Anexo 5: Informe de calificación de riesgo:

GLOBALRATINGS
CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

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

Corporativos
28 de mayo de 2021

CALIFICACIÓN:

Tercer Programa de Papel Comercial	AA
Tendencia	(+)
Acción de calificación	Inicial
Metodología	Calificación de Obligaciones
Fecha última calificación	-

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 Monetaria y 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, del respectivo Contrato Privado de Emisión y demás documentos habilitantes.

CONTACTO

Mariana Ávila
Gerente de Análisis
mavila@globalratings.com.ec

Hernán López
Gerente General
hlopez@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA (+) para el Tercer Programa de Papel Comercial de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. en comité No. 140-2021, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 28 de mayo de 2021; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2018, 2019 y 2020, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha marzo de 2021 (Aprobado mediante acta de Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas del 21 de mayo de 2021, por un monto de hasta USD 3.000.000,00).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- La construcción es considerada un sector estratégico y un motor de desarrollo, por su alto impacto económico y social. Actualmente, el sector afronta el desafío de reactivarse en medio de la crisis económica, considerando que el desempeño del sector ha sido deficiente desde 2015 y que fue uno de los más afectados durante la paralización de actividades en 2020. Las perspectivas de crecimiento del sector para 2021 son poco optimistas, dada la incertidumbre en cuanto a la evolución de la pandemia. FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. es reconocida como uno de 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.
- FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. cuenta con cerca de 50 años de experiencia en el diseño y construcción de urbanizaciones, universidades, instituciones financieras, municipios, hospitales, centros industriales, entre otros. Los proyectos y edificaciones desarrolladas por FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. han recibido varios reconocimientos, incluido el premio ornato a la planificación y construcción, el reconocimiento a la mejor construcción de edificio residencial, entre otros.
- En agosto de 2017, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. reformó sus Estatutos Sociales para incorporar la figura de Directorio como órgano auxiliar a la administración de la empresa, con el objetivo de iniciar la implementación de prácticas de Buen Gobierno Corporativo. El Directorio de la compañía está conformado por seis directores elegidos por la Junta General de Accionistas por un periodo de tres años, pudiendo ser reelegidos de manera indefinida.
- 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. Entre 2016 y 2020 los ingresos de actividades ordinarias mantuvieron un comportamiento decreciente, asociado a la culminación de varios proyectos desarrollados, así como al deterioro en las actividades del sector de la construcción y la contracción del crédito hipotecario, que repercutió en una menor demanda del sector inmobiliario. La compañía mantiene varios proyectos en ejecución, cuya finalización está planificada durante el periodo de vigencia del Programa de Papel Comercial, lo que impulsará al alza los ingresos para periodos futuros. No obstante, la incertidumbre con respecto a la evolución de la pandemia podría generar disrupciones en la cadena de suministros y paralizar nuevamente las actividades económicas, retrasando el desarrollo de los proyectos y aplazando la generación de ingresos.
- Históricamente la compañía fondea sus actividades principalmente mediante recursos de terceros, con una importante participación del pasivo dentro de la estructura de financiamiento. Este se concentra principalmente en el corto plazo, lo que genera una presión creciente sobre la posición de liquidez, considerando que la estructura del activo se concentra en la porción no corriente. Por esta razón, la compañía ha incurrido en operaciones de factoring con entidades locales, y ha adquirido deuda de corto plazo con entidades bancarias y con terceros.
- El programa de Papel Comercial bajo análisis se encuentra debidamente instrumentado y estructurado, cuenta con resguardos de ley y establece un límite de endeudamiento mediante el cual la compañía se compromete a mantener en todo momento durante el periodo de vigencia de la Emisión una relación de pasivos con instituciones financieras sobre patrimonio, por debajo de 3,00 veces. Las proyecciones de flujos de la compañía entre 2021 y 2023 evidencian que la compañía estará en capacidad de hacer frente a los vencimientos del Tercer Programa de Papel Comercial, así como de los demás compromisos que mantiene vigentes en el corto y largo plazo.

