

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

TITULARIZACIÓN DE CARTERA HIPOTECARIA VOLARE

Analista Responsable

Ing. Lucía Franco

lfranco@summaratings.com

Fecha de Comité

27 de noviembre de 2018

Periodo de Evaluación

Al 30 de septiembre de 2018

Contenido

RESUMEN.....	2
ENTORNO ECONÓMICO.....	2
DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE VALORES.....	6
SITUACIÓN ACTUAL DEL FIDEICOMISO “VOLARE”	8
EVALUACIÓN DEL ORIGINADOR Y AGENTE DE MANEJO.....	14
COBERTURA DE LOS MECANISMOS DE GARANTÍA.....	20
CALIFICACIÓN	21
ANEXOS	22

RESUMEN

Instrumento	Calificación Asignada	Revisión	Calificación Anterior
Titularización de Cartera Hipotecaria VOLARE	AAA	Actualización	AAA

Categoría AAA: Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generarlos flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.

Tendencia de la Categoría: Sin Tendencia

La presente Actualización del Informe de Calificación de Riesgos correspondiente a la Titularización de Cartera Hipotecaria VOLARE; es una opinión sobre la capacidad del patrimonio autónomo de generar los flujos de fondos esperados para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública por un monto de hasta Siete millones quinientos mil dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 7,500,000.00) cuyo valor del Primer Tramo del proceso es de Cinco millones doscientos mil dólares de los Estados Unidos de América (US\$5,200,000.00), luego de evaluar la información entregada por la Fiduciaria, el Fideicomiso, El Agente de Manejo y el Originador.

Se le otorga la calificación de riesgo AAA sin tendencia a la Titularización de Cartera Hipotecaria VOLARE en sesión del comité de calificación.

Las calificaciones de riesgo emitidas por SUMMARATINGS representan la opinión profesional y no implican recomendaciones para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Las calificaciones de SUMMARATINGS se basan en la información actual proporcionada por el Emisor y/o Cliente. SUMMARATINGS no audita ni verifica la información recibida. SUMMARATINGS no garantiza la integridad y exactitud de la información proporcionada por el Emisor y/o Cliente en el que se basa la calificación por lo que no se hace responsable de los errores u omisiones o por los resultados obtenidos por el uso de dicha información.

La calificación de valores emitidos deberá revisarse semestralmente, mientras los valores no se hayan redimido. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en periodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

ENTORNO ECONÓMICO

FACTOR POLÍTICO E INSTITUCIONAL

Se muestran algunas señales de mayor compromiso en la transparencia del Estado. Luego de la consulta popular de febrero del 2018, se puso en marcha el Consejo de Participación Ciudadana y Control Social Transitorio (CPCCS-T). Esta institución emprendió un proceso de evaluación a varias autoridades de distintos rangos dentro del Estado ecuatoriano. El plazo de las funciones que cumple el CPCCS-T es de un año, tiempo en el que se esperaría el informe de los hallazgos y resultados de su actuación. También desde la llegada del Ministro de Economía Richard Martínez se publicaron los boletines de deuda pública considerando rubros que habían dejado de tomarse en cuenta debido a un decreto ejecutivo del 2016.

Entorno regulatorio para hacer negocios sigue siendo complicado. En el Índice Doing Business 2018 desarrollado por el Banco Mundial que evalúa datos de junio del 2016 a junio del 2017 muestra que Ecuador pasó del puesto 117 al 118 de 190 países. Entre las dos reformas que menciona el informe realizadas por Ecuador durante el periodo de evaluación, ambas representan cambios que dificultad aún más los negocios. La primera tiene que ver con el registro de propiedad, se menciona que el país hizo más oneroso este trámite al requerir un certificado de valuación para registrar una transferencia de propiedad, y la segunda con respecto a los impuestos solidarios que se aplicaron luego del terremoto de abril del 2016. Chile, Perú y Colombia ocupan las mejores posiciones dentro de la región, 55, 58 y 59 respectivamente.

FACTOR ECONÓMICO

La economía ecuatoriana presenta signos de desaceleración en el primer trimestre del 2018. La tasa interanual de crecimiento del PIB fue de 1.9%, que indica una desaceleración con respecto al crecimiento presentado en el mismo periodo del 2017 (2.7%).

