

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

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 096/2020, del 31 de julio de 2020

Información Financiera cortada al 31 de mayo de 2020

Analista: ing. Andrea Salazar

andrea.salazar@classrating.ec

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.

Revisión

Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2018-00010170, emitida el 06 de noviembre de 2018

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 096/2020 del 31 de julio de 2020 decidió otorgar la calificación de **"AA+" (Doble A más)** a la Sexta Emisión de Obligaciones FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. por un monto de tres millones de dólares (USD 3'000.000,00).

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 Sexta Emisión de Obligaciones – FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. se fundamenta en:

- 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 decrecimiento de 18,22%, pues, luego de registrar USD 4,49 millones en mayo de 2019 pasaron a USD 3,67 millones en mayo de 2020, debido a que en el año 2019, la compañía contaba con el proyecto Napoli, mientras que en 2020, este proyecto concluyó, adicionalmente en 2019 se facturó 43 unidades del proyecto Ciudad Santiago etapa 11.
- 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 mayo de 2020, la compañía generó una utilidad operacional que significó el 13,17% de los ingresos, porcentaje levemente inferior al reportado en mayo de 2019 cuando fue de 13,93%, debido a menores 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 mayo de 2020 fue de 3,51% sobre los ingresos superior a la registrada a mayo 2019, situación que se produce por la reducción de 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 mayo de 2020, el EBITDA (acumulado) significó el 15,16% de los ingresos, porcentaje imperceptiblemente inferior al reportado en su similar de 2019, cuando fue de 15,20%. A pesar de registrar valores positivos estos no fueron suficientes para cubrir de manera óptima sus obligaciones.
- 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 47,78 millones en mayo de 2020, variaciones que obedecen al comportamiento de sus principales cuentas: obras en construcción, cuentas por cobrar a relacionadas e inversiones no corrientes.
- 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 77,77% en mayo 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 10,62 millones (22,23% de los activos) en mayo 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 y mayo 2020), lo que arrojó un capital de trabajo positivo hasta mayo de 2019, no obstante, a partir de diciembre de 2019 este fue negativo y representó el -6,49% de los activos y el -6,56% en mayo de 2020.
- 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 3,50 veces en mayo 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 Extraordinaria y Universal de Accionistas de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., conformada por el 100,00% de sus accionistas, reunida en Guayaquil el 03 de septiembre de 2018, resolvió autorizar por unanimidad que la compañía realice la Sexta Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 3,00 millones.
- Posteriormente, con fecha 02 de octubre de 2018 ante la Notaria Vigésima Octava del cantón Guayaquil, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. en calidad de emisor, conjuntamente con ALBION CASA DE VALORES S.A. en calidad de Agente Estructurador y Colocador; y ESTUDIO JURIDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A. como Representante de los obligacionistas, suscribieron el contrato de la Sexta Emisión de Obligaciones FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.
- Con fecha 16 de noviembre de 2018, ALBION Casa de Valores S.A. inició la colocación de los valores colocando USD 2,79 millones, monto que representó el 92,93% de los valores aprobados (USD 3,00 millones).
- Hasta el 31 de mayo de 2020, el saldo de capital de la sexta emisión de obligaciones pendiente de pago a los inversionistas ascendió a USD 2,06 millones, luego de haber convenido el diferimiento de pagos en asamblea de inversionistas, en donde se acordó 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.
- La Sexta Emisión de Obligaciones de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros), los mismo que se detallan a continuación:
 - ✓ La compañía ha determinado las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonable del emisor.
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.
 - b. 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 activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido 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.
 - Al 31 de mayo de 2020, el emisor cumplió con todos los resguardos mencionados anteriormente, excepto con el indicador de liquidez semestral.
- Adicionalmente, el emisor mientras esté vigente la emisión se compromete a mantener una relación pasivos con instituciones financieras sobre patrimonio no mayor a 3,00 veces.
 - Al 31 de mayo de 2020, cumplió con el límite establecido.
- Al 31 de mayo de 2020, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., registró un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 24,13 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 19,31 millones, cifra que genera una cobertura de 9,36 veces sobre el saldo de capital, determinando

de esta manera que la Sexta Emisión de Obligaciones de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. 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 en la mayoría de ellos.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 10 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, podría afectar el flujo de efectivo de la compañía. 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 concentración en 3 de sus proveedores (aproximadamente en un 70%), podría generar un desabastecimiento de su materia prima, lo que generaría un retraso en la ejecución de sus proyectos y consecuentemente afectar su flujo.
- 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 g, numeral 1, del Artículo 10 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 previsible 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 y documentos por cobrar e Inversiones acciones - terrenos 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.
- La inversión en terrenos de la empresa que respalda la emisión podría estar sujeta a riesgos relacionados con el mal uso, falta de mantenimiento, o eventos ajenos y fuera de control de la empresa, como es el caso de incendios, invasiones u otros similares.
- Con respecto al rubro inversiones en acciones que respalda la emisión de obligaciones, un riesgo que podría presentarse es la dificultad en su venta o liquidación en momentos previos al vencimiento estipulado.
- Asimismo, otro riesgo que podrían presentar las inversiones en acciones es la volatilidad del precio frente a cambios inesperados en la economía en general o en el sector específico. Una pérdida de valor podría afectar la cobertura adecuada de la emisión.
- Daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo y asalto, en los cuales el inventario podría verse afectado 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 las pólizas de seguros, cuya vigencia cubre hasta el 12 de enero de 2020.
- 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, dependería de que los inventarios se mantengan protegidos contra cualquier siniestro, y cuidados para que conserven su capacidad de realización.

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 10 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 31 de mayo de 2020 la empresa registra, dentro de la garantía general, cuentas por cobrar a relacionadas que ascienden a USD 5,98¹, 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.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Sexta 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 Extraordinaria de Accionistas de la compañía FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., del 03 de septiembre de 2018.
- Contrato Escritura Pública de la Sexta Emisión de Obligaciones de la Compañía FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., del 02 de octubre de 2018.
- 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 31 de mayo de 2019 y 31 de mayo 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.

¹ 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.

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 03 de septiembre de 2018, se reunió la Junta General Universal y Extraordinaria de Accionistas de la compañía FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., la misma que estuvo conformada por el 100,00% de sus accionistas, quienes resolvieron autorizar la Sexta Emisión de Obligaciones, por un monto de hasta USD 3,00 millones de dólares.

Posteriormente, con fecha 02 de octubre de 2018 ante la Notaria Vigésima Octava del cantón Guayaquil, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. en calidad de emisor, conjuntamente con ALBION CASA DE VALORES S.A. en calidad de Agente Estructurador y Colocador; y ESTUDIO JURIDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A. como Representante de los obligacionistas, suscribieron el contrato de la Sexta 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

SEXTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.				
Emisor	FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.			
Capital a Emitir	USD 3 000.000,00			
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América			
Clases, montos y plazos	Clase	Monto (USD)	Plazo (días)	Tasa Fija anual
	Clase 1	3.000.000,00	1.440	8,00%
Base de Cálculo	30/360 días			
Tipo de las Obligaciones	Las obligaciones se emitirán en forma desmaterializada a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A. por un valor nominal de USD 1.000,00 cada uno.			
Pago de Intereses	Trimestralmente.			
Amortización de Capital	Trimestralmente.			
Rescates anticipados	La presente emisión contempla la posibilidad de que la Emisora pueda redimir anticipadamente el capital de las obligaciones, según las condiciones estipuladas en el Contrato.			
Forma de Negociación	Bursátil.			
Contrato Underwriting	No contempla de contrato de underwriting para su colocación.			
Representante de Obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.			
Agente Estructurado - Colocador	ALBION Casa de Valores S.A.			
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 los valores.			
Destino de los recursos	Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados a financiar capital de operación, avances de obras, e inversiones varias para los proyectos "CITTAVENTO" y "CIUDAD SANTIAGO", y sustitución de pasivos.			
Resguardos establecidos del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros	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:			
	<ul style="list-style-type: none"> • Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: <ul style="list-style-type: none"> ❖ Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y ❖ 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. 			