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. En este sentido, existen fundamentalmente tres fuentes de ingresos: la venta directa de bienes inmuebles correspondientes a los distintos proyectos de la compañía, la prestación de servicios de construcción, reconocidos en proporción al avance del proyecto, y la gerencia de proyectos, entre otros ingresos menores. Cabe resaltar que FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. gestiona sus proyectos a través de Fideicomisos, por lo que los márgenes correspondientes a cada proyecto específico se reflejan en el Estado de Resultados de la compañía una vez que el fideicomiso haya sido liquidado. Entre 2017 y 2020 los ingresos de actividades ordinarias mantuvieron un comportamiento decreciente asociado a la culminación de varios proyectos desarrollados. El deterioro en las actividades del sector de la construcción y la contracción del crédito hipotecario, que repercutió en una menor demanda del sector inmobiliario, también afectaron de manera negativa a los ingresos de la compañía durante el periodo. Si bien las actividades de la construcción fueron las más afectadas por la pandemia del Covid-19 y su efecto sobre el sector productivo durante 2020, los ingresos ordinarios de la compañía al cierre del año se mantuvieron estables, relacionados con un alza en la venta de villas del proyecto Ciudad Santiago etapa XI, compensada por menores ingresos por servicios. De esta manera, la participación de la venta de inmuebles dentro del portafolio de ingresos incrementó al cierre de 2020, comportamiento que se mantuvo para marzo de 2021.

Debido a la composición de los ingresos, el margen bruto se redujo para 2020, no obstante, el control de gastos operativos permitió mejorar la utilidad operativa con respecto a 2019. Los resultados no operativos cayeron entre 2019 y 2020, lo que contrajo la utilidad antes de participación a trabajadores e impuesto a la renta. Para marzo de 2021, el deterioro en la utilidad bruta y el crecimiento en la representatividad de la estructura operativa disminuyeron los resultados de la compañía con respecto a marzo de 2020.

La evolución del activo de la compañía responde al avance de los proyectos inmobiliarios y a la adquisición de inmuebles para desarrollos futuros. Por lo tanto, los activos más representativos son las inversiones de largo plazo en compañías, proyectos y derechos fiduciarios, las construcciones en proceso, y las cuentas por cobrar relacionadas. Estos rubros fluctúan en función de la ejecución de los distintos proyectos, así como de la constitución y liquidación de los distintos fideicomisos. Adicionalmente, la compañía desarrolla sus proyectos sobre terrenos propios, por lo cual mantiene un monto importante de inventarios de terrenos. Para esto, la compañía ha presentado una necesidad creciente de financiamiento, que ha suplido principalmente mediante recursos de terceros, por lo que la estructura de financiamiento se concentra en el pasivo. La compañía obtiene financiamiento de cuatro entidades financieras locales, que se concentra en el corto plazo, así como a través de las obligaciones emitidas en el Mercado de Valores, con vencimientos principalmente de largo plazo. Adicionalmente, la compañía mantiene vigentes operaciones crediticias de corto plazo con Atlántida Advisors Asesoría Financiera, que alcanzaron el monto máximo del periodo de análisis al cierre de 2020 pero que fueron canceladas parcialmente hasta marzo 2021, lo que permitió disminuir la deuda neta en el comparativo interanual. Por su parte, el patrimonio de la compañía se mantuvo estable durante el periodo analizado, con variaciones marginales que respondieron a los resultados alcanzados durante el periodo analizado. No obstante, este ganó participación dentro de la estructura de financiamiento, alcanzando el 22% de los activos para marzo de 2021.

