CALIFICACIÓN CUARTO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL
FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A

Corporativos
31 de marzo de 2023

CALIFICACIÓN:

Cuarto Programa de Papel Comercial	AA
Tendencia	(+)
Acción de calificación	Revisión
Metodología de Calificación	Valores de deuda
Fecha última calificación	septiembre 2022

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Circular de Oferta Pública y del respectivo Contrato Privado, y de más documentos habilitantes.

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN	FECHA	CALIFICADORA
AA (+)	sep-2022	GlobalRatings

CONTACTO

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

Mariana Ávila
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA (+) para el Cuarto Programa de Papel Comercial de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. en comité No. 072-2023, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 31 de marzo de 2023; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2019, 2020 y 2021, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha enero de 2022 y 2023. (Aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2023-00037093 del 23 de marzo de 2023 por un monto de hasta USD 6.000.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector de la construcción ha mantenido su importancia en la economía nacional, a pesar de la contracción que ha experimentado en los últimos cuatro años. Esto se debe a los encadenamientos que genera, lo que ha permitido la creación de aproximadamente 500 mil empleos directos. Aunque las ventas del sector muestran una cierta recuperación hasta octubre de 2022, todavía no han alcanzado los niveles previos a la pandemia. Estos factores son importantes fundamentos de calificación para el sector de la construcción, ya que su capacidad para generar empleo y su contribución al PIB son elementos clave a considerar. Es importante tener en cuenta que el entorno económico actual genera que el sector de la construcción sea volátil.

- FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. cuenta con cerca de 50 años de experiencia por lo que está entre los diez actores principales dentro del sector de la construcción de edificios y residencias, con una importante participación en el segmento de mercado de clase media-alta. Los proyectos y edificaciones desarrollados han recibido varios reconocimientos. Además, cuenta con prácticas de gobierno corporativo como mantener un Directorio que ejerce sesiones con el objetivo de difundir valores corporativos.

- FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. responde al desarrollo, ejecución y cierre de los distintos proyectos, que se construyen en terrenos propios y que se llevan a cabo en diferentes plazos. Entre 2019 y 2021 los ingresos de actividades ordinarias mantuvieron un comportamiento creciente, asociado a la culminación de varios proyectos, aparte que mantiene varios proyectos en ejecución, cuya finalización está planificada durante el periodo de vigencia de la Emisión de Obligaciones, lo que impulsará al alza los ingresos para periodos futuros. A diciembre 2022, los ingresos registran un decrecimiento de 28% por una menor venta de inmuebles y desarrollo de proyectos de ingeniería. Siendo el sector de la construcción volátil, las ventas dependen por un lado de la culminación de proyectos y por otro de las condiciones de mercado que permitan venderlos, factor que no es controlable por parte de la compañía.

- Históricamente la compañía fondea sus actividades principalmente mediante recursos de terceros, concentrados primordialmente en el corto plazo, lo que genera una presión creciente sobre la posición de liquidez, considerando que la estructura del activo. FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. ha presentado apalancamientos cercanos a 4.

- Las proyecciones de flujos de la compañía entre 2023 y 2025 evidencian la capacidad de hacer frente a los vencimientos bursátiles, así como a los demás compromisos que mantiene vigentes. Aunque, en 2023 mantendría una deuda neta superior a USD 22,6 millones, implicando un servicio de la deuda proyectado de USD 19,7 millones, lo que obligaría a refinanciar parte de la deuda.

- La Emisión de Obligaciones bajo análisis cuenta con resguardos de ley y establece un límite de endeudamiento mediante el cual la compañía mantiene en todo momento durante el periodo de vigencia de la Emisión una relación de pasivos afectos al pago de intereses sobre activos por debajo de 80% y que hasta el presente análisis se han cumplido.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. responden al desarrollo, ejecución y cierre de los distintos proyectos elaborados por la compañía que se construyen en terrenos propios y que se llevan a cabo en el corto y mediano plazo. En este sentido, existen principalmente tres fuentes de ingresos: la venta directa de bienes inmuebles, la prestación de servicios de construcción, reconocidos en proporción al avance del proyecto, y la gerencia de proyectos, además de otros ingresos menores.