A finales de julio del 2018, el Banco Central del Ecuador (BCE) ajustó la tasa de crecimiento del 2017 de 3% a 2.4%, situación que generó dudas con respecto a la forma que se están llevando las cuentas nacionales dada la fuerte corrección a la baja. Para el año en curso, el Banco Mundial en su proyección a junio del 2018 espera para Ecuador un crecimiento del 2.2%, mientras que el Fondo Monetario Internacional en julio del 2018 proyectaba un crecimiento del 2.5%. La CEPAL es un poco más pesimista y solo espera un crecimiento del 1.5% en su proyección de agosto y el BCE aún no actualiza sus previsiones para el 2018.

Las perspectivas económicas indicarían que el lento crecimiento se mantendrá durante al menos dos años, dada la incertidumbre ante la situación fiscal del país. Ecuador debe reconfigurar su estrategia de crecimiento con bases más sólidas, cuyo objetivo debería ser la reducción de la dependencia del accionar estatal.

El Gobierno ecuatoriano busca aumentar los ingresos del fisco. Como parte del plan para la estabilización fiscal, el Gobierno ha emprendido algunas medidas que buscarán aumentar los ingresos fiscales. Es así que en la reciente Ley Orgánica de Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo y Estabilidad se planteó una nueva remisión tributaria para las empresas que tenga deudas pendientes con el SRI, GADs, IESS y otras instituciones estatales. Se espera recaudar producto de la remisión \$600 millones adicionales en lo que resta del 2018, \$115 millones en el 2019 y \$57 millones en el 2020.

Además, en mayo del 2018 el Gobierno logró renegociar contratos petroleros con empresas de China y Tailandia. Otras medidas en cambio buscan reducir el gasto público, se aumentó el precio de la gasolina súper esperando reducir el gasto del subsidio a los combustibles y se ha iniciado una reestructuración de las instituciones públicas entre fusiones y eliminación de ministerios.

FACTOR FISCAL Y DE ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

El principal desafío para los próximos años es la reducción del déficit fiscal. Entre 2013 y 2016, el país fue acumulando déficits fiscales crecientes de más del 4% del PIB, lo que causó un deterioro de las finanzas públicas y motivó a un mayor endeudamiento. Al cierre del 2017, el déficit del Sector Público No Financiero (SPNF) se ubicó en -4.46%, que representa una reducción de -2.86 puntos porcentuales con respecto al déficit observado en el 2016. Esta reducción del déficit está apalancada por mayores ingresos petroleros recibidos en el 2017 y un menor gasto de capital.

En la nueva Ley de Fomento Productivo aprobada se incorporaron reglas macrofiscales para corregir el desequilibrio en las finanzas públicas. En ese sentido, se esperaba una mejora en el déficit fiscal antes del pago de amortización de los bonos 2020.

Se complica el financiamiento externo con emisiones de bonos. Desde el regreso al mercado de capitales en el 2014, Ecuador ha emitido la suma de 14,750 millones de dólares, a un plazo entre 5 y 10 años, y a una tasa de colocación entre 7.87% y 10.75%.

A inicios del 2018 el Gobierno logró colocar bonos por 3,000 millones de dólares. Pero dado el poco atractivo que están generando los bonos de los mercados emergentes y ante un riesgo país creciente y volátil (en el mes de agosto el riesgo país de Ecuador aumentó 100 puntos) se dificultaría el financiamiento por bonos en lo que resta del año. En este escenario los acercamientos con el Fondo Monetario Internacional (FMI) toman mayor relevancia de no existir más opciones externas. La deuda pública total a Julio del 2018 llega al 46.5% del PIB.

FACTOR MONETARIO Y FINANCIERO

La oferta monetaria (M1) se desacelera y la liquidez total (M2) se mantiene en Julio del 2018. M1 registra una caída de -0.31% y la M2 se redujo -0.18% con respecto al mes anterior (variación mensual). De forma interanual, la M1 pasó de 5.40% en junio a 5.13% en julio y la M2 se mantuvo en 8% en el mismo periodo mencionado.

Además de esto, el Sistema Financiero Nacional (bancos públicos, privados y cooperativas) que es el administrador del extinto programa de dinero electrónico del BCE estaría por lanzar la nueva billetera móvil denominado Bimo. Este producto serviría inicialmente para realizar transferencias de montos pequeños entre personas.