	<ul style="list-style-type: none"> Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
Límite de Endeudamiento	<p>La emisora se compromete a mantener, durante el periodo de vigencia de esta emisión, una relación pasivos con instituciones financieras sobre patrimonio no mayor a 3,00 veces.</p> <p>La emisora se obliga, adicionalmente, en defensa de los intereses de los obligacionistas, en proporcionar al Representante de los Obligacionistas la información financiera que le fuera requerida por este.</p>

Fuente: Contrato de Emisión/ Elaboración: Class International Rating

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

CUADRO 2: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES

Día	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
16-nov-18				2.787.992,11
16-feb-19	116.850,45	55.759,84	172.610,29	2.671.141,66
16-may-19	116.850,45	53.422,83	170.273,28	2.554.291,21
16-ago-19	116.850,45	51.085,82	167.936,27	2.437.440,76
16-nov-19	187.495,45	48.748,82	236.244,27	2.249.945,31
16-feb-20	187.495,45	44.998,91	232.494,36	2.062.449,86
16-may-20	187.495,45	41.249,00	228.744,45	1.874.954,41
16-ago-20	187.495,45	37.499,09	224.994,54	1.687.458,96
16-nov-20	187.495,45	33.749,18	221.244,63	1.499.963,51
16-feb-21	187.495,45	29.999,27	217.494,72	1.312.468,06
16-may-21	187.495,45	26.249,36	213.744,81	1.124.972,61
16-ago-21	187.495,45	22.499,45	209.994,90	937.477,16
16-nov-21	187.495,45	18.749,54	206.244,99	749.981,71
16-feb-22	187.495,45	14.999,63	202.495,08	562.486,26
16-may-22	187.495,45	11.249,73	198.745,18	374.990,81
16-ago-22	187.495,45	7.499,82	194.995,27	187.495,36
16-nov-22	187.495,36	3.749,91	191.245,27	(0,00)
	2.787.992,11	501.510,20	3.289.502,31	

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

Situación de la Emisión de Obligaciones (31 de mayo de 2020)

Con fecha 06 de noviembre de 2018, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la presente Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 3,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS.INMV.DNAR.2018.00010170, la misma que fue inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores el 07 de noviembre de 2018. El plazo de la oferta pública tiene vigencia hasta el 06 de agosto de 2019.

Con fecha 02 de septiembre de 2019, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros emitió la resolución No. SCVS.INMV.DNAR.2019.000072225, mediante la cual concedió una prórroga de 9 meses a la autorización de la oferta pública de los valores, por lo tanto el plazo de la autorización de oferta pública vencerá el 06 de mayo de 2020.

Colocación de los Valores

Con fecha 16 de noviembre de 2018, ALBION Casa de Valores S.A. inició la colocación de los valores colocando USD 2,79 millones, monto que representó el 92,93% de los valores aprobados (USD 3,00 millones).

Saldo de Capital

Hasta el 31 de mayo de 2020, el saldo de capital de la sexta emisión de obligaciones pendiente de pago a los inversionistas ascendió a USD 2,06 millones, luego de haber convenido el diferimiento de pagos en asamblea de inversionistas, en donde se acordó 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.

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:

- Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
 - b. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales 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 activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido 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.

Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, 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 se compromete a mantener, durante el periodo de vigencia de la Emisión de Obligaciones, una relación pasivos con instituciones financieras sobre patrimonio no mayor a 3 veces.
- ❖ Al 31 de mayo de 2020, la compañía cumplió con todo lo listado anteriormente, excepto con el indicador de liquidez semestral. En el siguiente cuadro se pueden apreciar en detalle las medidas cuantificables:

CUADRO 3: LIMITACIONES Y RESGUARDOS

INDICADOR	Límite establecido	Semestre	may-20	Cumplimiento
Indicador promedio de liquidez	Mayor o igual a 1	0,98	-	No
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a 1	-	1,11	Sí
Pasivos con Instituciones Financieras / Patrimonio	No mayor a 3	-	1,35	Sí

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

A continuación se presenta el detalle del cálculo del indicador promedio de liquidez semestral. En virtud de que la aprobación de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros se realizó en el mes de noviembre, el promedio se calculará en semestres noviembre-abril y mayo-octubre, según corresponda.

CUADRO 4: CÁLCULO DEL INDICADOR PROMEDIO DE LIQUIDEZ (USD)

Rubro	nov-19	dic-19	ene-20	feb-20	mar-20	abr-20	PROMEDIO
Activos corrientes(USD)	26.751.410	22.887.453	22.873.036	23.563.150	22.272.826	22.342.650	
Pasivos corrientes (USD)	17.023.497	26.016.601	27.347.368	28.101.042	26.221.743	24.759.243	
Índice Liquidez (Veces)	1,57	0,88	0,84	0,84	0,85	0,90	0,98

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

Monto Máximo de la Emisión

La Sexta Emisión de Obligaciones está 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 31 de mayo de 2020, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A alcanzó un total de activos de USD 47,78 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 (31 DE MAYO DE 2020)

Concepto	Libres (USD)	%
Disponibles	42.896	0,10%
Exigibles	7.519.623	17,39%
Realizables	12.035.698	27,84%
Activo Fijo	400.836	0,93%
Otros activos	23.237.598	53,75%
TOTAL	43.236.650	100,00%

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 31 de mayo 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 complementarias².

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 31 de mayo de 2020, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 24,13 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 19,31 millones, cifra que genera una cobertura de 9,36 veces sobre el saldo de capital de la emisión, de esta manera se puede determinar que la Sexta 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 (31 de mayo de 2020)

Descripción	may-20
Total Activos	47.784.229
(-) Activos Diferidos	-
(-) Activos Gravados (USD)	4.547.579
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias (USD) ³	62.132
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación (USD)	3.419.000
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se esperan que existan (USD) ⁴	-
(-) Derechos Fiduciarios (USD) ⁵	10.535.652

² “La verificación realizada por la calificadora 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 calificadora 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.”

³ Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren.

⁴ En los que el Emisor haya actuado como Originador.

⁵ 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.

(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras (USD) ⁶	5.086.641
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa (USD)	24.133.225
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	19.306.580
Saldo de Capital Sexta Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	2.062.450
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	11,70
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	9,36

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

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de mayo 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 0,70 veces⁷ 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%".

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 31 de mayo de 2020 el 25,80% del 200% del patrimonio y el 51,60% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

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

Descripción	may-20
Patrimonio	10.623.219
200% del Patrimonio	21.246.438
Saldo de Capital IV Emisión de Obligaciones	1.500.000
Saldo de Capital V Emisión de Obligaciones	1.919.000
Saldo de Capital VI Emisión de Obligaciones	2.062.450
Total Emisiones	5.481.450
Valores en circulación / 200% del Patrimonio	25,80%
Valores en circulación / Patrimonio	51,60%

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

Proyecciones del Emisor

Las proyecciones financieras realizadas por ALBION CASA DE VALORES S.A., para el período 2018-2022, arrojan las cifras contenidas en el cuadro que se presenta a continuación y resume el estado de resultados proyectado de la compañía, de acuerdo al cual, al finalizar el año 2022, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. reflejará una utilidad neta igual a USD 1,27 millones.

CUADRO 8: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD) – ESCENARIO PESIMISTA

Rubro	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas netas	31,657,375	33,863,428	32,787,580	36,974,489	39,942,123
Costo de ventas	20,748,267	23,313,162	23,040,407	26,223,083	28,469,449
Utilidad bruta	10,909,108	10,550,266	9,747,173	10,751,406	11,472,674
Gastos administrativos y ventas	7,880,300	7,324,078	7,207,202	7,353,744	7,500,819
Utilidad operativa	3,028,808	3,226,188	2,539,971	3,397,662	3,971,855
Gastos financieros	3,007,756	2,795,958	2,410,561	2,314,026	2,738,172
Otros ingresos netos	759,739	716,340	1,516,340	758,170	758,170
Utilidad antes de impuestos	780,791	1,146,570	1,645,750	1,841,806	1,991,853
Impuestos	165,918	243,646	349,722	391,384	423,269
Participación empleados	117,119	171,986	246,862	276,271	298,778
Utilidad neta	497,754	730,938	1,049,166	1,174,151	1,269,806

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

⁶ 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.

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

La proyección de ventas fue determinada de acuerdo a las propias expectativas de la compañía en base a su experiencia en el mercado, 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 7,72% para el año 2018, con respecto a los ingresos obtenidos en 2017, posteriormente la proyección estima un crecimiento del 6,97% al cierre de 2019, una contracción del 3,18% en el 2020, crecimiento del 12,77% al final de 2021 y finalmente 8,03% en el periodo 2022.

