecutivo_Canastas_Analiticas_oct_2020.pdf)

<sup>24</sup> Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliada a la seguridad social

<sup>25</sup> <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/empleo-septiembre-2020/>

y la pobreza extrema el 18,7%. Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**<sup>26</sup>, se ubicó en 0,473 en diciembre de 2019, pero no presenta una variación estadísticamente significativa con respecto a diciembre de 2018 (0,469). Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en diciembre de 2019 se ubicó en USD 84,82 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 47,80 mensuales per cápita<sup>27</sup>.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 6,07% para noviembre de 2020, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 8,83%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,76%<sup>28</sup>. Por su parte el saldo de la **liquidez total** a septiembre de 2020 alcanzó la suma de USD 60.493,0 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 27.283,2 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendió a USD 17.850,4 millones<sup>29</sup>.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito** en el sistema financiero nacional, Durante el tercer trimestre de 2020, los bancos y las mutualistas fueron menos restrictivos en el otorgamiento de créditos productivos y más restrictivos para los créditos de Vivienda y Microcréditos. Para el segmento de Consumo el saldo fue nulo. Las cooperativas de ahorro y crédito entre julio y septiembre de 2020, fueron más restrictivas en el otorgamiento de créditos de Consumo y Microcréditos, mientras que para créditos Productivos y de Vivienda el saldo fue nulo<sup>30</sup>.

El ministro de Economía y Finanzas explicó que más del 70% de la cartera de microcrédito fue diferida durante la emergencia sanitaria (COVID-19). El sistema financiero privado registra 1'977.246 operaciones de crédito reprogramadas por alrededor de USD 10.800 millones durante la emergencia sanitaria. Además, indicó que las cooperativas de ahorro y crédito difirieron 840.584 operaciones por USD 6.581 millones. En el sector financiero público se concretaron 117.392 operaciones de diferimientos extraordinarios por USD 516,3 millones, lo que significó un impulso a la reactivación económica<sup>31</sup>.

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el primer trimestre de 2020 totalizó USD 721,17 millones, cifra inferior en 2,04% con respecto al primer trimestre de 2019 (USD 736,21 millones). El decremento se atribuye a la emergencia sanitaria generada por el covid-19 en Estados Unidos, España e Italia<sup>32</sup>.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el segundo trimestre de 2020 fueron de USD 90,84 millones; monto inferior en 67,63% al registrado en su similar periodo en el 2019, en donde alcanzó USD 280,60 millones. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: servicios prestados a las empresas, Explotación de minas y canteras, Industria manufacturera, entre otros. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Inglaterra, Alemania, China, entre otros<sup>33</sup>.

Para septiembre de 2020, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 40.430,49 millones, cifra similar a la reportada en agosto de 2020, cuando fue de USD 40.502,01 millones y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna (agregada)** a septiembre de 2020 fue de USD 17.373,69 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de septiembre de 2020, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) se encontró en 59,89% del PIB<sup>34</sup> superando significativamente el límite del 40% del PIB.<sup>35</sup>

Se debe indicar que para el periodo 2018 – 2021 y hasta alcanzar el límite de endeudamiento establecido en las reglas macro-fiscales definidas en esta ley, no regirá el límite de endeudamiento público del 40% del PIB, según

<sup>26</sup> El coeficiente de Gini es una medida que resume cómo se distribuye el ingreso per cápita entre los habitantes de la población, mide el grado de desigualdad en la distribución del ingreso  
<sup>27</sup> [https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2019/Diciembre-2019/201912\\_PobrezayDesigualdad.pdf](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2019/Diciembre-2019/201912_PobrezayDesigualdad.pdf)

<sup>28</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>; <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

<sup>29</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/EMensual.jsp>

<sup>30</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-III-2020.pdf>

<sup>31</sup> <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/creditos-covid19>

<sup>32</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-remesas-banco-central-emergencia.html>

<sup>33</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indexe.htm>

<sup>34</sup> <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/10/Presentacion-Bolet%C3%B3n-Bolet%C3%ADn-de-Deuda-P%C3%BAblica-agosto-21.10.2019.pdf>

<sup>35</sup> <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/2020/01/Presentacion-Bolet%C3%ADn-de-Deuda-P%C3%BAblica-diciembre-2019.pdf>

lo determinado en la Disposición Transitoria Décima Séptima de la Ley para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo y Estabilidad y Equilibrio Fiscal<sup>36</sup>.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido creciente, es así que para diciembre de 2017 registraron la suma de USD 2.451 millones y USD 2.677 millones en 2018, mientras que al 31 de diciembre de 2019 registró USD 3.397,11 millones y USD 3.443,0 millones en septiembre de 2020. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: caja en divisas, Depósitos netos en Bcos. e Inst. financieras del exterior, Inversiones dep. plazo y títulos, oro, DEGs, entre otros.

La **calificación de deuda** a octubre de 2020<sup>37</sup> de Standard & Poor's para Ecuador se situó en SD "a falta de pocas perspectivas de recuperación". Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana a esa misma fecha se situó en Caa3 (negativo) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. El acceso al mercado internacional de capitales permanecerá restringido debido a que el país tiene un cronograma de vencimientos desafiante, que empieza en 2022. Por otro lado, la agencia Fitch Rating ubicó la calificación en RD, calificación que significa "a falta de pocas perspectivas de recuperación". Lo mencionado anteriormente, indica un deterioro en la percepción del mercado acerca de la capacidad de pago del país.

## **Riesgo del Negocio**

### **Descripción de la Empresa**

Con fecha 29 de agosto de 1974, ante el doctor Gustavo Falconí Ledesma, Abogado y Notario del cantón Guayaquil, se constituyó la compañía bajo la denominación "Obras y Proyectos Furoiani C. Ltda."; sin embargo, años más tarde, con fecha 04 de enero de 1983, la compañía se transformó en compañía anónima bajo la razón social "FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.", aumentando su capital social y reformando sus estatutos. El plazo de duración de la compañía se encuentra establecido en ciento veinte años contados desde la fecha de inscripción en el Registro Mercantil.

Mediante resolución de la Superintendencia de Compañías No. SCVS-INC-DNASD-SAS-15-0001228 con fecha de 29 de abril del 2015, se aprobó la fusión por absorción con la compañía Euroconstru S.A. y posteriormente con fecha 31 de diciembre de 2015 mediante resolución No. SCVS-INC-DNASD-SAS-15-0004810, se aprobaron las fusiones por absorción con las compañías Ciudad Santiago S.A. y Otrivin S.A.

Su objeto social principal, es la industria de la construcción de edificios, ciudadelas, urbanizaciones, carreteras, y plantas industriales, estudios, proyectos, diseños, planificaciones y en general todo tipo de actividad correspondiente a la ingeniería o a la arquitectura, sea cual fuere la modalidad de contratación de cualquiera de estas actividades.

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A es una organización que comenzó a desarrollar actividades en la ciudad de Guayaquil en el año 1963, contando con el respaldo el estudio profesional del Arq. José Furoiani Villagómez, a lo largo de los años, paulatinamente debido a la alta demanda de sus servicios, fue incrementando su ritmo de trabajo, hasta que a fines de 1974 se constituyó como empresa jurídicamente establecida.

Las obras terminadas o en vías de ejecución de la compañía, se han realizado en distintas ciudades del litoral ecuatoriano tales como: Manta, Bahía, Portoviejo, Chone, Milagro, Salinas, Machala, Esmeraldas, además de ciudades como Cuenca y Quito, resaltando que la mayor parte de sus obras se concentran en la ciudad de Guayaquil. Entre los principales proyectos en ejecución se encuentran los siguientes:

**CUADRO 12: DETALLE DE OBRAS EN EJECUCIÓN**

Tipo	Obra	Ubicación	Avance	Fecha Finalización
Habitacional	Ciudad Santiago VIII	Vía a Daule	100,00%	Finalizado
Habitacional	Ciudad Santiago XI	Vía a Daule	70,00%	jun-21
Habitacional	Ciudad Santiago XII	Vía a Daule	15,00%	dic-21
Habitacional	Ciudad Santiago Etapa 13	Vía a Daule	5,00%	feb-23
Habitacional	Ciudad Santiago Etapa 14	Vía a Daule	0,00%	dic-23

<sup>36</sup> <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/07/Presentaci%C3%B3n-Bolet%C3%ADn-de-Deuda-P%C3%ABlica-junio-2019-19.07.2019.pdf>

<sup>37</sup> <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

Habitacional	Ciudad Santiago Etapa 15	Via a Daule	0,00%	dic-24
Habitacional	Ciudad Santiago Etapa 16	Via a Daule	0,00%	dic-25
Habitacional	Marenostro	Ruta del Sol (Playa Barandúa)	95,00%	jun-21
Habitacional	Napoli	Via a Samborondón	100,00%	Finalizado
Habitacional	Citavento - Piemonte	Via a Samborondón	6,00%	ago-22
Habitacional	Cittavento – Sector 1	Via a Samborondón	0,00%	may-23
Habitacional	Cittavento – Sector 5	Via a Samborondón	0,00%	feb-24
Habitacional	Palmetto	Salinas - San Lorenzo	2,00%	oct-22

Fuente/Elaboración: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.