Reservas internacionales en Julio del 2018 se redujeron en 1,132.4 millones de dólares en relación al mismo periodo del 2017. La posición neta en divisas pasó de 3,083.2 millones a 2,309.6 millones presentando una reducción de 773.6 millones, mientras que la reservas de oro cayeron 350.2 millones entre julio del 2017 y julio del 2018. El total de las reservas a Julio del 2018 es de 3,128.5 millones.

FACTOR EXTERNO

En el primer semestre del 2018 la balanza comercial tiene un superávit de 150 millones. Comparado con el resultado presentado en el primer semestre del 2017 (612 millones) hay una reducción del saldo de la balanza comercial de -75.5%. Las exportaciones totales aumentaron un 13.31%, de lo cual las exportaciones petroleras aumentaron 30.22% y las no petroleras 4.25%. Por su partes las importaciones totales variaron de forma positiva un 19.5%, de lo cual las importaciones petroleras aumentaron 37.34% y las no petroleras 15.84%. Se espera que al final del año el saldo de la balanza comercial registre un pequeño superávit debido a mayores exportaciones en relación al año anterior y un aumento de las importaciones más ralentizadas dada la debilidad del consumo.

La cuenta de capitales y financiera está generando desequilibrios en la balanza de pagos. Mientras que la cuenta corriente presentó un moderado déficit (348 millones de dólares) al final del 2017, la cuenta de capitales y financiera no está siendo el soporte para equilibrar la balanza de pagos, ya que presentó un considerable resultado deficitario de 1,497 millones de dólares. Ecuador está pagando un alto servicio de deuda pública que ocasiona que salgan importantes sumas de dinero de la economía, además que el país no ha logrado mejorar su captación de Inversión Extranjera Directa (se encuentra alrededor del 1% del PIB).

Al primer trimestre del 2018, la cuenta corriente presenta un superávit de 107 millones, impulsada por un mejor desempeño de las exportaciones en dicho trimestre. La cuenta de capitales y financiera también presenta superávit de 2,361 millones, debido al financiamiento conseguido en el primer trimestre. Se espera que al final del año la cuenta corriente muestre un equilibrio en su resultado.

Tabla 1. Indicadores de Entorno Económico Histórico

	2014	2015	2016	2017	2018	Fecha de Corte 2018
INDICADORES POLÍTICO-INSTITUCIONALES						
Índice de Competitividad Global	n/a	76 / 140	91 / 138	97/137		sin datos
Doing Business	135 / 189	115/189	117/189	118/190		sin datos
Índice de Percepción de Corrupción	110 / 174	107 / 167	120 / 176	117/180		sin datos
Índice de Democracia	79 / 167	83 / 167	82 / 167	76 / 167		sin datos
INDICADORES ECONÓMICOS Y SOCIALES						
PIB nominal (millones \$)	101,726	99,290	99,938	104,296	26,471	2018-I
PIB real (millones \$)	70,105	70,175	69,314	70,956	17,895	2018-I
PIB real per cápita (\$)	4,374	4,311	4,194	4,229		sin datos
Crecimiento PIB real (%)	3.8	0.1	-1.2	2.4	1.9	2018-I
Inflación anual (%)	3.7	3.4	1.1	-0.2	-0.57	Ago-18
Empleo pleno o adecuado (%)	49.3	46.5	41.2	42.3	38.9	jun-18
Subempleo (%)	12.9	14.0	19.9	19.8	19.4	jun-18
Otro empleo no pleno (%)	26.8	26.4	25.1	24.1	26.5	jun-18

(Cont.)