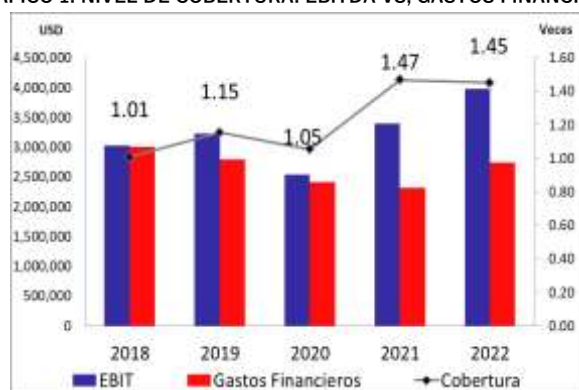
En cuanto a los costos de ventas, éstos mantendrán una participación creciente en el periodo analizado, y crecerían de representar el 65,54% de las ventas en 2018 a representar el 71,28% en el cierre de 2022, lo que le permitiría a la empresa generar un margen bruto con tendencia decreciente durante los periodos proyectados, al disminuir del 34,46% de las ventas en el año 2018 a 28,72 % al cierre del periodo 2022.

Por su parte, los gastos de administración y ventas de acuerdo a las proyecciones financieras, estiman con una participación con comportamiento a la baja, al decrecer de 24,89% de los ingresos en el 2018 al 18,78% para el año 2022 último periodo de la proyección. Con lo cual se proyectaría un margen operativo que pasaría de un 9,57% de las ventas para el año 2018 a un 9,53% en 2019, 7,75% al final de 2020, un 9,19% para el año 2021, y finalmente 9,94% para el cierre de 2022.

En lo que concierne a los gastos financieros, es importante señalar que en su proyección se contemplan tanto los valores derivados de las actuales obligaciones bancarias de la compañía, como de la presente emisión. En este sentido, en las proyecciones anuales se observa que los gastos financieros presentarían una tendencia a la baja hasta el año 2021 y un ligero crecimiento en 2022, según la cual, los gastos financieros de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. pasarían de significar un 9,50% en 2018 a un 6,26% en 2021 y un 6,86% al 2022. Luego de la deducción de los valores pertenecientes al impuesto a la renta, y otros egresos netos sus proyecciones estiman una utilidad neta con comportamiento creciente, que pasaría de representar el 1,57% de los ingresos en diciembre de 2018 a representar el 3,18% en el año 2022.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBIT 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 EBIT frente a los gastos financieros no presenta una tendencia definida, es así que pasaría de cubrir 1,01 veces en el 2018 a cubrir 1,15 veces en el cierre de 2019, decrecería a 1,05 veces en el año 2020, incrementaría a 1,47 veces de cobertura al cierre del 2021 y finalmente se reduciría mínimamente a 1,45 veces en el año 2022, esto debido a la amortización de su deuda financiera y la adquisición de otras fuentes como obligaciones bancarias durante el periodo analizado, sin embargo, demuestra 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

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 por las necesidades operativas de fondos, rubros importantes para el desarrollo del negocio. Posteriormente se evidencian los movimientos generados

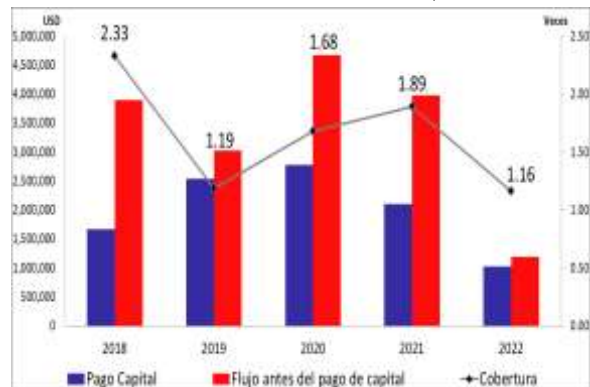
por el flujo de efectivo en actividades de inversión, donde se evidencia principalmente la compra de activos fijos y el flujo de efectivo en actividades de financiamiento, en donde se observa el ingreso y pago de los recursos obtenidos por la Quinta Emisión de Obligaciones a Largo Plazo y de las demás deudas financieras tanto a largo plazo como a corto.

CUADRO 9: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

Descripción	2018	2019	2020	2021	2022
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
Cuentas y documentos por cobrar clientes	(370,390)	(400,000)	(400,000)	(430,000)	(400,000)
Cuentas por cobrar a proveedores	715,490	-	-	-	-
Otras cuentas por cobrar	-	376,576	-	-	-
Obras en ejecución	(1,564,677)	(6,671,428)	(381,750)	(3,072,947)	(3,394,218)
Inventarios de bodegas	10	0	0	0	0
Cuentas y documentos por pagar	936,034	836,049	559,814	-1078275	-443019
Anticipo clientes proyectos	639,439	5,118,064	1,768,079	(76,367)	(2,824,022)
Otros pasivos corrientes	75,378	(114,648)	156,202	-8465	31,885
Provisiones por pagar	70,330	16,292	121,528	(87,960)	17,290
Flujo de efectivo producto de actividades de operación	501,614	(839,095)	1,823,873	(4,754,014)	(7,012,084)
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN					
Adquisición de propiedad, planta y equipo	116,660	160,000	160,000	160,000	160,000
Inversiones - acciones - terrenos	(2)	-	-	-	-
Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión	116,658	160,000	160,000	160,000	160,000
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO					
Obligaciones financieras	(1,675,473)	743,348	1,247,425	5,511,111	4,900,000
Obligaciones con Mercado de Valores	61,475	(2,545,000)	(2,780,000)	(2,105,000)	(1,030,000)
Patrimonio	167,429	730,938	963,654	1,174,150	1,269,807
Otros Ingresos (gastos), neto	(1,446,569)	(1,070,714)	(568,921)	4,580,261	5,139,807
FLUJO DE EFECTIVO NETO					
Incremento (disminución) neto en efectivo y equivalentes de efectivo	(828,297)	(1,749,809)	1,414,952	(13,753)	(1,712,277)
Saldo Inicial	3,057,087	2,228,790	478,981	1,893,933	1,880,180
SALDOS AL FIN DEL AÑO	2,228,790	478,981	1,893,933	1,880,180	167,903

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRAFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS⁸ VS. PAGO DE CAPITAL



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Comparativo de Resultados Reales vs. lo Proyectado

Previo al análisis del comparativo de los resultados reales frente a los resultados proyectados, se debe mencionar que los resultados reales son al mes de mayo de 2020, mientras que lo proyectado se encuentra a junio de 2020, por lo que el cumplimiento óptimo sería de 83,33%.

⁸ (**)Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de la emisión objeto de análisis en el presente estudio.

Es así que al finalizar el mes de mayo de 2020, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. registró ingresos con un cumplimiento de 59,63%. El costo de ventas también tuvo un cumplimiento inferior al proyectado, lo que ocasionó una utilidad bruta con un cumplimiento mayor a lo esperado de 102,67%.

Por su parte, los gastos operacionales alcanzaron un cumplimiento del 77,55%, la utilidad operacional tuvo un cumplimiento del 1540,33% de lo estimado. Finalmente, tras descontar los gastos financieros, otros ingresos/egresos netos, la utilidad antes de impuestos obtuvo un cumplimiento superior al 100% de lo proyectado, pues arroja una utilidad de USD 156,16 mil frente a una pérdida proyectada de USD 235,89 mil.

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.

CUADRO 10: ESTADO PROYECTADO VS REAL (USD)

Cuenta	2020		Cumplimiento
	Proyectado	Real-may	
Ventas	6.162.392	3.674.682	59,63%
Costo de Ventas	4.332.040	1.795.480	41,45%
Utilidad Bruta	1.830.352	1.879.202	102,67%
Gastos Administración y Ventas	1.798.927	1.395.155	77,55%
Depreciación		0	-
Utilidad Operacional	31.425	484.048	1540,33%
Gastos Financieros	646.401	761.610	117,82%
Otros ingresos/egresos netos	379.085	433.721	114,41%
Utilidad (Pérdida) Antes de Participación e Impuestos	(235.891)	156.159	-66,20%

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

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado 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 fueron 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. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico, ha venido cumpliendo de forma oportuna con el pago de capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor ha realizado las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión. 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 10, 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) ha rebajado sus previsiones de crecimiento de la economía global a junio de 2020, siendo esta del -4,9% en 2020 y del 5,4% en 2021, mientras que el Banco Mundial prevé una reducción del -5,2% en 2020 y un aumento de 4,2% en 2021. 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. Una vez superada la pandemia, las autoridades deberán cooperar para resolver las tensiones comerciales y tecnológicas que hacen peligrar la recuperación final de la crisis de COVID-19.

Para el gigante estadounidense, el FMI calcula un decrecimiento del 8% en 2020 y un crecimiento de 4,8% en 2021. La Unión Europea, mantendría un comportamiento similar al registrado en Estados Unidos (-8% en 2020 y +4,5% 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 0,8% en 2020 y crecerían en 7,4% en 2021. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera que en 2020 el decrecimiento sea del 9,4 % y +3,7% en 2021⁹.