RESULTADOS E INDICADORES	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	MARZO 2020	MARZO 2021
	Real	Real	Real	Real	Real	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Ingresos de actividades ordinarias	33.395	29.390	20.739	9.126	9.029	9.615	10.127	10.411	2.847	1.718
Utilidad operativa	787	1.410	2.291	(864)	116	198	194	195	476	15
Utilidad neta	159	258	309	573	(21)	30	184	213	79	13
EBITDA	955	1.571	2.424	(724)	251	333	329	329	506	49
Deuda Neta	24.474	26.983	19.461	21.867	20.978	20.761	19.993	19.267	21.642	19.320
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	(4.447)	(2.845)	8.055	(1.995)	1.014	(693)	502	922	-	-
Necesidad Operativa de Fondos	(466)	505	617	(2.756)	(889)	(2)	(2)	(2)	(6.236)	(4.989)
Servicio de Deuda (SD)	1.357	19.244	19.739	14.627	14.060	18.475	15.892	15.275	14.681	13.285
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	1	0	0	-	0	0	0	0	0	0
Capital de Trabajo	5.445	7.335	256	(3.129)	(5.279)	(1.835)	(1.479)	(1.013)	(3.996)	(1.438)
ROE	1,81%	2,83%	3,19%	5,94%	-0,22%	0,31%	1,87%	2,12%	2,97%	0,54%
Apalancamiento	5,20	4,36	3,09	3,94	3,57	3,35	3,32	3,23	3,52	3,65

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las proyecciones elaboradas por GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. parten de aquellas realizadas por la compañía, para analizar la capacidad de reacción ante situaciones adversas y la necesidad de financiamiento para sostener las actividades de operación y de inversión. En este sentido, las proyecciones de ingresos se realizan en base a la planificación, ejecución y terminación de los proyectos del Emisor durante el periodo de vigencia del Programa de Papel Comercial. Se contempla un comportamiento positivo en los ingresos de la compañía entre 2021 y 2023, que, sin embargo, se mantendrán por debajo de los niveles históricos alcanzados en periodos anteriores. La incertidumbre generalizada con respecto a la evolución de la pandemia podría paralizar nuevamente las actividades económicas en el país y retrasar el desarrollo y culminación de los proyectos durante el año en curso, aplazando así los ingresos a futuro. Se proyecta una participación del costo sobre los ingresos similar a la registrada hasta marzo de 2021. No obstante, la composición de los ingresos podría modificar la participación del costo sobre las ventas, considerando que ingresos por servicios distintos a la venta de villas tienen un costo más bajo. Los resultados de la compañía se proyectan positivos y crecientes durante el periodo de vigencia de la Emisión, lo que favorecerá a los flujos de la compañía y a la cobertura de la deuda.

De la misma manera, las proyecciones del Estado de Situación Financiera se basan en la evolución de las obras en curso y la planificación de nuevos proyectos a futuro. Se proyecta una disminución en las construcciones en proceso al cierre de 2021 y un comportamiento creciente a partir de 2022, considerando que los proyectos tienen una fecha estimada de finalización entre 2023 y 2025. Asimismo, se proyectan fluctuaciones en los inventarios de terrenos y en las inversiones de largo plazo, en proyectos y en terrenos, que responderán a la ejecución de los proyectos planificados. Es de conocimiento de GlobalRatings que la compañía tiene la intención de liquidar ciertos lotes de terrenos y edificios en el transcurso de 2022, lo que beneficiaría a la generación de flujo y a la posición de liquidez de la compañía a futuro. No obstante, se considera la adquisición de deuda bancaria de corto y largo plazo durante el periodo, así como la renovación de los créditos a mutuo registrados en el análisis histórico. Estos créditos podrían reemplazarse con emisiones en el Mercado de Valores, considerando el comportamiento histórico de la compañía. Se proyecta una deuda neta estable entre 2021 y 2023, con una ligera tendencia a la baja, y un servicio de la deuda decreciente durante el mismo periodo. No obstante, la razón de cobertura de la deuda proyectada sugiere que la compañía deberá incurrir constantemente en operaciones de renovación y reestructuración de deuda como herramientas para hacer frente a los vencimientos de corto plazo.