	2014	2015	2016	2017	2018	Fecha de Corte 2018
Empleo no remunerado (%)	7.1	7.7	8.4	9.0	10.5	jun-18
Desempleo (%)	3.8	4.8	5.2	4.6	4.1	jun-18
Pobreza por ingreso (%)	22.5	23.3	22.9	21.5	24.5	jun-18
Índice Gini	0.467	0.476	0.466	0.459	0.472	jun-18
Salario básico unificado (\$)	340	354	366	375	386	2018
INDICADORES FISCALES						
Déficit (Superávit) del SPNF / PIB (%)	-5.2	-6.0	-7.3	-4.5	2.8	2018-I
Ingresos SPNF/PIB (%)	38.4	33.6	30.3	32.0	33.9	2018-I
Gastos SPNF/PIB (%)	43.6	39.5	37.7	36.5	31.2	2018-I
Servicio de la deuda / PIB (%)	4.9	7.4	8.1	9.1	6.8	2018-I
Deuda pública interna / PIB (%)	12.3	12.6	12.5	14.2	13.4	Ago-18
Deuda pública externa / PIB (%)	17.3	20.4	25.7	30.4	33.1	Ago-18
Deuda pública / Ingresos SPNF (%)	77.2	97.6	125.8	142.1		sin datos
Intereses SPNF / Ingresos SPNF (%)	2.6	4.1	5.1	6.7	6.4	2018-I
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS						
Oferta Monetaria M1 (millones \$)	18,695	19,042	22,635	24,531	24,057	jun-18
Liquidez Total M2 (millones \$)	40,104	39,651	46,188	50,791	51,390	jun-18
Tasa de interés activa (%)	8.20	9.10	8.10	7.83	7.63	ago-18
Tasa de interés pasiva (%)	5.20	5.10	5.10	4.95	5.25	ago-18
Depósitos a la vista (millones \$)	11,263	8,654	11,405	12,019	12,238	jun-18
Crédito al sector privado (millones \$)	29,157	28,169	29,910	34,805	37,190	jun-18
Reserva Monetaria Internacional (millones \$)	3,949	2,496	4,259	2,451	3,128	Ago-18
INDICADORES EXTERNOS						
Balanza comercial / PIB (%)	-0.7	-2.1	1.2	0.1	0.9	2018-I
Importaciones FOB / PIB (%)	26.0	20.6	15.56	18.3	18.9	2018-I
Exportaciones FOB / PIB (%)	25.3	18.5	16.8	18.3	19.8	2018-I
Cuenta corriente / PIB (%)	-0.5	-2.2	1.3	-0.3	0.4	2018-I
Cuenta de capital y financiera / PIB (%)	0.3	0.7	-0.01	-1.4	8.9	2018-I
Inversión Extranjera Directa / PIB (%)	0.8	1.3	0.8	0.6	0.8	2018-I
Riesgo País	833	1266	636	459	684	ago-18

Fuentes: World Economic Forum, B.M., Transparency International, The Economist Intelligence Unit, Ámbito, INEC, BCE.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Calificación de la Información

Para el análisis de la actualización de la calificación de riesgos se solicitó la siguiente información:

- ✓ Escritura de Constitución del Fideicomiso Mercantil de Cartera Hipotecaria "Volare".
- ✓ Reglamento de Gestión.
- ✓ Certificado de Inscripción en el Registro del Mercado de Valores.
- ✓ Informe de Estructuración Financiera.
- ✓ Estados Financieros Auditados del Originador de los años 2014, 2015, 2016 y 2017.
- ✓ Estados Financieros del Originador con corte Interno a septiembre 2017 y 2018.
- ✓ Activo libre de gravamen de originador – septiembre 2018.
- ✓ Estados Financieros Auditados de ADMUNIFONDOS S.A. de los años 2014, 2015, 2016 y 2017.
- ✓ Estados Financieros de ADMUNIFONDOS S.A. con corte septiembre 2018.
- ✓ Organigrama de ADMUNIFONDOS S.A.
- ✓ Detalle de patrimonios administrados por la fiduciaria a septiembre 2018.
- ✓ Estados Financieros Auditados del Fideicomiso de los años 2014, 2015, 2016 y 2017.
- ✓ Estados Financieros del Fideicomiso con corte Interno a septiembre 2018.
- ✓ Informe de Rendición de Cuentas de mayo – octubre 2018.
- ✓ Reporte del cumplimiento de la instrucción fiduciaria desde mayo – octubre 2018.
- ✓ Informe de Cobranzas Titularización Mercantil Volare septiembre 2018.