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.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) calcula que Ecuador tendrá una caída del Producto Interno Bruto (PIB) de 10,9% en el 2020, debido a la crisis económica en el contexto de la pandemia del covid-19, siendo esta la peor caída de la economía en la región latinoamericana, superada solamente por la contracción de la economía peruana que caería en 13,9%¹⁰. El BCE espera que para el año 2020, la economía ecuatoriana presente un decrecimiento entre el -7,3% y un -9,6%¹¹.

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.¹²

China es uno de los principales importadores de commodities. En dos meses el Índice de Commodities de Bloomberg cayó 13% (el indicador está conformado por materias primas de energía, metales preciosos e industriales y materias primas agrícolas). La reducción de los precios de las materias primas ocasionó que el dólar se aprecie. “Cuando los precios de las materias primas caen, los inversionistas se refugian en otro activo de valor. En este caso el oro o el dólar”, explica el director de Cordes. Con la apreciación del dólar Ecuador pierde su competitividad porque países vecinos, como Colombia o Perú, recurren a la devaluación de sus monedas para abaratar sus exportaciones y encarecer las importaciones.¹³

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a mayo 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	Crecimiento anual PIB (t/t-4) previsión para 2020	0,2%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (mayo 2020)	60,53%	Inflación mensual (mayo 2020)	-0,26%
Balanza Comercial Total (millones USD) abril 2020	602,8 (Superávit)	Inflación anual (mayo 2020)	0,75%
Reservas Internacionales (millones USD 19 de junio 2020)	3.242,93	Inflación acumulada (mayo 2020)	1,01%
Riesgo país (29 mayo 2020) ¹⁴	3.881 puntos	Remesas (millones USD) IS 2019	1,545.82
Precio Barril Petróleo WTI (USD 25 junio de 2020) ¹⁵	38,72	Tasa de Desempleo Urbano (diciembre 2019)	4,95%

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

Producto Interno Bruto (PIB): Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del -0,03%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%; este dinamismo se explica

⁹⁹ <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2020/06/24/WEOUpdateJune2020>

¹⁰ <https://www.elcomercio.com/actualidad/economia-ecuador-afectada-pandemia-fmi.html>

¹¹ <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>

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

¹³ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

¹⁴ <https://www.elcomercio.com/actualidad/bonos-renegociacion-martinez-finanzas-deuda.html>

¹⁵ <https://www.metroecuador.com.ec/ec/noticias/2019/12/12/ministerio-finanzas-ecuador-dice-riesgo-pais-459-puntos.html>

principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones¹⁶. En el segundo trimestre de 2019 el PIB creció en 0,4%¹⁷.

El **Riesgo País** se incrementó nuevamente a 3.881 puntos al 29 de mayo de 2020, en parte debido a la caída del precio del crudo por la baja demanda desde China y la falta de capacidad de pago de las obligaciones de Ecuador en caso de no cumplir con las metas comprometidas con el Fondo Monetario Internacional (FMI)¹⁸, además de las medidas económicas anunciadas por el Gobierno de turno y la emergencia sanitaria (COVIS-19). De mantenerse el riesgo país en ese nivel, la opción para emitir bonos en los mercados internacionales está cerrada, a lo que se suman mayores costos de financiamiento para el sector privado, y una nula inversión extranjera.¹⁹

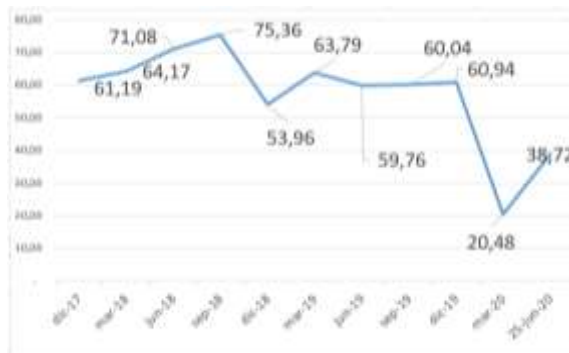
Para abril de 2020, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 5.819,9 millones, siendo ligeramente inferior a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2019 (llegó a USD 7.190,9 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron en: bienes de capital y productos diversos. La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Colombia, Estados Unidos, y otros.

Por su parte, las **exportaciones** totales para abril de 2020 alcanzaron USD 6.422,7 millones, siendo superior frente al mismo periodo de 2019 (USD 7.233,6 millones). Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas hasta abril de 2020 arrojaron una suma de USD 4.835,4 millones, mientras que las petroleras fueron de USD 1.587,3 millones.

Hasta abril de 2020, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 602,8 millones, USD 560,1 millones más que el resultado comercial obtenido en su similar de 2019, período que cerró con un superávit de USD 42,7 millones. La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 488,2 millones; mientras que la Balanza Comercial No Petrolera registró USD 114,7 millones²⁰.

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 25 de junio de 2020 descendió a USD 38,72. La proforma presupuestaria 2020, estimaba un valor de USD 51,00 para las exportaciones de petróleo²¹.

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.²²

¹⁶ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1113-el-bce-actualiza-la-cifra-de-crecimiento-de-la-econom%C3%ADa-en-el-2017>

¹⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

¹⁸ <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/02/06/nota/7726077/riesgo-pais-ecuador-precios-petroleo-coronavirus-mercados>

¹⁹ <https://www.elcomercio.com/actualidad/bonos-renegociacion-martinez-finanzas-deuda.html>

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

²¹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/negocios/proforma-construye-crudo-51-dolares/>

²² <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

El total de **recaudación tributaria bruta** a diciembre de 2019 sumó USD 14.268,53 millones, siendo un 2,81% superior a lo registrado en el año anterior (USD 13.878,69 millones), mientras que a mayo de 2020 fue de USD 5.561,87 millones. Entre los impuestos con mayor aporte a diciembre de 2019 destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 6.685,00 millones (USD 2.328,37 millones a mayo 2020), el Impuesto a la Renta (IR) con USD 4.769,89 millones (USD 2.129,72 millones en mayo 2020), el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 1.140,10 millones (USD 416,22 millones en mayo 2020), y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 910,61 millones (USD 302,77 millones en mayo 2020)²³.

La **inflación mensual** a mayo de 2020 registró una variación negativa de 0,26%, mientras que la variación **anual y acumulada** fue de 0,75%. Por divisiones de bienes y servicios, 7 agrupaciones presentaron variaciones positivas (Alimentos y bebidas no alcohólicas, restaurantes y hoteles, salud y comunicaciones)²⁴.

En referencia al **salario nominal promedio**, para mayo 2020, se fijó en USD 466,63²⁵; 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 439,06 a mayo de 2020²⁶. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a mayo de 2020, ésta se ubicó en USD 724,41²⁷, 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 103,07% del costo de la canasta.

En relación a los indicadores laborales a diciembre de 2019, se observó que el 71,1% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar; de ésta, el 65,3% se halla económicamente activa. Para el mismo periodo se aprecia que la tasa de **desempleo nacional** alcanzó 3,80% y el **empleo adecuado / pleno** (nacional) se ubicó en 38,8% (44,8% para los hombres y 30,6% para las mujeres). Para diciembre 2019, el ingreso laboral promedio de un hombre con empleo es USD 345,5; mientras que para una mujer con empleo es de USD 292,7²⁸.

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% y la pobreza extrema el 18,7%. Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**²⁹, 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 cápita³⁰.

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 5,98% para junio de 2020, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 9,10%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 3,22%³¹. Por su parte el saldo de la **liquidez total** a abril de 2020 alcanzó la suma de USD 58.415,4 millones, el de la oferta monetaria de USD 25.715,6 millones; y, el de las especies monetarias en circulación de USD 26.666,8 millones³².

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el cuarto trimestre de 2019, los bancos y las mutualistas fueron menos restrictivos en el otorgamiento de créditos de Consumo y más restrictivos para los créditos de Vivienda. Para los segmentos: Productivo y Microcrédito el saldo fue nulo. Por su parte, las cooperativas de ahorro y crédito, entre octubre y diciembre de 2019, fueron menos

²³ <http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

²⁴ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

²⁵ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

²⁶ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

²⁷ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/canastas/Canastas_2020/Mayo-2020/1.%20Informe_Ejecutivo_Canastas_Analiticas_may_2020.pdf

²⁸ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2019/Diciembre/201912_Mercado_Laboral.pdf

²⁹ 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

³⁰ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2019/Diciembre-2019/201912_PobrezayDesigualdad.pdf

³¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>; <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

³² <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/IEMensual.jsp>

restrictivas en el otorgamiento de créditos de Consumo y Microcréditos, dado que el saldo entre las cooperativas menos y más restrictivas fue positivo; en cambio, para los créditos Productivos y de Vivienda el saldo fue nulo³³.