Asimismo, de acuerdo a la información proporcionada por la administración de la compañía, existen algunos proyectos futuros, los mismos que se detallan a continuación:

**CUADRO 13: PROYECTOS EN ESTUDIO DE FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.**

Tipo	Obra	Ubicación
Habitacional	Alaguna	Punta Barandua
Habitacional	Riva	Samborondón
Habitacional	Elements	Salinas
Comercial	Ciudad Santiago Et. X Centro Comercial	Guayaquil
Comercial	Plaza Tia	Duran
Industrial	La Fabril - Oficinas	Montecristi-Manabi
Hotelería	Hotel Montecristi Golf	Montecristi-Manabi
Comercial	Beach Club Montecristi	Montecristi-Manabi
Habitacional	Villas Montecristi Golf	Montecristi-Manabi

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Desde su constitución, con el respaldo y colaboración de prestigiosos profesionales y el apoyo de los clientes de la empresa, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. se ha mantenido en incesante avance en lo técnico, profesional y financiero, a la par con las demandas de los complejos problemas tecnológicos y sociales de la actualidad. Adicionalmente, la empresa cuenta con muchas firmas acreditadas de profesionales especializados para asesoría específica en alta tecnología que complementan y perfeccionan el éxito final de sus realizaciones.

Es preciso mencionar que el principal canal de ventas de las unidades inmobiliarias son los asesores de ventas, luego internet y anuncios publicitarios diarios, también cuentan con vallas de publicidad cerca de los proyectos comercializados, participación en las principales ferias de la construcción. La compañía desarrolla sus actividades teniendo presente la investigación e innovación tecnológica.

### Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. al 30 de septiembre de 2020, presentó un capital suscrito y pagado que asciende a USD 4.509.102,00, el mismo que se encuentra conformado por 4.509.102 acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una. La propiedad se encuentra concentrada en Ana María de Lourdes Furoiani Zambrano con el 37,54% como se muestra a continuación:

**CUADRO 14: ACCIONISTAS**

Nombre	Capital (USD)	%
FUROIANI VILLAGOMEZ JOSE ANTONIO	1.143.692,00	25,36%
FUROIANI ZAMBRANO ANA MARIA DE LOURDES	1.692.816,00	37,54%
FUROIANI ZAMBRANO JOSE LUIS	1.131.221,00	25,09%
FUROIANI ZAMBRANO JUAN JOSE	131.004,00	2,91%
ZAMBRANO GARCIA ANITA OLGA	410.369,00	9,10%
<b>Total</b>	<b>4.509.102,00</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Los accionistas de la compañía mantienen una sana independencia respecto de la administración. Así mismo, la organización de la compañía procura mantener una adecuada estructura financiera, así como de sus procesos mediante las directrices de accionistas, junta y principales ejecutivos.

La estructura de la compañía, con sus políticas de organización, planificación e inversión, evita la dependencia de un líder organizacional, de este modo favorece el flujo ininterrumpido de sus actividades.

En cuanto a su administración, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. se encuentra regida por la Junta General de Accionistas, como órgano supremo, la que designará al Presidente, Vicepresidente, miembros del Directorio y Gerentes de Área que se requieran nombrar, quienes tendrán atribuciones que le competen por ley. En el siguiente gráfico se presenta el organigrama vigente de la compañía:

**GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA**



Fuente y Elaboración: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.

La reconocida trayectoria de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., se debe a la aptitud y visión que desde un inicio ha caracterizado a quienes se encuentran al frente del directorio y de los principales departamentos, quienes gracias a su ardua labor han favorecido al crecimiento y fortalecimiento de la compañía. Cabe mencionar que el comportamiento de los órganos administrativos es estable, pues los principales directivos se han mantenido en sus cargos.

**CUADRO 15: DIRECTORIO**

Directorio
José Furoiani Villagómez
José Luis Furoiani Zambrano
José María Vásquez Vega
Ana María Furoiani
Carolina Balsameda Pupo

**CUADRO 16: PRINCIPALES EJECUTIVOS**

Nombre	Cargo
José Furoiani Villagómez	Presidente Ejecutivo
Galo García Furoiani	Vicepresidente Ejecutivo
Ana María Furoiani	Vicepresidente de Negocios
Pierina Martillo	Gerente Diseño
Eduardo Rodríguez	Gerente Comercial
Danilo Galarza	Gerente de Operaciones
Sully Crespo	Gerente Administrativa Financiera
Anabell Vasconez	Gerente de Crédito y Cobranzas
María del Carmen Paz	Gerente Servicio al Cliente
Ruth Andrade	Contraloría

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Gobierno Corporativo

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. no dispone de Prácticas de Gobierno Corporativo formalmente definidas en sus estatutos; sin embargo, mantiene una estructura organizacional adecuada, cuenta con políticas y procedimientos. Adicionalmente, la administración de la empresa ha informado que este se encuentra en proceso.

Los principios de gobierno corporativo instaurados determinan el ambiente propicio para una relación coordinada y productiva entre la compañía y los accionistas mayoritarios y minoritarios. La compañía cumple con las normas transparencia y divulgación de información financiera, calidad de la contabilidad y de los reportes financieros.

## Empleados

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., al 30 de septiembre de 2020, contó con 68 colaboradores (90 en abril 2020), que estuvieron distribuidos en distintas áreas de acuerdo a las necesidades del negocio. La disminución de empleados se debe a la reducción que se realizó por la pandemia, y la finalización de proyectos.

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.

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.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

## Empresas vinculadas o relacionadas

CUADRO 17: EMPRESAS VINCULADAS

Relación	Compañías
José Antonio Furoiani Villagómez	Zarzuela S.A. (Vinculación por Gestión) Ader S.A. (Vinculación por Gestión) Xtratechcomputer S.A. (Vinculación por Propiedad) Rossetto S.A. (Vinculación por Propiedad).
Ana María Furoiani Zambrano	Zarzuela S.A. (Vinculación por Gestión) Inmobiliaria Furoiani S.A. (Vinculación por Gestión/Propiedad) In.Earth S.A. (Vinculación por Gestión/Propiedad) Ader S.A. (Vinculación por Propiedad) Rossetto S.A. (Vinculación por Propiedad)
Juan José Furoiani Zambrano	Roices S.A. (Vinculación por Gestión) Remorg S.A. (Vinculación por Propiedad) Nimativ S.A. (Vinculación por Propiedad)
José Luis Furoiani Zambrano	Factorcias S.A. (Vinculación por Gestión y Propiedad) Xtratv S.A. (Vinculación por Gestión) Furoiani & Asociados Promotores S. A. Furiaspro, (Vinculación por Gestión y Propiedad) Nadiji S.A. Nadijisa, (Vinculación por Gestión y Propiedad) Pacifiexport S.A., (Vinculación por Gestión) Xtratechcomputer S.A., (Vinculación por Gestión y Propiedad) Decadro S.A. (Vinculación por Gestión) Mape S.A. Mapesa, (Vinculación por Gestión y Propiedad) Royalbay Hoteles S.A., (Vinculación por Gestión) Cosmeticos 4love&Care S.A. Cosmeforlove, (Vinculación por Gestión) Xtratech & Asociados S.A. Xtrasocisa (Vinculación por Propiedad) Cosmeticos 4love&Care S.A. Cosmeforlove, (Vinculación por Propiedad) Balbitsa S.A, (Vinculación por Propiedad) Buffex S.A., Plusgamex S.A., (Vinculación por Propiedad) Rossetto S.A. (Vinculación por Propiedad) Administradora Inmobiliaria S.A. Adminsa (Vinculación por Propiedad)
Galo Enrique García Furoiani	In.Earth S.A., (Vinculación por Gestión) Centralcoworking S.A. (Vinculación por Gestión y Propiedad)
Ana Olga Zambrano García	Inmobiliaria Furoiani S.A., Ader S.A. (Vinculación por Gestión)

Fuente: SILVERCROSS S.A.. / Elaboración: Class International Rating

**CUADRO 18: PARTICIPACIÓN EN EL CAPITAL DE OTRAS SOCIEDADES<sup>38</sup>**

Razón Social	Monto de capital suscrito (USD)	% de participación
Nucleo de Ejecutivos C.A.	1,60	0,23%
Inmobiliaria Furoiani S.A.	1,00	0,00%
Zarzuela S.A.	800,00	100,00%
Electroquil S.A.	2,52	0,00%
In.Earth S.A.	255.077,00	59,21%
Royalbay Hoteles S.A.	2.720.000,00	68,00%
Del Pacifico Cia. Ltda.	500,00	62,50%

Fuente/ Elaboración: SILVERCROSS S.A.

## Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

### Clientes

La compañía actualmente mantiene varias obras en ejecución, evidenciando que sus principales clientes se destacan personas naturales que adquieren las viviendas de sus proyectos habitacionales, adicionalmente tiene clientes hoteleros, comerciales, industriales, entre otros, para los cuales realiza obras para sus instalaciones.