RESULTADOS E INDICADORES	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	ENERO 2022	ENERO 2023
		REAL		PRELIMINAR		PROYECTADO		INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	9.126	9.029	15.926	11.484	22.968	23.427	23.896	1.144	381
Utilidad operativa (miles USD)	2.810	2.282	2.658	2.264	2.292	3.067	3.128	427	74
Utilidad neta (miles USD)	534	(21)	25	79	221	604	469	330	43
EBITDA (miles USD)	2.949,06	2.416,86	2.801,15	2.417,31	2.437,16	3.212,45	3.273,79	439,15	87,97
Deuda neta (miles USD)	21.867	21.979	24.653	23.261	22.627	22.859	20.415	21.579	21.829
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(1.995)	1.014	418	(405)	775	(181)	2.591	-	-
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	(2.140)	639	1.974	(577)	(748)	667	(830)	(1.495)	(434)
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	1.921	14.060	20.134	17.189	19.751	22.079	20.884	17.559	14.664
Razón de cobertura de deuda DSCRC	1,54	0,17	0,14	0,14	0,12	0,15	0,16	0,03	0,01
Capital de trabajo (miles USD)	(3.129)	(5.279)	(294)	(9.107)	(11.952)	(9.693)	(8.094)	3.000	(8.169)
ROE	5,54%	-0,22%	0,26%	0,80%	2,17%	5,60%	4,16%	39,38%	5,16%
Apalancamiento	3,94	3,57	3,86	3,81	4,04	3,83	3,51	3,82	3,79

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.

El giro de negocios de la compañía hace que la evolución de las ventas dependa de la culminación de proyectos y de las condiciones del mercado para venderlos. En este sentido, si bien es cierto pueden producirse tendencias en los ingresos, en su mayor parte estos se explican por los dos factores anotados lo que hace difícil establecer patrones de ventas.

Entre 2019 y 2021 los ingresos de actividades ordinarias (venta de bienes inmuebles, servicios de construcción y contratos por servicios) mantuvieron un comportamiento creciente, al pasar de USD 9,13 millones a USD 15,93 millones, fenómeno asociado a la culminación de varios proyectos. La relación entre las ventas y el costo de ventas muestra una mejora significativa de 2021 a 2022. En 2021, la empresa tuvo un costo de ventas de USD 9,41 millones sobre ventas de USD 15,92 millones, lo que resulta en una relación de 59%. En 2022, la relación mejoró drásticamente a 42%, ya que la empresa registró un costo de ventas de USD 4,84 millones sobre ventas de USD 11,45 millones. Sin embargo, la disminución en las ventas totales en 2022 podría representar un riesgo a largo plazo para la empresa, ya que puede indicar una disminución en la demanda de sus servicios.

El costo de ventas de la compañía responde a los proyectos desarrollados y comprende los costos de construcción de las villas y unidades inmobiliarias. Durante el período analizado, la proporción respecto de las ventas fluctuó entre un 42,6% en 2019, 59,0% en 2021 hasta 42,2% en 2022, situación causada por diferentes precios en materiales, diferentes acabados y condiciones del mercado.

La estructura operativa de la compañía se redujo entre 2019 y 2022, acorde al comportamiento de los ingresos, evidenciando menores comisiones por ventas y menores gastos administrativos.

La evolución del activo de la compañía responde al avance de los proyectos inmobiliarios y a la adquisición de inmuebles para desarrollos futuros. En 2020, el total de activos tuvo un descenso de USD 3,6 millones debido a una baja en inversiones en proyectos que ya estaban concluidos, mientras que en 2021 los activos se incrementaron en USD 826 mil sobre 2021 por crecimientos en anticipos a proveedores (USD 3 millones) compensados por incrementos en el agregado de derechos fiduciarios, cuentas por cobrar a fideicomisos e inversiones en proyectos e inmuebles para futuros desarrollos.