FACTORES ADICIONALES

La emergencia sanitaria que atraviesa el mundo ha hecho que el corto plazo sea altamente incierto dado que aún no se vislumbra un final y que las consecuencias económicas sean difíciles de proyectar. Pensar en el largo plazo es más complejo aun dado que el escenario económico post pandemia es casi imposible de predecir. En este contexto la compañía ha demostrado fortalezas en lo que respecta a la calidad de sus activos y de su administración, con estrategias claras y definidas.

FACTORES DE RIESGO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, 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 Monetaria y Financiera, 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 afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de las empresas, se verían afectados los flujos de la compañía. El riesgo se mitiga por un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas según cada uno de los clientes y acorde al producto comercializado. Actualmente, el riesgo de una cadena de impago es más elevado fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real.

No obstante, el Gobierno ha implementado una política tendiente a aminorar el efecto de la situación sanitaria actual en las empresas en la medida de lo posible, a través de facilidades crediticias emergentes, lo cual reduce el riesgo en el entorno.

- 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 la compañía 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 compañías privadas lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información. La compañía mitiga este riesgo ya que posee un manual de procedimientos para la administración de respaldos de información, que se realizan de manera periódica con el objetivo de facilitar la reconstrucción de la información en el proceso de recuperación de contingencias.
- Correlación entre la actividad del sector de la construcción y el ciclo económico, cuyas perspectivas de reactivación son todavía inciertas, lo que podría paralizar ciertos proyectos y tener un impacto sobre los ingresos de la compañía. Los planes de vacunación a nivel nacional deberían tender a reactivar las actividades económicas y dinamizar el sector de la construcción a partir del segundo semestre del año.
- Dependencia de la venta de inmuebles en el volumen de crédito hipotecario concedido por entidades públicas y privadas, que se contrajo durante el último año. El gobierno trabaja en el desarrollo de planes crediticios para incentivar la demanda del sector inmobiliario. Adicionalmente, la mejora en las condiciones económicas debería mejorar la liquidez circulante en la economía, que incide directamente sobre la demanda de actividades inmobiliarias.
- La propiedad, planta y equipo pueden verse afectados por catástrofes naturales, robos, incendios, entre otros, lo cual generaría pérdidas económicas a la compañía. Para mitigar este riesgo la compañía cuenta con pólizas de seguro contratadas sobre los activos, con una vigencia hasta enero de 2022.

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, 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 Monetaria y Financiera, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados los siguientes:

- Existe el riesgo de que las construcciones en proceso sufran daños, por diversas causas, naturales o humanas. La empresa mitiga el riesgo a través de construcciones antisísmicas y una permanente vigilancia y mantenimiento de las obras.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, 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 Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

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 por USD 9,22 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 34,68% del total de los activos que respaldan la emisión y el 20,08% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión de Obligaciones 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

TERCER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL					
Características	MONTO USD 3.000.000	PLAZO EMISIÓN Hasta 359 días	PLAZO PROGRAMA 720 días	PAGO DE CAPITAL Al vencimiento	PAGO DE INTERESES Cero cupón
Garantía	Garantía General del Emisor, conforme lo dispone el Artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero).				
Destino de los recursos	Los recursos obtenidos de la emisión de papel comercial serán destinados para financiar capital de operación, consistente en las obras del macroproyecto Ciudad Santiago y sustitución de pasivos.				
Valor nominal	USD 1,00				
Base de cálculos de intereses	Cero cupón				
Estructurador financiero	Plusbursátil Casa de Valores S.A.				
Agente colocador	Plusbursátil Casa de Valores S.A.				
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador				
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 una relación de pasivos con instituciones financieras sobre patrimonio, por debajo de 3,00 veces, en todo momento mientras esté vigente la Emisión.				

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.

El Informe de la Calificación de Riesgos Inicial del Tercer 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 PhD(c)
Gerente General