Una de las políticas de ventas de la compañía se basa en una reserva del bien equivalente al 5% del valor de la vivienda, luego el cliente procede a completar el 20% de cuota inicial, y finalmente para la entrega de la vivienda el financiamiento hipotecario con la banca del 80%.

Adicionalmente se debe mencionar que la compañía a través de su departamento de crédito mantiene un riguroso control de calidad de los clientes a quienes van dirigidas las ventas de sus proyectos inmobiliarios, para lo cual posee un manual de políticas de crédito bien establecido, determinando además que toda la información del cliente es debidamente validada y analizada por el personal de dicho departamento. Es así que de acuerdo a la política de crédito de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., sus clientes pueden ser calificados como sujetos de crédito con la posibilidad de ser financiados por la compañía en un 30% a un plazo de hasta dos años (con el restante 70% por la banca); o de ser financiados en su totalidad por la propia compañía previa la aprobación del Comité de Crédito. Los créditos que corresponden al 30% del valor de las viviendas se otorgan sin que éstos generen intereses, mientras que cuando la compañía también financia el 70% restante, ésta porción del financiamiento si genera intereses, tomando en cuenta la tasa de interés del mercado a la fecha del crédito más una prima de riesgo de morosidad y otra prima de riesgo por el plazo<sup>39</sup>. Así mismo se debe mencionar que FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., cuenta con personal en el departamento de crédito y cobranzas con amplia experiencia en el sector e incluso experiencia en la banca en el área específica de crédito.

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., como parte de las políticas de crédito, consideran la importancia de mantenerse al día con lo requerido por las Instituciones Financieras que otorgan financiamiento a los tomadores finales de las viviendas con el fin de guiarlos en la obtención de los recursos. De esta manera la compañía asegura una exitosa venta que solo se concreta en el momento que es cobrada en un 100%.

Dentro de su política de crédito y cobranzas se evidencia la Gestión de Crédito Hipotecario que realiza con sus respectivos pasos: i) Liberación de Hipoteca que dura 38 días (Requerimiento Generación de Crédito Hipotecario, Solicitud y obtención de liberación al banco, Inscripción de la escritura en el registro de la propiedad, y obtención del certificado del registro de la propiedad); ii) Inspección final con un tiempo de 50 días (Solicitud y obtención de inspección final del municipio y solicitud y obtención de Certificado de Avalúo); iii) Crédito Hipotecario contra firma dura 13 días (Aprobación y envío de documento, proceso de matrización, firma cliente, firma constructora y firma banco); iv) crédito hipotecario contra inscripción duración 17 días (cierre de matriz, inscripción y registro y desembolso del banco).

En caso de ser realizado con un crédito hipotecario del Biess que tiene una duración estándar de 31 días, donde el proceso es el siguiente: i) ingreso solicitud de crédito, ii) Elaboración de minuta, iii) envío de documento al biess y estudio jurídico, iv) solicitud de avalúo de informe, v) matrización y aprobación de crédito, vi) firma cliente,

<sup>38</sup> Conforme la página de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, todas empresas que se encuentran activas, con excepción de Nucleo de Ejecutivos C.A., que esta en proceso de disolución o liquidación.

<sup>39</sup> En estas dos alternativas se elabora una promesa de compra-venta, a través de la cual, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. y el cliente se obligan a cumplir con lo que la misma estipule.

vii) firma constructora, ix) firma biess, x) cierre matriz, xi) inscripción en el registro de propiedad, y xii) desembolso biess.

Al 30 de septiembre de 2020, la composición de la cartera estuvo distribuida principalmente por cartera por vencer entre 91 y 180 días con una participación del 83,03% del total de la cartera, seguida por la cartera por vencer entre 31-90 días con el 12,98% y la cartera por vencer entre 0 y 30 días con el 3,98%, resultando importante mencionar que la compañía no posee cartera vencida dentro de sus cuentas por cobrar.

**CUADRO 19: COMPOSICIÓN DE LA CARTERA (Septiembre 2020)**

CARTERA	sep-19	sep-20
Por vencer 0-30 días	23,52%	3,98%
Por vencer 31-90 días	33,14%	12,98%
Por vencer 91-180 días	43,34%	83,03%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

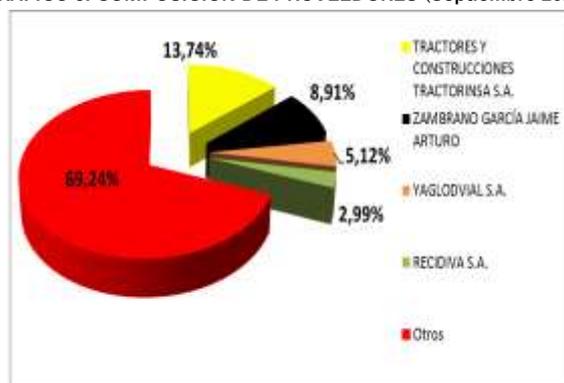
Las políticas de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., fomentan una relación estable con sus clientes y determinan una capacidad de negociación en términos razonables para la compañía.

La empresa no tiene provisión de cartera de dudoso cobro, pues no mantiene cartera vencida.

## Proveedores

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., trabaja con proveedores ecuatorianos de bienes y servicios cuya idoneidad se analiza con antelación, siendo contratados para la venta de bienes, prestación de servicios, y realización de estudios, todos contemplados dentro del presupuesto anual de la compañía y contando con la aprobación de la instancia correspondiente. Para septiembre de 2020, se evidenció que no existe concentración en sus proveedores.

**GRÁFICO 5: COMPOSICIÓN DE PROVEEDORES (Septiembre 2020)**



Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

En cuanto a la antigüedad de cuentas por pagar al 30 de septiembre 2020, el 81,16% se encuentra en un plazo por vencer mayor a 90 días. Es importante mencionar que su principal acreedor mantiene una participación del 38,30% de las cuentas por pagar, mismo que se encuentra por vencer a más de 90 días.

La empresa tiene capacidad de transferir al precio de sus productos (flexibilidad) cambios en costos de insumos, normativa impositiva y arancelaria, cambios estructurales en el gusto de consumidores y en la generación de productos complementarios y/o sustitutos a los de la industria en general; además de una capacidad de negociación gracias su amplio portafolio de proveedores alternos.

## Política de Precios

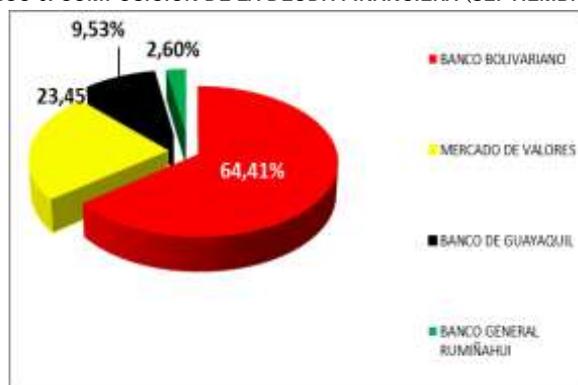
FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., establece políticas específicas de precios para alcanzar sus objetivos. Por lo general, originan precios administrados, en donde el costo del metro cuadrado de construcción se encuentra en función del tipo de proyecto urbanístico que se desarrolla, dependiendo de los servicios adicionales que se ofrecen y de la calidad de los materiales de construcción, principalmente. “Mientras más y mejores servicios ofrezca la promotora inmobiliaria, el metro cuadrado de la vivienda será más caro”. Si no se producen cambios mayores este año, los costos del m2 de construcción de vivienda mantendrán la tendencia visualizada por quienes están ligados con la actividad, y la demanda se mantendrá estable como efecto de las líneas de crédito ofrecidas por el sector público: BIESS, Banco del Pacífico y Miduvi; y la usual participación de la banca privada en originación de crédito hipotecario.

## Política de Financiamiento

Históricamente FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., ha financiado sus operaciones en mayor proporción con recursos de terceros que con recursos propios, específicamente Anticipos de Clientes, como es característico en compañías inmersas dentro del sector de la construcción. Sin embargo, adicionalmente la empresa también ha obtenido capital de trabajo financiándose con el sistema bancario (Banco Bolivariano, Banco General Rumiñahui, Banco de Guayaquil), mediante préstamos de terceros, mediante Southern Cross y su participando en el Mercado de Valores.

Al 30 de septiembre de 2020, la compañía presentó una deuda con costo total que financió el 47,37% de los activos (45,59% a diciembre de 2019), cuya composición se presenta en el gráfico a continuación<sup>40</sup>. Adicionalmente se debe mencionar que se concentró en el largo plazo con el 35,26% de los activos, mientras la deuda a corto plazo financió el 12,12% de los activos.

GRÁFICO 6: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA (SEPTIEMBRE 2020)



Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Regulaciones a las que está sujeta la Empresa, Normas de Calidad y Certificaciones

Siendo una sociedad anónima regida por las leyes ecuatorianas, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. se encuentra sujeta a la regulación de los organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, así como de los Municipios (Ordenanzas Municipales).