- ✓ Copia de la póliza de seguro, Latina Seguros y Reaseguros C.A. septiembre, #1405 anexo 020.
- ✓ Copia de la póliza de seguro, AIG Metropolitana a septiembre, #7006 anexo 948.
- ✓ Cálculo de los índices de siniestralidad a septiembre 2018.
- ✓ Informe de Rendición de Cuentas Fideicomiso de Garantía – MMGTRUST Ecuador S.A. a abril de 2018.
- ✓ Hechos relevantes suscitados al fideicomiso de mayo - octubre 2018.

La Calificación otorgada está basada en la información proporcionada por el Agente de Manejo y el Originador para tal efecto, siendo la Administradora de Fondos ADMUNIFONDOS S.A. (Administradora Municipal de Fondos y Fideicomisos ADMUNIFONDOS S.A.) responsable de la documentación proporcionada a la Calificadora que deben cumplir con los requisitos exigidos por la normativa legal y ser idéntica a la presentada ante el organismo de control.

Antecedentes del Proceso de Titularización

- Con fecha 11 de abril de 2007 se constituyó el Fideicomiso Mercantil de Cartera Hipotecaria “VOLARE”, celebrada entre la empresa Furoiani Obras y Proyectos S.A. en su calidad de Constituyente u Originador y en calidad de fiador solidario; y la compañía Administradora de Fondos ADMUNIFONDOS S.A. que será la Fiduciaria o el Agente de Manejo.
- Mediante Resolución No. 07.G.IMV.0003496 se aprobó el proceso de titularización el 30 de mayo del 2007 por la Intendencia de Mercado de Valores, el Fideicomiso Mercantil fue inscrito bajo el No. 2007-2-13-00555 el 4 de junio del 2007.
- El Originador tiene interés de transferir al Fideicomiso, los pagarés y las hipotecas correspondientes a unidades habitacionales ubicadas en el proyecto urbanístico “Volare”, con el fin de que sean destinados al cumplimiento del objeto estipulado en este instrumento, el cual es iniciar un proceso de Emisión de Valores o Titularización sobre la cartera aportada, con el propósito de obtener liquidez para concluir con la edificación de las mencionadas unidades habitacionales y continuar con el giro ordinario de sus negocios.
- El Fideicomiso consiste en un patrimonio autónomo dotado de personalidad jurídica, separado e independiente de aquel o aquellos del Originador, de la Fiduciaria, de los Beneficiarios o de terceros en general, así como de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios manejados por la Fiduciaria. El Fideicomiso y sus activos en general no pueden ser objeto de medidas cautelares ni providencias preventivas dictadas por jueces o tribunales, ni ser afectados por embargos, ni secuestros dictados en razón de deudas u obligaciones del Originador, de la Fiduciaria, de los Beneficiarios o de terceros en general, y estará destinado único y exclusivamente al cumplimiento del objeto del Fideicomiso y condiciones señaladas en el Contrato de Constitución del Fideicomiso.

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE VALORES

Tabla 2. Descripción de la Titularización

Titularización de Cartera Hipotecaria VOLARE	
Monto Aprobado de la Emisión	Hasta US\$ 7,500,000.00
Resolución de Aprobación	07.G.IMV.0003496
Monto del Primer Tramo	US\$ 5,200,000.00 distribuido en las siguientes series Serie A: 28 Trimestres Serie B: 40 Trimestres Serie C: 60 Trimestres
Tasa de Interés	Serie A: TPR + 2.5% reajutable Serie B: TPR + 3.00% reajutable Serie C: TPR + 3.50% reajutable
Monto Colocado del Primer Tramo	US\$ 2,930,000
Saldo del Primer Tramo	US\$ 427,127.61

(Cont.)

Titularización de Cartera Hipotecaria VOLARE	
Garantías	1. Fondo de Contingencia, 2. Exceso de Flujo de Fondos 3. Sustitución de Activos, 4. Fianza Solidaria del Originador 5. Pólizas de Seguro 6. Póliza de Fiel Cumplimiento 7. Fideicomiso de Garantía 8. Hipoteca
Vencimiento	Abril 2022

Fuente: Administradora Municipal de Fondos y Fideicomisos ADMUNIFONDOS S.A.
 Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

La tasa de interés se reajustará anualmente respecto a la fecha de emisión de cada Serie. El reajuste se efectuará sobre la base de la Tasa Pasiva Referencial (TPR) al momento del reajuste más el factor indicado para cada Serie, conforme lo señalado en la tabla, no siendo mayor el reajuste anual que se reconocerá al 0.50%. En ningún período la Tasa de Interés a reconocerse será superior al 11%.