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 económica³⁴

El flujo de **remesas** que ingresó al país durante el primer semestre de 2019 totalizó USD 1.545,82 millones, cifra inferior en 0,15% con respecto al segundo semestre de 2018 (USD 1.548,22) y superior en 4,28% al primer semestre de 2018 (USD 1.482,36). El incremento se atribuye al dinamismo, aunque en menor grado, de la economía estadounidense. En el caso de España e Italia, estos países se encuentran reacomodando sus economías. Durante el primer semestre de 2019, el flujo proveniente de Estados Unidos ascendió a USD 898,35 millones (58,11% del total recibido), de España sumó USD 383,38 millones (24,80% del total recibido). La medición del flujo de remesas al primer trimestre de 2019, muestra presencia de migrantes ecuatorianos en países como: México, Chile, Perú, Canadá y Colombia, que aportaron con el 6,26% (USD 96,69 millones) del flujo de remesas recibido en el país. Igualmente, desde Reino Unido, Alemania, Suiza, Francia, y Bélgica, se canalizó el 2,93% (USD 45,23 millones) del monto receptado³⁵.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el cuarto trimestre de 2019 fueron de USD 350 millones; monto inferior en 42,22% al registrado en su similar periodo en el 2018, en donde alcanzó USD 605,5 millones. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: Explotación de minas y canteras, Industria manufacturera, Agricultura, silvicultura, caza y pesca, Electricidad, gas y agua, Servicios prestados a las empresas, entre otros. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de España, Canadá, China, Italia, Estados Unidos, entre otros³⁶.

Para mayo de 2020, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 58.418,30 millones, cifra superior a lo reportado en abril de 2020, cuando fue de USD 57.181,53 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 mayo de 2020 fue de USD 16.853,38 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de mayo de 2020, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) se encontró en 60,53% del PIB³⁷ superando significativamente el límite del 40% del PIB.³⁸

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 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 Fiscal³⁹.

El país recibió, entre marzo y septiembre de 2019, el 45% de los desembolsos prometidos para 2019 por varios organismos multilaterales, entre ellos el FMI, el BID, el Banco Mundial y la CAF. Tras el Acuerdo con el FMI y varios multilaterales, Ecuador deberá recibir en tres años USD 10.200 millones y solo en 2019, USD 4.624 millones. Al momento Ecuador recibió USD 2.113 millones, de los cuales la mayor parte ha sido desembolsada por el Fondo Monetario Internacional (USD 903 millones).⁴⁰

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

³³ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IVT-2019.pdf>

³⁴ <https://www.letelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/creditos-covid19>

³⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201905.pdf>

³⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indice.htm>

³⁷ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/10/Presentacion-C3%B3n-Bolet%C3%ADn-de-Deuda-P%C3%ABlica-agosto-21-10-2019.pdf>

³⁸ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/2020/01/Presentacion-Boletin-de-Deuda-Publica-diciembre-2019.pdf>

³⁹ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/07/Presentacion-C3%B3n-Bolet%C3%ADn-de-Deuda-P%C3%ABlica-junio-2019-19-07-2019.pdf>

⁴⁰ <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/10/02/nota/7543693/ya-ha-llegado-45-desembolsos>

de 2019 registró USD 3.397,11 millones y USD 3.242,93 al 16 de junio 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** al 28 de junio de 2020⁴¹ 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 junio de 2020 bajó de B3 (negativo) a Caa3 (negativo) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. Esta categoría tiene que ver con que las autoridades del Ecuador enfrentan resistencia para adoptar reformas legislativas, mismas que son parte de los acuerdos con el FMI. Así también, 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
Habitacional	Ciudad Santiago Etapa 15	Vía a Daule	0,00%	dic-24
Habitacional	Ciudad Santiago Etapa 16	Vía a Daule	0,00%	dic-25

⁴¹ <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

Habitacional	Marenostro	Ruta del Sol (Playa Barandúa)	95,00%	jun-21
Habitacional	Napoli	Vía a Samborondón	100,00%	Finalizado
Habitacional	Citavento - Piemonte	Vía a Samborondón	6,00%	ago-22
Habitacional	Cittavento – Sector 1	Vía a Samborondón	0,00%	may-23
Habitacional	Cittavento – Sector 5	Vía 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.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. al 31 de mayo 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, distribuidas como se muestra a continuación:

CUADRO 14: ACCIONISTAS

Nombre	Capital (USD)	Participación %
FUROIANI VILLAGOMEZ JOSE ANTONIO	1.143.692,00	25,36%
FUROIANI ZAMBRANO ANA MARIA DE LOURDES	134.200,00	2,98%
FUROIANI ZAMBRANO JOSE LUIS	1.131.221,00	25,09%
FUROIANI ZAMBRANO JUAN JOSE	1.131.221,00	25,09%
ZAMBRANO GARCIA ANITA OLGA	968.768,00	21,48%
Total	4.509.102,00	100,00%

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

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.

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
Daniilo 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.

Empleados

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., al 31 de mayo de 2020, contó con 66 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.

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

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 plazo⁴². 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%.

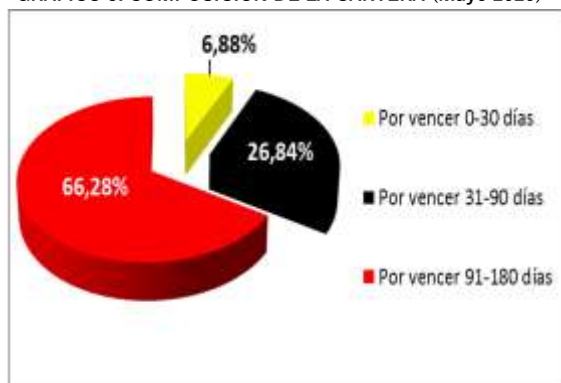
Dentro de su política de crédito y cobranzas se evidencia la Gestión de Crédito Hipotecario que realiza con sus respectivos pasos: i) Liberación de Hipoteca que dura 38 días (Requerimiento Generación de Crédito Hipotecario, Solicitud y obtención de liberación al banco, Inscripción de la escritura en 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, vii) firma constructora, ix) firma biess, x) cierre matriz, xi) inscripción en el registro de propiedad, y xii) desembolso biess.

Al 31 de mayo de 2020, la composición de la cartera, estuvo distribuida principalmente por cartera por vencer entre 91 y 180 días con una participación del 66,28% del total de la cartera, seguida por la cartera por vencer entre 31-90 días con el 26,84% y la cartera por vencer entre 0 y 30 días con el 6,88%, resultando importante mencionar que la compañía no posee cartera vencida dentro de sus cuentas por cobrar.

⁴² 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.

GRÁFICO 5: COMPOSICIÓN DE LA CARTERA (Mayo 2020)

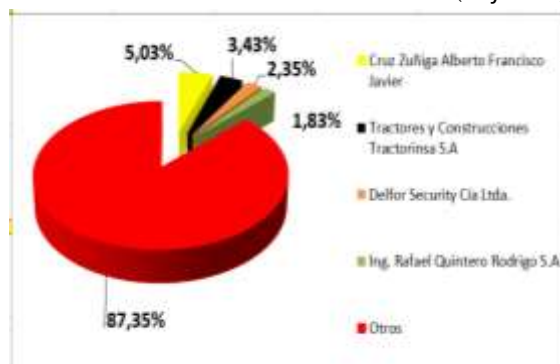


Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

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 mayo de 2020, se evidenció que no existe concentración en sus proveedores.

GRÁFICO 6: COMPOSICIÓN DE PROVEEDORES (Mayo 2020)



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

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.

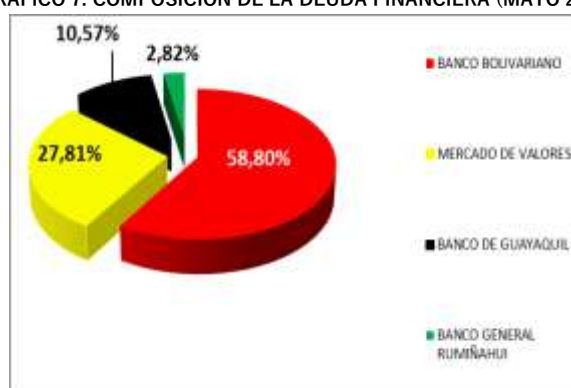
Política de Financiamiento

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 31 de mayo de 2020, la compañía presentó una deuda financiera total que financió el 44,82% de los activos, cuya composición se presenta en el gráfico a continuación. Adicionalmente se debe mencionar que se concentró en el corto plazo con el 24,28% de los activos, mientras la deuda a largo plazo financió el 20,54% de los activos.