Si bien es cierto, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. no ha implementado normas de calidad en sus procesos, la compañía ha sido objeto de reconocimiento por la superioridad en diseños y excelencia en la calidad de la construcción de viviendas y obras urbanísticas en donde ha participado. Así, por ejemplo, una Residencia privada, diseñada y construida en Manabí, recibió el Premio al Ornato en el año 1997; diez años atrás recibió este mismo premio el diseño del Edificio Banco Nacional de Fomento ubicado en la ciudad de Guayaquil al igual

<sup>40</sup> La deuda financiera incluye Facturas Comerciales

que la construcción de la Escuela Superior Politécnica del Litoral (ESPOL) que en el año 1991 recibió el Premio Ornato, tipo educacional, entre otros.

### Riesgo Legal

Al 30 de septiembre de 2020, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. presentó 2 causas laborales activas. La cuantía total de las demandas laborales activas es de USD 62.132,00 lo cual no representa un monto que pueda afectar a la operación normal de la empresa.

### Liquidez de los títulos

Con fecha 06 de agosto de 2020, Silvercross S.A. Casa De Valores SCCV inició la colocación de los valores, observando que hasta el 30 de septiembre 2020, logró colocar USD 6 mil, que representó apenas el 0,12% del monto aprobado, entre diferentes inversionistas.

Al 30 de septiembre de 2020, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. mantiene vigentes las siguientes emisiones:

**CUADRO 20: EMISIONES REALIZADAS Septiembre 2020 (USD)**

Emisión	Resolución	Año Emisión	Monto Aprobado	Estado
Cuarta Emisión de obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-17-0001426	2017	4.000.000,00	Vigente
Quinta Emisión de obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-2018-00003614	2018	3.000.000,00	Vigente
Sexta Emisión de obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-2018-00010170	2018	3.000.000,00	Vigente
Séptima Emisión de obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-2020-00004247	2020	5.000.000,00	Vigente

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

### Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 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

**CUADRO 21: PRESENCIA BURSÁTIL A SEPTIEMBRE DE 2020**

Fecha	# Días Negociados	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
abr-20	-	-	21	-
may-20	-	-	19	-
jun-20	-	-	22	-
jul-20	-	-	23	-
ago-20	1	6.000,00	20	0,050
sep-20	-	-	22	-

Fuente: Operaciones Cerradas de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil / Elaboración: Class International Rating

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

### Eventos Importantes

- FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., se encuentra comercializando un nuevo proyecto inmobiliario denominado Cittavento, el mismo que se desarrolla junto a la Urbanización Napoli. Este proyecto contará con la construcción de 422 unidades inmobiliarias en una sola etapa, construidas en dos fases, que irán desarrollándose a medida que se vayan colocando las unidades inmobiliarias, esta urbanización contará con

- su propio club, área de juegos y cancha deportiva y sus precios oscilaran entre USD 86.000 y USD 130.000, por lo cual este producto está dirigido a la clase media alta.
- La empresa durante este año comenzó a comercializar los proyectos Ciudad Santiago Etapa 12 y Palmetto.
  - Como información subsecuente, los primeros días de mayo de 2020, se reunió la Asamblea de obligacionistas de la compañía, con la finalidad de conocer y resolver sobre la propuesta de reprogramación de pagos de conformidad con lo dispuesto en el oficio No. JPRM-2020-0119-O de fecha 04 de abril de 2020 emitido por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera:
    - ✓ **Quinta Emisión de Obligaciones:** que el dividendo que vence el 09 de mayo de 2020 se re programe de la siguiente manera: los intereses del cupón de mayo 09 de 2020 se pagan en esa misma fecha, pero el valor del capital se cancele en 5 pagos mensuales iguales (09 de junio 2020, 09 de julio de 2020, 9 de agosto de 2020, 09 de septiembre de 2020 y 09 de octubre de 2020). Durante el tiempo de reprogramación se reconocerá el 8,5% de interés anual.
    - ✓ **Cuarta Emisión de Obligaciones:** Que se pague puntualmente el cupón No. 12 que vence el 04 de mayo de 2020 y que el capital de dicho cupón se pague a un plazo de 180 días, es decir el 04 de noviembre de 2020. Durante el tiempo de Diferimiento se reconocerá el 8,5% de interés anual.
    - ✓ **Sexta Emisión de Obligaciones:** Pagar puntualmente el interés del 6to dividendo que vence el 16 de mayo de 2020. Diferir el pago del capital del sexto dividendo en 180 días, es decir que se pague el 16 de noviembre de 2020. Durante el tiempo de diferimiento se reconocerá el 8% de interés anual.
  - A noviembre 2020 la Institución mantiene obligaciones tributarias pendientes con el SRI y obligaciones patronales en mora.

## Situación del Sector

El sector de la construcción crece en relación con el PIB, siendo un actor importante dentro de la Economía ecuatoriana, que depende excesivamente de los ingresos petroleros, el crecimiento de la población, el empleo entre otros factores que a mayor bonanza incrementa la inversión pública, siendo la demanda de éste sector: la construcción de hidroeléctricas, carreteras, centros médicos, centros del buen vivir, unidades educativas, viviendas etc. Por otro lado la oferta está determinada por la cantidad de empresas constructoras y la cantidad de proyectos, que mantiene un importante crecimiento en los últimos años.

El sector de la construcción experimenta una recesión profunda desde 2015. Anteriormente, se evidenció que el sector de la construcción ya se venía desacelerando; en 2019 cayó a pesar de los incentivos presentados por el gobierno en octubre del 2018 mediante el Programa de Vivienda Social y Pública. Con la pandemia, se espera que los resultados de este año sean desalentadores. La CEPAL anunció que para Ecuador el sector de la construcción será “medianamente afectado” por las restricciones causadas por la pandemia. De las 17 ramas de actividad de la economía ecuatoriana, la construcción, en 2019, fue el quinto sector que más aportó al PIB, con 8,17%.<sup>41</sup>

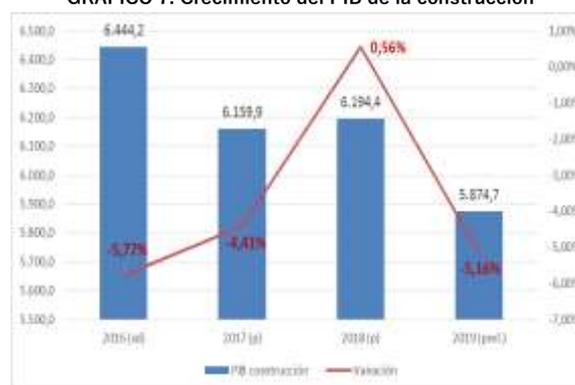
El dinamismo de la construcción se vio afectado, pues tiene una relación directa con la inversión en obras públicas, así como en la oferta y demanda de vivienda. De acuerdo a las cifras provistas por el Banco Central del Ecuador, durante el año 2018 la actividad económica registrada en esta rama se recuperó casi imperceptiblemente, con un crecimiento anual de 0,6%.<sup>42</sup> En 2019 el PIB del sector de la construcción registró una contracción de -5,2%, y en lo que va del año 2020, este también se vería afectado debido a la emergencia sanitaria (COVID 19) que atraviesa el país.<sup>43</sup>

<sup>41</sup> <https://www.revistagestion.ec/index.php/economia-y-finanzas-analisis/la-construccion-un-pilar-de-la-economia-debilitado-por-la-pandemia>

<sup>42</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1158-la-economia-ecuatoriana-crecio-14-en-2018>

<sup>43</sup> <https://www.mundoconstructor.com.ec/las-cifras-2019-del-sector-de-la-construccion/>

GRÁFICO 7: Crecimiento del PIB de la construcción



Fuente y Elaboración: BCE/ Class International Rating

La Asociación de Promotores Inmobiliarios del Ecuador (APIVE) calculó que en el sector de la construcción en el primer trimestre del año se perdieron alrededor de 8.318 empleos. Lo que se traduce en un aproximado de USD 67 millones menos en remuneraciones.

Por otra parte, las cifras presentadas por el Banco Central sobre el resultado del primer trimestre en la economía ecuatoriana muestran desde ya estragos en el sector. Se considera que la Formación Bruta de Capital Fijo, es decir, la inversión cayó en -7,1% con respecto al primer trimestre del 2019.<sup>44</sup>

Por otro lado, para septiembre de 2020, el Índice de Confianza Empresarial (ICE) Global registró 1.463,2 puntos, lo que representó un incremento de 19,9 puntos, es decir, 1,4% en relación al mes anterior, variación que se explica por el desempeño positivo de los ICE dentro de los sectores económicos analizados: industria, comercio, construcción y servicios. Cabe mencionar que, el estado de excepción en todo el territorio nacional debido a la pandemia COVID-19 finalizó en septiembre 2020; no obstante, aún las actividades regulares de las empresas y la población no recuperan su desenvolvimiento habitual.<sup>45</sup>

En septiembre de 2020, el ICE del sector de la construcción se incrementó en 1,1%, es decir, 5,8 puntos más que lo registrado en el mes de agosto de 2020, situándose en 527,8 puntos. Por su lado, el ciclo del índice se ubicó 0,5% por debajo de la tendencia de crecimiento de largo plazo.