Para 2021, las inversiones de largo plazo se concentraron en el Fideicomiso Proyecto Cittavento Etapa No. 1 Piamonte, Fideicomiso Inmobiliario Marenostro y acciones de Royalbay Hoteles S.A., entre otras. Para 2022 tuvo inversiones y también derechos fiduciarios. Otro rubro representativo dentro del activo son las construcciones en curso, que representaron el 23,2% de los activos totales a diciembre de 2021 y 23,3% en diciembre 2022.

La propiedad, planta y equipo incluye principalmente terrenos y edificios en los que se encuentran las oficinas de la compañía. Durante el periodo analizado, este rubro se mantuvo estable, con fluctuaciones marginales en función de la depreciación y de compras de vehículos, equipos, entre otros. Al 31 de diciembre de 2021, la propiedad, planta y equipo totalizó USD 908 mil, sin incluir terrenos. Para diciembre de 2022 fue USD 1,14 millones superior a la de diciembre de 2021.

Teniendo en cuenta que las utilidades de la empresa han sido bajas en los últimos años, el rendimiento de los activos (ROA) ha tenido valores inferiores a 0,05% con la excepción de 2019 en que alcanzó 1,1% dada la mejor utilidad conseguida. Para el preliminar 2022, el ROA presentó crecimiento pasando de 0,05% en diciembre de 2021 a 0,26% en diciembre de 2022 al mantener una utilidad mayor.

Históricamente, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. ha financiado sus operaciones principalmente mediante recursos de terceros; entre 2019 y 2021 los pasivos financiaron, en promedio, 79% de los activos de la compañía y se concentraron en cuentas por pagar comerciales, para la adquisición de bienes y servicios relacionados con la actividad de negocio, obligaciones financieras de corto y largo plazo con entidades bancarias y con terceros, y obligaciones emitidas en el Mercado de Valores.

La deuda con entidades financieras mantuvo valores entre USD 15,1 millones en 2019 y USD 13 millones en 2022. En 2020 tuvo un valor de USD 12,9 millones, los que fueron sustituidos por obligaciones con el Mercado de Valores.

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. también financia las actividades mediante recursos de proveedores locales de bienes y servicios para la construcción de los proyectos, fondos de garantía de contratistas y cuentas por pagar a inversionistas locales.

Se evidenció una disminución de USD 1,66 millones al término de 2020 de cuentas por pagar comerciales, con una nueva disminución de USD 570 mil a diciembre 2021 en que alcanzan USD 2,46 millones. Por otro lado, para diciembre 2022 se presentó un crecimiento de 121% respecto a diciembre de 2021 alcanzando un valor de USD 5,44 millones.

Al 31 de diciembre de 2022, el patrimonio de la compañía alcanzó USD 9,67 millones, de los cuales USD 4,5 millones correspondió al capital social que se mantuvo constante durante el periodo analizado. Con estos datos, el apalancamiento, definido como la razón entre pasivo y patrimonio, es decir el total de deuda frente a fondos propios, tuvo un valor de 3,81 a diciembre 2022 manteniéndose en valores parecidos desde 2019.

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Partiendo de la consideración que, en el caso de empresas constructoras, como es FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., las proyecciones de ventas no dependen de una estimación de tendencia porcentual respecto de los ingresos de años anteriores, sino que de un estimado de la conclusión de proyectos y la disponibilidad para venderse. La compañía considera que las posibilidades de venta en los años 2023 - 2024 serían de USD 22,9 millones y USD 23,4 millones respectivamente en un escenario conservador.

En lo que respecta al costo de ventas, éste ha fluctuado fuertemente en los años precedentes debido a las características especiales de cada uno de los proyectos. El año 2022, esta variable fue de 42% de las ventas. No obstante, el emisor considera que el costo de ventas para los años siguientes sería entre 71% y 65% de las ventas, porcentaje estimado lo suficientemente conservador dado el periodo histórico de la empresa.

Por otra parte, el EBITDA proyectado incrementa en un 1% en 2023, un aumento en un 32% en 2024, empujado por el incremento en ventas para los próximos tres años (mencionar gastos operativos). Esta cifra permitiría cubrir holgadamente los gastos financieros de cada año y cancelar el total de la deuda con costo en un lapso de alrededor de 6 años.