GRÁFICO 7: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA (MAYO 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 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 31 de mayo 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 16 de noviembre de 2018, ALBION Casa de Valores S.A. inició la colocación de los valores colocando USD 2,79 millones, monto que representó el 92,93% de los valores aprobados (USD 3,00 millones).

Al 31 de mayo de 2020, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. mantiene vigentes las siguientes emisiones:

CUADRO 19: EMISIONES REALIZADAS Mayo 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
-------------------------------	------------------------------	------	--------------	---------

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: INDICADOR DE PRESENCIA BURSÁTIL (MAYO 2020, USD)

Fecha	# Días Negociados	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
dic-19	2	28,600.00	20	0,100
ene-20	5	40,000.00	22	0,227
feb-20	0	0.00	18	-
mar-20	0	0.00	22	-
abr-20	0	0.00	21	-
may-20	1	4,000.00	19	0,053

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil S.A. / 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

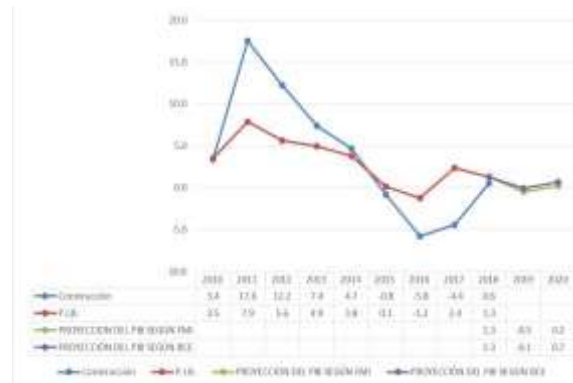
- FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., se encuentra comercializando un nuevo proyecto inmobiliario denominado Cittavento, el mismo que se desarrolla junto a la Urbanización Napoli. Este proyecto contará con la construcción de 422 unidades inmobiliarias en una sola etapa, construidas en dos fases, que irán 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 oscilarán 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 julio 2020 la Institución mantiene obligaciones tributarias pendientes con el SRI y obligaciones patronales en mora por un valor de USD 163,30 mil.

Situación del Sector

Si bien el sector de la construcción se ha constituido como uno de los más importantes en la economía del país (con un aporte del 11,6 % del PIB del país y el 8 % del total de ingresos de las empresas nacionales durante 2018)⁴³, desde el tercer trimestre del 2015 se encuentra en una etapa de recesión, siguiendo el mismo ciclo de la economía; aunque con una contracción más intensiva.

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, que se ha contraído por los bajos ingresos del Estado y la contracción en los ingresos de los hogares. De acuerdo a las cifras provistas por el Banco Central del Ecuador, este sector fue el de mayor reducción en 2016 (-5,8%)⁴⁴. No obstante, durante el año 2018 la actividad económica registrada en esta rama se recuperó casi imperceptiblemente, con un crecimiento anual de 0,6%.⁴⁵ Para el año 2019 se tenía proyectado un decrecimiento del PIB de -0,5% según FMI y para el 2020 un ligero crecimiento de 0,2%.⁴⁶

GRÁFICO 8: Proyección de crecimiento del PIB Nacional VS Crecimiento del PIB de la construcción



Fuente: BCE, FMI / CENTRO DE ESTUDIOS TÉCNICOS CAMICON

La actividad económica de la construcción registró una tasa de crecimiento mínima del 0,6% en 2018, que se explica por el incremento del número de operaciones activas otorgado por el sistema financiero público y privado al sector de la construcción que crecieron en 1,24%. Del otro lado, la contracción del sector durante el primer trimestre de 2019 estuvo acompañada también por una reducción del número de operaciones de crédito y el monto de créditos otorgados en este período que presentaron tasas de -24,7% y -19,4% respectivamente, de acuerdo a la información publicada por el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS). El Banco Central del Ecuador (BCE) estima un crecimiento del 0,7 % para este sector para lo que va del año 2019, este año sería el segundo año de crecimiento de la construcción, esto se debe a la reducción de inversión pública para este sector.⁴⁷

Si se analiza el comportamiento del PIB Construcción a precios constantes, en el primer trimestre de 2019 mostró una tasa de variación interanual respecto al primer trimestre de 2018 de -3,3%; mientras que registró una tasa de variación trimestral de -1,7% respecto al último trimestre de 2018.⁴⁸

El sector constructivo continúa viviendo un escenario económico complejo. Una de las causas de la crisis, es la falta de inversión en Obras Públicas, gran parte de las empresas se han dedicado durante años a ejecutarlas como único giro de negocio. Según cifras del Ministerio de Finanzas, durante el 2019 apenas el 2.29% de los egresos nacionales fueron direccionados a obras públicas.⁴⁹

⁴³ <https://www.mundoconstructor.com.ec/la-realidad-actual-de-la-construccion-ecuatoriana/>

⁴⁴ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/8/la-construccion-se-ha-mantenido-24-meses-en-decrecimiento>

⁴⁵ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1158-la-economia-ecuatoriana-crecio-14-en-2018>

⁴⁶ <http://www.camicon.ec/la-camara-proyeccion-de-crecimiento-del-pib-nacional-vs-crecimiento-del-pib-de-la-construccion-2010-2020/>

⁴⁷ <https://www.mundoconstructor.com.ec/el-sector-de-la-construccion-entre-crecimiento-bajo-y-nulo-para-2019/>

⁴⁸ <https://apive.org/primer-trimestre-del-2019-del-sector-construccion-refleja-desaceleracion-respecto-al-ano-anterior/>

⁴⁹ <http://www.camicon.ec/la-camara-proyeccion-de-crecimiento-del-pib-nacional-vs-crecimiento-del-pib-de-la-construccion-2010-2020/>

Si se analiza el comportamiento del PIB Construcción a precios constantes, en el tercer trimestre de 2019 mostró una tasa de variación interanual respecto al tercer trimestre de 2018 de -4,9%; mientras que, se registró una tasa de variación positiva al tercer trimestre de 2019 de 0,4% respecto al segundo trimestre de 2019.⁵⁰

Las viviendas reservadas en el mes de octubre de 2019, presentan un decrecimiento de -24,6% (100 unidades) con respecto al mes anterior motivado por el decrecimiento de reservas en la ciudad de Guayaquil de -31,3% pese al comportamiento de reservas en Quito el cual presentó una variación de 0,0%. Si se analiza las reservas registradas en los diez primeros meses del año respecto al mismo periodo del 2018 se evidencia un decrecimiento anual de -16,8% (775 unidades).

Por otro lado, el crédito otorgado por el BIESS en los primeros nueve meses del 2019 (USD 471,8 millones) registró una desaceleración de -19,6% (USD 115,1 millones) con respecto al mismo periodo del 2018. Vale destacar que el crédito otorgado en los nueve meses del 2019 representa el 52% del total de crédito proyectado a colocar en el presente año según pronunciamientos oficiales (USD 900 millones). Las cifras del mes de octubre no han sido publicadas al corte de la presente publicación en el sitio web de la institución.

Por otro lado, para mayo de 2020, el Índice de Confianza Empresarial (ICE)⁵¹ Global registró 1.400,2 puntos, lo que representó un incremento de 20,2 puntos, es decir, 1,5% 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 en abril, la mayoría de las actividades productivas en todo el territorio nacional permanecieron paralizadas, debido a la emergencia sanitaria por la pandemia COVID-19; sin embargo, a partir de mayo, por la aplicación de medidas menos restrictivas, las empresas comenzaron a reactivar paulatinamente sus operaciones; no obstante, los niveles de uso de la capacidad operativa instalada fueron inferiores a los que tenían las empresas antes de la pandemia.⁵²

En mayo de 2020, el ICE del sector de la construcción se incrementó en 0,2%, es decir, 0,9 puntos más que lo registrado en el mes de abril de 2020, situándose en 508,8 puntos. Por su lado, el ciclo del índice se ubicó 0,9% por debajo de la tendencia de crecimiento de largo plazo.

El volumen de construcción aumentó levemente en 0,8% entre mayo y abril de 2020; asimismo, las expectativas de los empresarios para el siguiente mes señalan un 3,2% de incremento, esto según lo mencionado por los entrevistados se debería a que las empresas esperan tener un normal desenvolvimiento de sus actividades y reactivar sus obras.

El precio promedio de los materiales de construcción se ha mantenido casi sin variación durante los meses anteriores, exceptuando diciembre de 2019 y marzo de 2020. Asimismo, para junio la expectativa es que los precios se eleven en 0,1%.