El volumen de construcción varió en 0,03% en septiembre de 2020 respecto del mes anterior, lo cual estaría relacionado con la reanudación de obras paralizadas que se encontraban suspendidas debido a la emergencia sanitaria por la pandemia global COVID-19. Así también, para octubre, las perspectivas empresariales señalan que el volumen de construcción aumentaría en 2,38%.

El sector de la construcción es altamente sensible con relación a la coyuntura económica, no presenta estacionalidades determinantes en su comportamiento; sin embargo, tanto la oferta como la demanda son flexibles ante eventos macroeconómicos.

En términos generales, es una fuente importante de empleo y hacia donde se destina una importante cantidad de recursos. De igual manera, su desempeño está relacionado con varios sectores intermedios y también con las instituciones financieras.

Finalmente, entre las barreras de entrada que se puede identificar en la industria que se desenvuelve FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. se encuentra el valor monetario en la adquisición de materiales de construcción, los gastos de operación y mantenimiento que estos demandan, el factor reputacional y la experiencia en el industria que llegue a tener cada uno, ya que las empresas que solicitan estos servicios son altamente exigentes en la seguridad de cada obra y en las fechas de cumplimiento de las mismas. En lo que a barreras de salida se refiere

<sup>44</sup> <https://www.revistagestion.ec/index.php/economia-y-finanzas-analisis/la-construccion-un-pilar-de-la-economia-debilitado-por-la-pandemia>

<sup>45</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/eoe202009.pdf>

se identifican la culminación de todas las obras iniciadas ya que gran parte de ellas se trabajan con anticipos de terceros.

## **Expectativas**

Las expectativas son negativas, sin embargo, la responsabilidad recae en la innovación y buscar formas de volver a operar, pero con las precauciones y medidas de bioseguridad óptimas. A pesar de que el impacto de la pandemia no se ha medido estadísticamente, con los resultados preliminares hasta marzo, existe una idea de que el sector se ha venido ralentizando. Con el confinamiento y restricciones, se espera una caída profunda, con ello se verá socavado aún más el empleo formal generado por el sector.

La disminución en la inversión de obra pública, un nicho importante para el sector de la construcción, es una de las variables que ha impactado en la caída del sector durante el primer semestre de este año. El programa de austeridad implementado por el Gobierno actual implica un menor gasto en consumo del Gobierno, así como una contracción en la inversión pública, lo que podría frenar el crecimiento del sector de la construcción.

En el mercado hay incertidumbre, por conocer cuánto invertirá este año el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS) en préstamos hipotecarios. "2020 debe ser el año en el que no debemos ver más ralentización, que no se siga frenando el sector". Por eso, pide comunicar de manera masiva las ventajas actuales de acceder al crédito, pese a las adversidades económicas.<sup>46</sup>

Se espera calificar a unos 100 proyectos en todo el país. Los constructores presentaron una serie de requisitos entre los que figuran: mecanismos para movilizar a sus empleados, protocolos de supervisión de salud para identificar posible sintomatología de covid-19, dotación de equipos de seguridad y bioseguridad. Para este piloto también se consideró la ubicación de los proyectos y el porcentaje de avance en la obra. Ninguna de las construcciones son obras nuevas son todas aquellas a punto de terminar. Se supervisará el cumplimiento de los protocolos en las obras. Este plan servirá como base para identificar posibles complicaciones y rectificar para poder poco a poco incorporar a más sectores al trabajo.<sup>47</sup>

## **Posición Competitiva de la Empresa**

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. participa en uno de los sectores de mayor atractivo, con proyectos dirigidos a sectores de clase media-alta, en donde existe la mayor demanda de unidades y al que las entidades financieras ofrecen facilidades crediticias, cubriendo la demanda de ciertos nichos de mercado en donde el servicio post-venta, la ubicación geográfica de los proyectos, y otras características son apreciadas por el cliente.

Sus proyectos están dirigidos a los segmentos donde existe la mayor demanda de unidades y a los que las entidades financieras ofrecen las mayores facilidades crediticias. Furoiani Obras y Proyectos S.A., actualmente se encuentra comercializando un nuevo proyecto inmobiliario denominado Cittavento - Etapa Piamonte, el mismo que se desarrolla junto a la Urbanización Napoli. Por lo tanto se identifica como potenciales competidores a los proyectos: La Rioja, La Joya, Casa Laguna.

En cuanto a las principales empresas que conforman el sector de la construcción se puede mencionar a HIDALGO E HIDALGO S.A., HERDOIZA CRESPO CONSTRUCCIONES S.A., CANEYBI CORP S.A., CHINA INTERNATIONAL WATER & ELECTRIC CORP. -CWE- y 'CONSORCIO LÍNEA 1' - METRO DE QUITO: ACCIONA.

De acuerdo al análisis de CIU donde FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., se encuentra dentro de la categoría de Construcción de todo tipo de edificios residenciales. A diciembre 2018 ocupó una posición de ventas de 819 (562 a diciembre 2017).<sup>48</sup> Por otro lado al analizar la participación de los ingresos de la empresa sobre el PIB total del sector de la construcción, se determinó que a diciembre 2019 participó con el 0,08%.

<sup>46</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/sector-construccion-salvavidas-2020/>

<sup>47</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/proyectos-aprobacion-plan-piloto-construccion.html>

<sup>48</sup> <https://www.ekosnegocios.com/empresa/sumesa-s-a>, última información disponible

La compañía por su parte plantea ciertas estrategias las mismas que pretenden cubrir la demanda de ciertos nichos de mercado, ofreciendo precios y condiciones competitivas, pero a la vez con márgenes de rentabilidad atractivos, por ello complementario a la venta, el cliente podrá observar características como servicios adicionales a la propia construcción de la vivienda, tales como ubicación geográfica del conjunto habitacional, seriedad de la construcción, calidez del personal, servicios post-ventas, entre otras.

De igual manera, y por considerarse una herramienta que permite visualizar un cuadro de la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen.

**CUADRO 22: FODA**

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Experiencia en construcción.	Cambio en las condiciones del financiamiento local.
Respaldo de la marca FOP.	
Buen resultado en estudios del entorno del proyecto.	
Estructura organizacional flexible, adaptable a cambios en las condiciones de mercado y normativa legal.	
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Ubicación del proyecto.	Competencia local.
El Gobierno apoya los proyectos de carácter social.	Disminución en la capacidad adquisitiva de potenciales compradores debido a crisis.
Demanda local no abastecida.	Inventario existente ya construido.

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

## **Riesgo operacional**

Los principales riesgos que pueden afectar el flujo de caja previsto por el emisor, así como la continuidad de la operación, en términos generales se encuentran relacionados con competencias técnicas, temas éticos, sucesos naturales, fallas humanas, etc.

La operación de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., se expone principalmente a riesgos de tipo exógeno, en donde factores como el incremento en el precio de los materiales de construcción, la restricción por parte de la banca en el financiamiento para la adquisición de viviendas o inmuebles, e incluso el clima podrían reducir la demanda de los servicios prestados por la compañía, demorar la culminación de determinados proyectos en los cuales esté trabajando o encarecer su realización.

La compañía está expuesta a diferentes riesgos, entre los que se puede anotar: riesgos químicos asociados al sector de la construcción, tales como enfermedades de la piel, alergias cutáneas, bronquitis. Los riesgos físicos se encuentran en todo proyecto de construcción, entre ellos se incluye el ruido, el calor, el frío, las radiaciones, las vibraciones y presión barométrica. La actividad de la construcción depende de muchos factores sobre los cuales los trabajadores no tienen control, tales como el estado de la economía o el clima, a causa de los mismos pueden sufrir una intensa presión para ser más productivos.

De igual manera y para asegurar aún más, que ante el supuesto no consentido de que eventos contrarios y desfavorables, no afecten en mayor medida a la operación de la compañía, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., mantiene pólizas de seguro de equipo electrónico, robo y asalto, incendio, vehículos, responsabilidad civil, rotura de maquinaria y fidelidad privada, con una vigencia hasta enero de 2021.

De igual forma, en lo que concierne al manejo de la información, es importante señalar que en la compañía se realizan respaldos completos de las bases de datos a diario y se trabaja con discos duros de tecnología Hot Swap, los cuales pueden ser retirados al momento que sea necesario, salvaguardando la información, contando además con un arreglo de discos (Raid) con redundancia, con lo cual si un disco se dañara, éste podría ser reemplazado con otro inmediatamente.

## **Riesgo Financiero**

El análisis financiero efectuado a **FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.**, se realizó en base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2016, 2017, 2018 y 2019, junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados cortados al 30 de septiembre de 2019 y al 30 de septiembre de 2020.