El crecimiento en las cuentas por cobrar y aumento de inventarios en 2023 compensados por aumentos en cuentas por pagar no relacionadas y estabilidad en relacionadas tiene como resultado una generación de flujo operativo estimado en un valor positivo de USD 775 mil.

En 2023, la refinanciación de deuda bancaria por USD 11,5 millones, lo que unido a préstamos con terceros (o nueva deuda bancaria o con el Mercado de Valores) por USD 6 millones permitiría cubrir los vencimientos del Mercado de Valores por montos del orden de los USD 6 millones. Es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que este aspecto no presentaría inconvenientes en la trayectoria de la compañía y su historial de pagos.

FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad

participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Un rebrote inflacionario a nivel nacional y mundial y medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de liquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva lo que es beneficioso para todas las empresas.

- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de sus contratos suscritos con entes privados lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.

- Afectación en la variación de los precios de los materiales de construcción, lo que podría generar variación en los márgenes. Este riesgo se mitiga con contratos con proveedores a plazos más largos y un adecuado nivel de inventarios.

- Aparición de competidores que tengan oferta de productos y/o soluciones de mayor conveniencia para los clientes, lo cual podría afectar las ventas de la compañía. La empresa mantiene políticas de innovación respecto de sus productos acentuando sus ventajas comparativas, elementos diferenciadores y control adecuado de costos lo que permite tener precios competitivos.

- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo por efecto de pérdida de información. La compañía mitiga este riesgo por medio de políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, así como mediante aplicaciones de *software* contra fallas para posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible.

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas para la compañía. El riesgo se mitiga con pólizas de seguros que la compañía mantiene sobre los activos con la aseguradora Seguros Ecuatoriano Suiza S.A.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos específicos previsibles en el futuro en el sector en el que se desempeña el emisor o en sectores relacionados, los siguientes:

- Elevada correlación de la actividad de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. con el sector de la construcción. La construcción afronta periodos de recuperación y recesión en función del ciclo económico, cuyas perspectivas de reactivación son inciertas. Para mitigar este riesgo, la compañía ha desarrollado productos más innovadores, con mayor valor agregado, que le permiten llegar a un segmento de mercado más amplio.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica que existen riesgos previsibles de los activos que respalda la emisión y su capacidad para ser liquidados. Se debe indicar que los activos que respalda la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada es principalmente obras en ejecución construcción (USD 7.500.000). Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones de mercado. Al respecto:

- Existe el riesgo de que las obras en ejecución construcciones sufran daños, por diversas causas, naturales o humanas. La empresa mitiga el riesgo a través de una permanente vigilancia y mantenimiento de las obras y mantiene seguros todo riesgo para propiedades.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. se registran cuentas por cobrar a compañías relacionadas, a corto y largo plazo, por USD 6,54 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden a 13,62% de los activos totales por lo que su efecto sobre el respaldo del presente Papel Comercial es medianamente

representativo. Si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, se podría generar un efecto negativo en los flujos de la empresa. Por esta razón, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

INSTRUMENTO

CUARTO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL					
Características	MONTO (USD)	PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PLAZO PROGRAMA (DÍAS)	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	6.000.000	Hasta 359	720	Al vencimiento	Cero cupón
Garantía general	Conforme lo dispone el Artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero).				
Garantía específica	N/A				
Destino de los recursos	Los recursos captados servirán en un 100% para financiar el capital de trabajo e inversiones de la empresa: pago de pasivos de corto y largo plazo no vinculados, y capital de operación para las obras de los macroproyectos Ciudad Santiago y Cittavento, financiamiento de activos para el giro propio de la empresa.				
Estructurador financiero	Kapital One Casa De Valores S.A. Kaovalsa				
Agente colocador	Kapital One Casa De Valores S.A. Kaovalsa				
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.				
Resguardos	▪ Los activos reales sobre los pasivos exigibles 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 del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.				
Límite de endeudamiento	▪ La compañía se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalentes hasta el (80%) de los activos de la empresa.				

Fuente: Circular de Oferta Pública.

El Informe de la Calificación de Riesgos de la Cuarto Programa de Papel Comercial de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.
Presidente Ejecutivo