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

Expectativas

Se anunció la creación del Fideicomiso Vivienda y Prosperidad, un mecanismo que permitirá viabilizar préstamos a través del sistema financiero con una tasa de interés del 4,99% en el crédito hipotecario.⁵³

⁵⁰ <https://apive.org/tercer-trimestre-del-2019-del-sector-construccion-refleja-aceleracion-respecto-al-ano-anterior/>

⁵¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/eoe201901.pdf>

⁵² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/eoe202005.pdf>

⁵³ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/nuevos-creditos-vivienda-construccion-ecuador>

Con la finalidad de dinamizar el sector de la construcción, el Banco Ecuatoriano del Instituto de Seguridad Social (BIESS) entregará préstamos hipotecarios para viviendas nuevas o usadas con tasas de intereses desde el 5,99%, por el 100% del valor del avalúo, con un plazo máximo de 25 años⁵⁴.

Sin embargo, 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.⁵⁵

A finales de abril de 2020 el Gobierno informó que 28 proyectos de los sectores público y privado fueron aprobados para la primera fase del Plan Piloto de reactivación del sector de la construcción. Entre ellos se encuentra la construcción de 10 proyectos del sector público. En el sector privado se aprobaron 19 obras. 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.⁵⁶

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.

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.

⁵⁴ <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/08/20/nota/7479771/biess-entregara-prestamos-hipotecarios-tasas-interes-599>

⁵⁵ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/sector-construccion-salvavidas-2020/>

⁵⁶ <https://www.elcomercio.com/actualidad/proyectos-aprobacion-plan-piloto-construccion.html>

CUADRO 21: 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.	
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 31 de mayo de 2019 y al 31 de mayo 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 decrecimiento de 18,22%, pues, luego de registrar USD 4,49 millones en mayo de 2019 pasaron a USD 3,67 millones en mayo de 2020, debido a que en el año 2019, la compañía contaba con el proyecto Napoli, mientras que en 2020, este proyecto concluyó, adicionalmente en 2019 se facturó 43 unidades del proyecto Ciudad Santiago etapa 11.

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 mayo de 2020, el costo de ventas representó el 48,86% de los ingresos, ubicándose por encima de la representación de mayo de 2019, cuando fue de 38,48%, 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 entre ambos periodos se reduzca pasando de representar el 61,52% en mayo de 2019 a 51,14% en mayo 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 mayo de 2020, los gastos operativos representaron el 37,97% de los ingresos, participación inferior la registrada en mayo de 2019 cuando fue de 47,59%, lo que obedece a que, cuando los proyectos están en marcha a más del 50% y se están entregando a los clientes, la empresa baja el gasto de publicidad que es un rubro significativo, es decir el proyecto Ciudad Santiago etapa 11 en el año 2019 estaba realizando su publicidad intensamente, y para 2020 ese proyecto está vendido y se está entregando viviendas, es ahí donde existe la reducción del gasto.

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 incremente 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 mayo de 2020, la compañía generó una utilidad operacional que significó el 13,17% de los ingresos, porcentaje levemente inferior lo reportado en mayo de 2019 cuando fue de 13,93%, debido a menores ingresos.

GRÁFICO 9: 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 mayo de 2020 fue de 3,51% sobre los ingresos superior a la registrada a mayo 2019, situación que se produce por la reducción de gastos financieros.

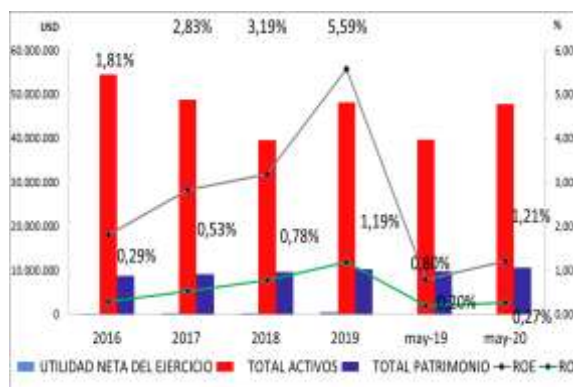
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

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 e interanual mayo 2020, lo que obedece a mayores utilidades al final de cada periodo, ocurriendo lo mismo para los periodos interanuales.

CUADRO 22, GRÁFICO 10: 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	may-19	may-20
ROA	0,20%	0,27%
ROE	0,80%	1,21%



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

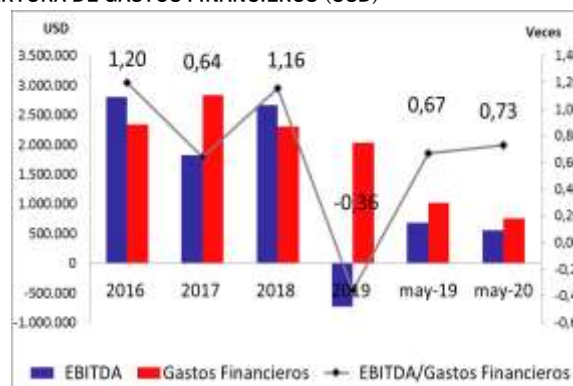
El EBITDA (acumulado) creció en su representación sobre los ingresos de 6,19% en 2017 a 12,88% en diciembre de 2018, no obstante, para diciembre de 2019, este decae hasta registrar valores negativos (-7,94% de los ingresos), debido a la pérdida operativa registrada en ese periodo, lo que reflejó una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

Para mayo de 2020, el EBITDA (acumulado) significó el 15,16% de los ingresos, porcentaje imperceptiblemente inferior a lo reportado en su similar de 2019, cuando fue de 15,20%. A pesar de registrar valores positivos estos no fueron suficientes para cubrir de manera óptima sus obligaciones.

CUADRO 23 GRÁFICO 11: 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	may-19	may-20
EBITDA	682.806	557.105
Gastos Financieros	1.019.482	761.610
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	0,67	0,73



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 47,78 millones en mayo de 2020, variaciones que obedecen al comportamiento de sus principales cuentas: obras en construcción, cuentas por cobrar a relacionadas e inversiones no corrientes.

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 (46,60% en mayo de 2020); siendo su rubro más representativo las obras en construcción con el 29,02% de los activos (24,04% en mayo 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% (12,52% en mayo de 2020) donde se incluyen principalmente el cobro a fideicomisos donde la empresa es constituyente y los inventarios con el 6,19% (4,89% en mayo 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 (53,40% en mayo 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 (32,79% en mayo 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 propiedades planta y equipo fueron el segundo rubro más relevante con el 5,57% de los activos en promedio 2016-2019 (5,28% en mayo 2020) y propiedades en inversión 1,89% en promedio 2016-2019 (1,86% en mayo 2020) que corresponde a un terreno ubicado en el Cantón Salinas, sobre el cual se desarrollará el Proyecto Palmetto. Es importante mencionar que en mayo 2020, se registraron otras cuentas por cobrar por 6,43 millones que representaron el 13,47% 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 77,77% en a mayo 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 a mayo de 2020, los pasivos corrientes financiaron el 53,16% del activo total (55,29% de los activos en promedio 2016-2019); siendo su cuenta más representativa, las obligaciones bancarias con el 16,01% (21,11% de los activos en promedio 2016-2019), seguido de otras cuentas por pagar con el 11,88% de los activos (2,56% de los activos en promedio 2016-2019), proveedores locales y del exterior con el 6,11% (5,10% de los activos en promedio 2016-2019), y pasivos diferidos con el 7,84% (12,03% de los activos en promedio 2016-2019) los cuales corresponden a anticipo de clientes por concepto de abonos a la entrada de cualquier bien inmueble de los proyectos.

Por su parte, los pasivos no corrientes fueron los de menor relevancia en el financiamiento de los activos, es así que en mayo de 2020, financiaron el 24,61% de los activos (24,58% de los activos en promedio 2016-2019); mismos que estuvieron conformados principalmente por préstamos bancarios con el 13,98% (14,13% de los activos en promedio 2016-2019), seguido de las obligaciones con el mercado de valores, con un financiamiento del 6,56% de los activos (5,46% en promedio 2016-2019).

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 10,62 millones (22,23% de los activos) en mayo 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 9,44% de los activos en mayo 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 mayo de 2020 representó el 6,74% de los activos (4,54% de los activos en promedio 2016-2019).