### **Análisis de los Resultados de la Empresa**

Los ingresos ordinarios de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., presentaron una tendencia decreciente durante los periodos analizados, es así que pasaron de USD 35,15 millones en 2016 a USD 9,13 millones en 2019, debido a la contracción que se mantiene en el sector de la construcción, así como la finalización de varios proyectos de la compañía.

La empresa maneja sus proyectos mediante Fideicomisos donde es constituyente, y sus balances no contabilizan estos ingresos de los fideicomisos lo que haría que sus ingresos incrementen en lugar de disminuir.

Para los periodos interanuales se evidenció un crecimiento de 7,50% en sus ingresos, pues, luego de registrar USD 5,80 millones en septiembre de 2019 pasaron a USD 6,24 millones en septiembre de 2020, gracias a que en el año 2020, se está entregando el proyecto Ciudad Santiago etapa XI.

El costo de ventas, que estuvo conformado por costos de las villas y otros costos de ventas, presentó una representación sobre los ingresos decreciente, pasando de 68,16% en 2016 a un 42,58% en el año 2019. Se debe indicar que los proyectos se manejan en Fideicomisos. Estos resultados arrojaron un margen bruto creciente que pasó de representar el 31,84% de los ingresos en 2016 a un 57,42% en 2019.

En septiembre de 2020, el costo de ventas representó el 41,51% de los ingresos, ubicándose por encima de la representación de septiembre de 2019, cuando fue de 39,87%, pues se comenzaron a entregar las primeras unidades de proyecto Ciudad Santiago, y se registraron menores ingresos por servicios de construcción reconociendo una menor absorción de los costos. Esto generó que el margen bruto se reduzca pasando de representar el 60,13% en septiembre de 2019 a 58,49% en septiembre de 2020.

Por su parte, al analizar los gastos de administración y ventas en los que incurre FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., se evidenció que durante el periodo analizado registró una tendencia al alza, es así que pasaron de 24,62% de los ingresos en 2016 a 66,88% de los ingresos en diciembre de 2019. Este comportamiento evidencia un deterioro en el control de gastos por parte de la empresa, dado que a pesar de que sus ingresos han ido disminuyendo de forma paulatina, sus gastos de operación fueron incrementándose.

Para septiembre de 2020, los gastos operativos representaron el 40,18% de los ingresos, participación inferior la registrada en septiembre de 2019 cuando fue de 48,39%, lo que obedece a que, cuando los proyectos están en marcha a más del 50% y se están entregando a los clientes como es el caso de Ciudad Santiago, la empresa baja el gasto de publicidad que es un rubro significativo, adicional que por motivos de la pandemia al ser un año difícil realizaron reducción de gastos administrativos y menos publicidad.

El comportamiento de los costos y gastos deliberó en que la utilidad operacional decrezca en su representación sobre los ingresos de un 7,22% en el año 2016 a 4,80% en 2017 y se incrementa en 2018 a 11,05%. Para el año 2019, la situación cambió puesto que se registró una pérdida operacional que representó el -9,46% de los ingresos, debido a la importante reducción de sus ventas.

Para septiembre de 2020, la compañía generó una utilidad operacional que significó el 18,31% de los ingresos, porcentaje superior a lo reportado en septiembre de 2019 cuando fue de 11,74% gracias a la importante reducción de gastos operativos y el crecimiento de los ingresos.

GRÁFICO 8: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Luego de registrar el impuesto a la renta y la participación a trabajadores, la compañía arrojó una utilidad neta que pasó de significar un 0,45% de los ingresos en 2016 a un 6,28% de los ingresos al cierre de 2019, mientras que para septiembre de 2020 fue de 1,77% sobre los ingresos superior a la registrada a septiembre 2019, situación que se produce por la reducción de gastos administrativos y gastos financieros.

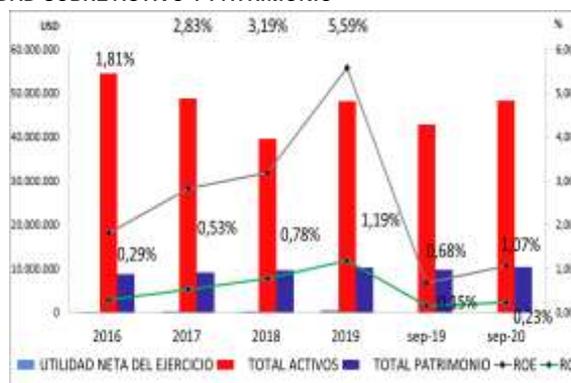
### Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. presentó indicadores de rentabilidad sobre los activos (ROA) y sobre el patrimonio (ROE) positivos y crecientes en los períodos 2016-2019, al igual que el interanual septiembre 2020, lo que obedece a mayores utilidades al final de cada periodo.

CUADRO 23, GRÁFICO 9: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2016	2017	2018	2019
ROA	0,29%	0,53%	0,78%	1,19%
ROE	1,81%	2,83%	3,19%	5,59%

Ítem	sep-19	sep-20
ROA	0,15%	0,23%
ROE	0,68%	1,07%



Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

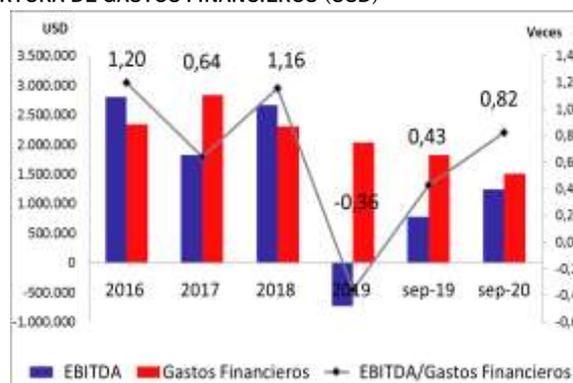
El EBITDA (acumulado) creció en su representación sobre los ingresos de 6,19% en 2017 a 12,88% en diciembre de 2018, no obstante, para diciembre de 2019, este decae hasta registrar valores negativos (-7,94% de los ingresos), debido a la pérdida operativa registrada en ese periodo, lo que reflejó una deficiencia en la generación de flujos operativos para cubrir sus gastos financieros.

Para septiembre de 2020, el EBITDA (acumulado) significó el 19,88% de los ingresos, porcentaje superior a lo reportado en su similar de 2019, cuando fue de 13,51%. A pesar de registrar valores positivos estos no fueron suficientes para cubrir de manera óptima sus gastos financieros.

CUADRO 24 GRÁFICO 10: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS (USD)

Ítem	2016	2017	2018	2019
EBITDA	2.803.150	1.818.156	2.670.764	-724.455
Gastos Financieros	2.340.129	2.840.176	2.305.232	2.037.062
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	1,20	0,64	1,16	-0,36

Ítem	sep-19	sep-20
EBITDA	783.707	1.239.827
Gastos Financieros	1.818.717	1.507.552
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	0,43	0,82



Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Capital Adecuado Activos

Los activos de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. presentaron un comportamiento fluctuante, pues luego de registrar USD 54,55 millones en el año 2016, pasaron a USD 39,57 millones en 2018, USD 48,24 millones en diciembre de 2019 y USD 48,35 millones en septiembre de 2020, variaciones que obedecen al comportamiento de sus principales cuentas: cuentas por cobrar a relacionadas, otros activos no corrientes, inversiones no corrientes, obras en ejecución y anticipo a proveedores.

En la estructura del activo, durante los periodos anuales analizados, primaron los de tipo corriente, con una participación promedio del 62,26% de los activos en 2016-2019 (52,85% en septiembre de 2020); siendo su rubro más representativo las obras en construcción con el 29,02% de los activos (26,51% en septiembre de 2020), mismas que incluyen la infraestructura de las urbanizaciones de sus principales Proyectos (Ciudad Santiago, Habitacional), aparte de obras por contrato y administración, le siguieron las cuentas por cobrar relacionadas con un promedio de 20,28% (15,21% en septiembre de 2020) donde se incluyen principalmente el cobro a fideicomisos donde la empresa es constituyente y los inventarios con el 6,19% (4,81% en septiembre 2020) donde incluye inventario de terrenos y de materiales de construcción.

Por su parte, el activo no corriente presentó una representación menor dentro de los activos totales, pues en los periodos analizados (2016-2019), representó en promedio el 37,74% de los activos (47,15% en septiembre de 2020); en cuanto a su estructura, fueron las inversiones no corrientes el rubro más relevante con el 21,19% de los activos en promedio 2016-2019 (27,00% en septiembre de 2020), donde incluye inversiones en subsidiarias (Royalbay Hoteles S.A., In.Earth S.A., Zarzuela, Del Pacífico CÍA LTDA., Fideicomiso Inmobiliario Ciudad Santiago Etapa VIII, Fideicomiso Inmobiliario Marenostro. Las cuentas por cobrar a relacionadas a diciembre 2019 representaron el 20,97% de los activos (2,26% en septiembre 2020)<sup>49</sup>. Las propiedades planta y equipo fueron el segundo rubro más relevante con el 5,57% de los activos en promedio 2016-2019 (5,28% en septiembre 2020) y propiedades en inversión 1,89% en promedio 2016-2019 (1,84% en septiembre 2020) que corresponde a un terreno ubicado en el Cantón Salinas, sobre el cual se desarrollará el Proyecto Palmetto. Es importante mencionar que en septiembre 2020, se registraron otras cuentas por cobrar por 5,21 millones que representaron el 10,77% del activo, rubro derivado de registro de nuevos proyectos en fideicomisos.

## Pasivos

Los pasivos totales presentaron una tendencia ligeramente fluctuante a lo largo de los periodos analizados, es así que luego de financiar el 83,87% en diciembre de 2016 pasó a un 78,74% en diciembre de 2019 y un 78,56%

<sup>49</sup> La cuentas por cobrar a relacionadas disminuyen entre diciembre de 2019 y septiembre de 2020 debido a una reclasificación de los estados financieros auditados, que incluyen fideicomisos y los valores entregados para la adquisición de varios lotes de terrenos sobre los cuales se desarrollará el proyecto habitacional Cittavento-Piamonte ubicado en la Km 13 ½ Vía La Aurora la T de Daule, dichos terrenos están en proceso de legalización.

a septiembre de 2020, comportamiento que estuvo atado a las variaciones registradas en sus obligaciones con costo.

En lo que respecta a su estructura, históricamente los pasivos totales estuvieron conformados principalmente por aquellos de tipo corriente. Es así que en septiembre de 2020, los pasivos corrientes financiaron el 39,35% del activo total (55,29% de los activos en promedio 2016-2019); siendo su cuenta más representativa, otras cuentas por pagar con el 10,19% (2,56% de los activos en promedio 2016-2019), seguido de pasivos por ingresos diferidos<sup>50</sup> con el 7,65% de los activos (12,03% de los activos en promedio 2016-2019), proveedores locales y del exterior con el 6,65% (5,10% de los activos en promedio 2016-2019), y obligaciones bancarias con el 4,99% (21,11% de los activos en promedio 2016-2019).

Por su parte, los pasivos no corrientes a septiembre de 2020 financiaron el 39,21% de los activos (24,58% de los activos en promedio 2016-2019); mismos que estuvieron conformados principalmente por préstamos bancarios con el 28,76% (14,13% de los activos en promedio 2016-2019), seguido de las obligaciones con el mercado de valores, con un financiamiento del 6,50% de los activos (5,46% en promedio 2016-2019).

A septiembre de 2020, la deuda financiera que estuvo conformada por Obligaciones con el mercado de valores y con instituciones financieras significó el 47,37% del total de activos (45,59% a diciembre de 2019), mientras que frente a su patrimonio representó el 220,96% (214,46% a diciembre 2019) y al pasivo fue el 60,30% (57,90% a diciembre de 2019).

## **Patrimonio**

El patrimonio mantuvo una tendencia creciente en términos monetarios, pues luego de registrar USD 8,80 millones (16,13% de los activos) en 2016, pasó a USD 10,26 millones (21,26% de los activos) en 2019 y USD 10,37 millones (21,44% de los activos) en septiembre de 2020, lo que obedece al registro de mayores resultados acumulados, así como del crecimiento en el superávit por revaluación.

Se debe indicar que el capital social se mantuvo sin variaciones durante los periodos económicos analizados en una suma de USD 4,51 millones, monto que financió el 9,33% de los activos en septiembre de 2020 (9,56% de los activos en promedio 2016-2019), lo que evidencia que el capital social fue la cuenta más relevante dentro de la composición del patrimonio y su financiamiento de activos. Le sigue, resultados acumulados que en septiembre de 2020 representó el 6,05% de los activos (4,54% de los activos en promedio 2016-2019).

En cuanto a capitalización y distribución de utilidades, la compañía responde a las disposiciones que emanan de las juntas generales de accionistas. Del análisis a los estados financieros, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo.

## **Flexibilidad Financiera**

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. dispuso de suficientes recursos corrientes para cubrir sus pasivos del mismo tipo, pues sus indicadores de liquidez (Razón Circulante) fueron superiores a la unidad (excepto en el año 2019), lo que arrojó un capital de trabajo positivo, y a septiembre de 2020 representó el 13,50% de los activos (en diciembre de 2019 este fue negativo y representó el -6,49% de los activos). Este comportamiento determina la inexistencia de recursos ociosos, lo que indica que la compañía utiliza sus recursos eficientemente en el desarrollo de su actividad.

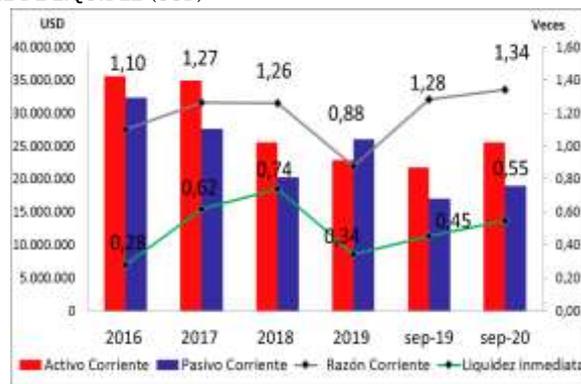
Entre tanto, la liquidez inmediata de la compañía, establecida sin considerar el monto correspondiente a obras en construcción e inventarios (giro normal del negocio) presentó, por el contrario, indicadores inferiores a la unidad en todo el periodo analizado.

<sup>50</sup> Corresponden a anticipo de clientes por concepto de abonos a la entrada de cualquier bien inmueble de los proyectos.

CUADRO 25, GRÁFICO 11: NIVEL DE LIQUIDEZ (USD)

Ítem	2016	2017	2018	2019
Activo Corriente	35.592.312	34.960.030	25.599.167	22.887.453
Pasivo Corriente	32.331.355	27.624.912	20.312.950	26.016.601
Razón Circulante (veces)	1,10	1,27	1,26	0,88
Liquidez Inmediata (veces)	0,28	0,62	0,74	0,34

Ítem	sep-19	sep-20
Activo Corriente	21.793.087	25.550.419
Pasivo Corriente	17.009.363	19.023.953
Razón Circulante	1,28	1,34
Liquidez Inmediata	0,45	0,55

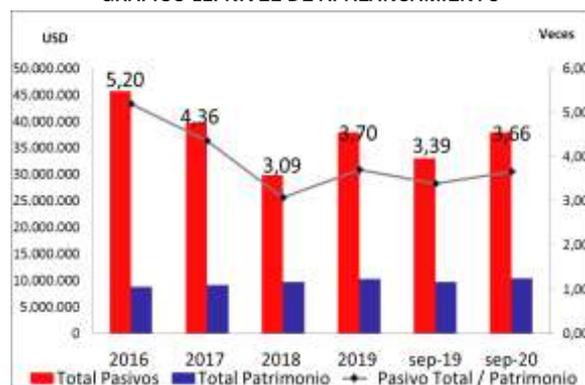


Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

Históricamente, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. ha financiado su operación en mayor proporción con recursos de terceros que con recursos propios, pues su apalancamiento (pasivo total/patrimonio) pasó de 3,70 veces en diciembre de 2019 a 3,66 veces en septiembre de 2020.

GRÁFICO 12: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

La relación de pasivos totales sobre EBITDA (anualizado), fue negativa a partir de diciembre 2019, lo que denota que la compañía no contaría con recursos suficientes para afrontar sus compromisos. Ocurriendo lo mismo con el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado).

## Contingentes

Según lo reportado por FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., al 30 de septiembre de 2020, la empresa mantiene una operación como codeudor, dicho monto representa el 5,17% del activo.

## Liquidez de los instrumentos

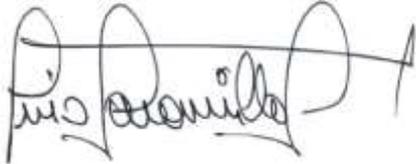
### Situación del Mercado Bursátil<sup>51</sup>

Durante noviembre de 2018, el Mercado de Valores autorizó 62 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 20 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 42 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 377,50 millones, valor que representó 39,29% del monto total de emisiones autorizadas. Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el

<sup>51</sup> <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo> (última información registrada en dicha página web)

36,32%, las acciones el 0,52% y las titularizaciones el 23,87% del total aprobado hasta el 31 de diciembre de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores alcanzó la suma de USD 960,90 millones hasta diciembre de 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 42,41%, comercio al por mayor y al por menor con el 30,84% y actividades financieras con el 19,11%.