Flexibilidad Financiera

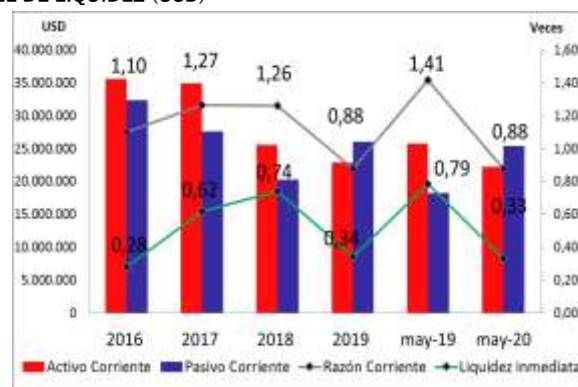
FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. dispuso de suficientes recursos corrientes para cubrir sus pasivos del mismo tipo, pues sus indicadores de liquidez (Razón Circulante) fueron superiores a la unidad (excepto en el año 2019 y mayo 2020), lo que arrojó un capital de trabajo positivo hasta mayo de 2019, no obstante, a partir de diciembre de 2019 este fue negativo y representó el -6,49% de los activos y el -6,56% en mayo de 2020.

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.

CUADRO 24, GRÁFICO 12: 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	may-19	may-20
Activo Corriente	25.735.087	22.266.288
Pasivo Corriente	18.195.550	25.400.614
Razón Circulante (veces)	1,41	0,88
Liquidez Inmediata (veces)	0,79	0,33



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 3,50 veces en mayo de 2020.

GRÁFICO 13: 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 31 de mayo de 2020, la empresa no mantiene operaciones como codeudor ni garante.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁵⁷

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 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

⁵⁷ <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo> (última información registrada en dicha página web)

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD)

Cuenta	2016	2017	2018	may-19	2019	may-20
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	970.436	443.580	437.054	485.200	116.094	42.896
Cuentas por cobrar clientes	97.715	170.483	23.159	-	55.805	18.262
Cuentas por cobrar relacionados	2.300.575	13.765.166	12.922.850	11.603.456	7.732.313	5.983.729
Provisión cuentas incobrables	(95.407)	(31.205)	(46.478)	-	-	-
Inventarios	4.089.476	2.854.896	2.468.926	2.407.449	2.494.671	2.336.551
Otros Activos Corrientes	28.229.517	17.757.110	9.793.656	11.238.982	12.488.570	13.884.850
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	35.592.312	34.960.030	25.599.167	25.735.087	22.887.453	22.266.288
Propiedad, planta y equipo neto	2.883.491	2.529.353	2.549.511	2.499.782	2.597.433	2.524.376
Otros Activos No Corrientes	16.073.527	11.315.320	11.416.523	11.568.440	22.753.008	22.993.566
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	18.957.018	13.844.673	13.966.034	14.068.222	25.350.441	25.517.941
TOTAL ACTIVOS	54.549.330	48.804.703	39.565.201	39.803.309	48.237.894	47.784.229
PASIVOS						
Préstamos (Obligaciones Bancarias)	9.601.470	12.788.893	9.149.356	5.249.359	8.443.278	7.649.144
Proveedores locales y del exterior	2.607.472	1.394.652	1.209.360	1.279.509	4.690.381	2.919.673
Otros Pasivos Corrientes	20.122.413	13.441.367	9.954.234	11.666.682	12.882.942	14.831.797
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	32.331.355	27.624.912	20.312.950	18.195.550	26.016.601	25.400.614
Préstamos (Deuda bancaria LP)	11.109.217	7.068.010	3.101.311	4.305.467	6.678.920	6.678.920
Otros Pasivos No Corrientes	2.310.063	5.007.021	6.468.543	7.542.256	5.287.216	5.081.476
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	13.419.280	12.075.031	9.569.854	11.847.723	11.966.136	11.760.395
Deuda Financiera	26.092.201	27.438.443	19.910.741	16.039.820	21.993.538	21.415.029
Deuda Financiera C/P	14.982.984	17.870.433	12.705.680	6.520.236	12.250.300	11.601.146
Deuda Financiera L/P	11.109.217	9.568.010	7.205.061	9.519.584	9.743.238	9.813.883
TOTAL PASIVOS	45.750.635	39.699.943	29.882.804	30.043.274	37.982.737	37.161.009
PATRIMONIO						
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	1.431.637
Aportes futura capitalización	0	0	0	0	0	0
Utilidad neta del ejercicio	159.179	257.870	309.091	77.640	572.763	128.843
Resultados acumulados	3.120.805	3.328.179	3.549.384	3.741.657	3.827.565	4.553.637
TOTAL PATRIMONIO	8.798.695	9.104.760	9.682.396	9.760.035	10.255.158	10.623.219

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

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2016	2017	2018	may-19	2019	may-20
Ventas	35.146.636	29.389.520	20.739.280	4.493.133	9.125.772	3.674.682
Costo de ventas	23.954.392	21.182.685	11.577.540	1.728.756	3.886.120	1.795.480
MARGEN BRUTO	11.192.244	8.206.835	9.161.740	2.764.377	5.239.652	1.879.202
Total Gastos Operacionales	8.653.212	6.796.985	6.871.052	2.138.352	6.103.247	1.395.155
UTILIDAD OPERACIONAL	2.539.032	1.409.850	2.290.688	626.025	(863.595)	484.048
Gastos Financieros	2.340.129	2.840.176	2.305.232	1.019.482	2.037.062	761.610
Otros ingresos netos	535.622	2.174.927	985.351	477.717	3.712.538	433.721
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	734.525	744.601	970.807	84.260	811.881	156.159
Participaciones	110.179	111.690	145.621	0	121.782	
Impuesto a la Renta	465.167	375.040	516.094	6.621	117.336	27.316
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	159.179	257.871	309.092	77.640	572.763	128.843

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

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2016	2017	2018	may-19	2019	may-20
Gastos Operacionales / Ingresos	24,62%	23,13%	33,13%	47,59%	66,88%	37,97%
Utilidad Operacional / Ingresos	7,22%	4,80%	11,05%	13,93%	-9,46%	13,17%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	0,45%	0,88%	1,49%	1,73%	6,28%	3,51%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	1595,08%	546,73%	741,10%	806,32%	-150,78%	375,69%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	336,49%	843,42%	318,79%	615,30%	648,18%	336,63%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	1470,12%	1101,39%	745,81%	1313,09%	355,66%	591,11%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	1,81%	2,83%	3,19%	0,80%	5,59%	1,21%
Rentabilidad sobre Activos	0,29%	0,53%	0,78%	0,20%	1,19%	0,27%
Liquidez						
Razón Corriente	1,10	1,27	1,26	1,41	0,88	0,88
Liquidez Inmediata	0,28	0,62	0,74	0,79	0,34	0,33
Capital de Trabajo	3.260.957	7.335.118	5.286.217	7.539.537	-3.129.148	-3.134.326
Capital de Trabajo / Activos Totales	5,98%	15,03%	13,36%	18,94%	-6,49%	-6,56%
Cobertura						
EBITDA	2.803.150	1.818.156	2.670.764	682.806	-724.455	557.105
EBITDA anualizado	2.803.150	1.818.156	2.670.764	2.278.116	-724.455	-850.156
Ingresos	35.146.636	29.389.520	20.739.280	4.493.133	9.125.772	3.674.682
Gastos Financieros	2.340.129	2.840.176	2.305.232	1.019.482	2.037.062	761.610
EBITDA / Ingresos	7,98%	6,19%	12,88%	15,20%	-7,94%	15,16%
EBITDA/Gastos Financieros	1,20	0,64	1,16	0,67	-0,36	0,73
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,10	0,05	0,12	0,04	-0,04	0,02
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	81,57	69,58	16,98	-45,81	-3,37	11,64
Gastos de Capital / Depreciación	0,20	0,16	1,18	-0,88	1,00	-1,00
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	5,20	4,36	3,09	3,08	3,70	3,50
Activo Total / Capital Social	12,10	10,82	8,77	8,83	10,70	10,60
Pasivo Total / Capital Social	10,15	8,80	6,63	6,66	8,42	8,24
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	9,31	15,09	7,46	7,04	-30,36	-25,19
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	16,32	21,84	11,19	13,19	-52,43	-43,71
Deuda Financiera / Pasivo	57,03%	69,11%	66,63%	53,39%	57,90%	57,63%
Deuda Financiera / Patrimonio	296,55%	301,36%	205,64%	164,34%	214,46%	201,59%
Pasivo Total / Activo Total	83,87%	81,34%	75,53%	75,48%	78,74%	77,77%
Capital Social / Activo Total	8,27%	9,24%	11,40%	11,33%	9,35%	9,44%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	16,13%	18,66%	24,47%	24,52%	21,26%	22,23%
Eficiencia						
Período de Cobros (días)	24	171	227	390	309	248
Duración de Existencias (días)	62	49	78	210	234	198
Plazo de Proveedores	40	24	38	112	441	247

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