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA  
**GERENTE GENERAL**



Ing. Andrea Salazar  
**Analista**

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD)

Cuenta	2016	2017	2018	sep-19	2019	sep-20
<b>ACTIVO</b>						
Efectivo y equivalentes de efectivo	970.436	443.580	437.054	17.403	116.094	147.428
Cuentas por cobrar clientes	97.715	170.483	23.159	-	55.805	17.674
Cuentas por cobrar relacionados	2.300.575	13.765.166	12.922.850	5.306.935	7.732.313	7.355.570
Provisión cuentas incobrables	(95.407)	(31.205)	(46.478)	-	-	-
Inventarios	4.089.476	2.854.896	2.468.926	2.396.570	2.494.671	2.324.414
Otros Activos Corrientes	28.229.517	17.757.110	9.793.656	14.072.179	12.488.570	15.705.333
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>35.592.312</b>	<b>34.960.030</b>	<b>25.599.167</b>	<b>21.793.087</b>	<b>22.887.453</b>	<b>25.550.419</b>
Propiedad, planta y equipo neto	2.883.491	2.529.353	2.549.511	2.456.023	2.597.433	2.554.470
Otros Activos No Corrientes	16.073.527	11.315.320	11.416.523	18.556.513	22.753.008	20.243.216
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>18.957.018</b>	<b>13.844.673</b>	<b>13.966.034</b>	<b>21.012.536</b>	<b>25.350.441</b>	<b>22.797.687</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>54.549.330</b>	<b>48.804.703</b>	<b>39.565.201</b>	<b>42.805.623</b>	<b>48.237.894</b>	<b>48.348.106</b>
<b>PASIVOS</b>						
Préstamos (Obligaciones Bancarias)	9.601.470	12.788.893	9.149.356	2.334.996	8.443.278	2.411.806
Proveedores locales y del exterior	2.607.472	1.394.652	1.209.360	423.325	4.690.381	3.217.067
Otros Pasivos Corrientes	20.122.413	13.441.367	9.954.234	14.251.042	12.882.942	13.395.080
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTE</b>	<b>32.331.355</b>	<b>27.624.912</b>	<b>20.312.950</b>	<b>17.009.363</b>	<b>26.016.601</b>	<b>19.023.953</b>
Préstamos (Deuda bancaria LP)	11.109.217	7.068.010	3.101.311	10.267.197	6.678.920	13.904.829
Otros Pasivos No Corrientes	2.310.063	5.007.021	6.468.543	5.780.575	5.287.216	5.053.768
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE</b>	<b>13.419.280</b>	<b>12.075.031</b>	<b>9.569.854</b>	<b>16.047.772</b>	<b>11.966.136</b>	<b>18.958.597</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>26.092.201</b>	<b>27.438.443</b>	<b>19.910.741</b>	<b>19.467.728</b>	<b>21.993.538</b>	<b>22.903.810</b>
Deuda Financiera C/P	14.982.984	17.870.433	12.705.680	5.681.780	12.250.300	5.858.018
Deuda Financiera L/P	11.109.217	9.568.010	7.205.061	13.785.947	9.743.238	17.045.792
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>45.750.635</b>	<b>39.699.943</b>	<b>29.882.804</b>	<b>33.057.135</b>	<b>37.982.737</b>	<b>37.982.550</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital Social	4.509.102	4.509.102	4.509.102	4.509.102	4.509.102	4.509.102
Reservas	1.009.609	1.009.609	1.314.819	1.431.637	1.345.728	1.488.913
Aportes futura capitalización	0	0	0	0	0	0
Utilidad neta del ejercicio	159.179	257.870	309.091	66.092	572.763	110.398
Resultados acumulados	3.120.805	3.328.179	3.549.384	3.741.657	3.827.565	4.257.143
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>8.798.695</b>	<b>9.104.760</b>	<b>9.682.396</b>	<b>9.748.487</b>	<b>10.255.158</b>	<b>10.365.556</b>

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2016	2017	2018	sep-19	2019	sep-20
<b>Ventas</b>	<b>35.146.636</b>	<b>29.389.520</b>	<b>20.739.280</b>	<b>5.802.968</b>	<b>9.125.772</b>	<b>6.237.951</b>
Costo de ventas	23.954.392	21.182.685	11.577.540	2.313.720	3.886.120	2.589.599
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>11.192.244</b>	<b>8.206.835</b>	<b>9.161.740</b>	<b>3.489.248</b>	<b>5.239.652</b>	<b>3.648.352</b>
Total Gastos Operacionales	8.653.212	6.796.985	6.871.052	2.807.773	6.103.247	2.506.394
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>2.539.032</b>	<b>1.409.850</b>	<b>2.290.688</b>	<b>681.475</b>	<b>(863.595)</b>	<b>1.141.958</b>
Gastos Financieros	2.340.129	2.840.176	2.305.232	1.818.717	2.037.062	1.507.552
Otros ingresos netos	535.622	2.174.927	985.351	1.298.777	3.712.538	689.354
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>734.525</b>	<b>744.601</b>	<b>970.807</b>	<b>161.535</b>	<b>811.881</b>	<b>323.759</b>
Participaciones	110.179	111.690	145.621	0	121.782	0
Impuesto a la Renta	465.167	375.040	516.094	95.443	117.336	213.361
<b>UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO</b>	<b>159.179</b>	<b>257.871</b>	<b>309.092</b>	<b>66.092</b>	<b>572.763</b>	<b>110.398</b>

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2016	2017	2018	sep-19	2019	sep-20
Gastos Operacionales / Ingresos	24,62%	23,13%	33,13%	48,39%	66,88%	40,18%
Utilidad Operacional / Ingresos	7,22%	4,80%	11,05%	11,74%	-9,46%	18,31%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	0,45%	0,88%	1,49%	1,14%	6,28%	1,77%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	1595,08%	546,73%	741,10%	1031,11%	-150,78%	1034,40%
Utilidad Neta / capital permanente	1,01%	1,82%	2,61%	0,36%	3,97%	0,51%
Utilidad Operativa / capital permanente	16,16%	9,95%	19,34%	3,69%	-5,99%	5,25%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	336,49%	843,42%	318,79%	1965,11%	648,18%	624,43%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	1470,12%	1101,39%	745,81%	2751,81%	355,66%	1365,57%
<b>Rentabilidad</b>						
Rentabilidad sobre Patrimonio	1,81%	2,83%	3,19%	0,68%	5,59%	1,07%
Rentabilidad sobre Activos	0,29%	0,53%	0,78%	0,15%	1,19%	0,23%
Rentabilidad operacional / Activos Operacionales	31,91%	23,58%	42,07%	18,61%	-16,37%	30,19%
Resultados operacionales medidos / Activos Totales	4,65%	2,89%	5,79%	2,12%	-1,79%	3,15%
<b>Liquidez</b>						
Razón Corriente	1,10	1,27	1,26	1,28	0,88	1,34
Liquidez Inmediata	0,28	0,62	0,74	0,45	0,34	0,55
Capital de Trabajo	3.260.957	7.335.118	5.286.217	4.783.724	-3.129.148	6.526.466
Capital de Trabajo / Activos Totales	5,98%	15,03%	13,36%	11,18%	-6,49%	13,50%
<b>Cobertura</b>						
EBITDA	2.803.150	1.818.156	2.670.764	783.707	-724.455	1.239.827
EBITDA anualizado	2.803.150	1.818.156	2.670.764	1.044.942	-724.455	1.653.102
Ingresos	35.146.636	29.389.520	20.739.280	5.802.968	9.125.772	6.237.951
Gastos Financieros	2.340.129	2.840.176	2.305.232	1.818.717	2.037.062	1.507.552
EBITDA / Ingresos	7,98%	6,19%	12,88%	13,51%	-7,94%	19,88%
EBITDA/Gastos Financieros	1,20	0,64	1,16	0,43	-0,36	0,82
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,10	0,05	0,12	0,04	-0,04	0,05
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	81,57	69,58	16,98	-11,18	-3,37	-38,48
Gastos de Capital / Depreciación	0,20	0,16	1,18	0,00	1,00	-0,44
EBITDA/Deuda Total	0,11	0,07	0,13	0,05	-0,03	0,07
Flujo libre de caja/ Deuda Total	-9,30%	-7,04%	41,14%	-2,99%	-8,65%	-0,86%
<b>Solvencia</b>						
Pasivo Total / Patrimonio	5,20	4,36	3,09	3,39	3,70	3,66
Activo Total / Capital Social	12,10	10,82	8,77	9,49	10,70	10,72
Pasivo Total / Capital Social	10,15	8,80	6,63	7,33	8,42	8,42
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	9,31	15,09	7,46	18,63	-30,36	13,86
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	16,32	21,84	11,19	31,64	-52,43	22,98
Deuda Financiera / Pasivo	57,03%	69,11%	66,63%	58,89%	57,90%	60,30%
Deuda Financiera / Patrimonio	296,55%	301,36%	205,64%	199,70%	214,46%	220,96%
Pasivo Total / Activo Total	83,87%	81,34%	75,53%	77,23%	78,74%	78,56%
Capital Social / Activo Total	8,27%	9,24%	11,40%	10,53%	9,35%	9,33%
Deuda Total de Corto Plazo / Deuda Total	57,42%	65,13%	63,81%	29,19%	55,70%	25,58%
<b>Solidez</b>						
Patrimonio Total / Activo Total	16,13%	18,66%	24,47%	22,77%	21,26%	21,44%
<b>Eficiencia</b>						
Período de Cobros (días)	24	171	227	250	309	323
Duración de Existencias (días)	62	49	78	283	234	246
Plazo de Proveedores	40	24	38	50	441	340

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International