La Tasa Pasiva Referencial (TPR) será la publicada semanalmente por el Banco Central del Ecuador.

En abril de 2018, con información del BCE se obtuvo el valor de la TPR y se realizó el reajuste de tasa a los títulos para el periodo 2018 - 2019 conforme al siguiente cuadro:

Tabla 3. Tasa de Interés

Serie	Plazos (Trimestres)	Monto Colocado	Fecha de Vencimiento	Reajuste Anual	Tasa
A	28	US\$ 630,000	13-may-2014	TPR+2.5%	Liquidado
B	40	US\$ 1,100,000	27-abr-2017	TPR+3.0%	Liquidado
C	60	US\$ 1,200,000	01-abr-2022	TPR+3.5%	8.50%
TOTAL		US\$ 2,930,000			

Fuente: Administradora Municipal de Fondos y Fideicomisos ADMUNIFONDOS S.A.
 Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Al 31 de octubre de 2018, los estados financieros del Fideicomiso muestran que el saldo pendiente de capital por pagar a Inversionistas es de US\$ 414,301.67, que difiere del valor indicado en el saldo insoluto del informe de gestión en US\$ 12,825.94 debido a los ajustes de NIFF 39 aplicada en dichas obligaciones.

Motivación y Finalidad de la Titularización

El proceso de titularización que el Originador implementa a través del presente Fideicomiso tiene por objetivo que:

- El Fideicomiso "VOLARE" reciba paulatinamente cartera hipotecaria, de las características señaladas en este Fideicomiso y en los correspondientes Reglamentos de Gestión por hasta el monto máximo de la emisión.
- El Agente de Manejo proceda a titularizar, en uno o varios tramos de emisión, la cartera transferida por el Originador, con la finalidad de que los Valores emitidos sean colocados en el mercado bursátil.
- Como consecuencia de la colocación de los Valores, el Originador será el Beneficiario del producto neto de la colocación de los Valores emitidos, conforme consta de los términos y condiciones de este instrumento, y en especial del numeral 7.12) de la cláusula séptima del Fideicomiso. Con tales recursos el Originador logrará obtener una fuente alterna de financiamiento para la ampliación de las operaciones propias de su giro ordinario y terminar la edificación de las unidades habitacionales en el plazo estipulado en las respectivas promesas de compraventa.
- Los Inversionistas serán los beneficiarios de los derechos crediticios relacionados a los valores emitidos.

El fideicomiso tiene por finalidad implementar un proceso de Titularización basado en la Cartera transferida y aportada por el Originador al Fideicomiso, estando tal cartera destinada exclusivamente al cumplimiento del objeto del presente Fideicomiso y de esta Titularización. En tal virtud, la Fiduciaria, como representante legal del Fideicomiso realizará las instrucciones descritas en el Fideicomiso.

Bienes Fideicomitados y a Fideicomitir

Bienes Fideicomitados

El Originador se compromete a transferir al Fideicomiso, sin responsabilidad, y sin reserva ni limitación alguna, la cartera generada a su favor en base a los contratos de Promesas de Compraventa de unidades habitacionales, y, con ello, el derecho a percibir los Flujos generados por dicha cartera, la cual ha sido valorada por una empresa de Auditoría Externa, debidamente inscrita en la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, la cual verificará que dicha cartera reúne las siguientes características principales:

- a) Pagarés contratados en dólares de los Estados Unidos de América
- b) Los pagarés podrán ser contratados con tasas fijas o reajustables, no siendo inferior al equivalente al 10% al momento de su aporte al Fideicomiso.
- c) Cada pagaré estará garantizado por el Fideicomiso de Garantía que tiene el dominio temporal de los inmuebles, hasta el final de la titularización, cuya negociación originó los pagarés.
- d) Los pagarés corresponden a deudores seleccionados con Calificación en la Central de Riesgos no inferior a "A" al momento de aportarse al Fideicomiso de Titularización, aunque podrán presentar los justificativos correspondientes que certifiquen la solución de la causa que origina una Calificación de Riesgo inferior.
- e) En caso de que los pagarés correspondan a deudores que estén radicados en el extranjero, se observarán las siguientes condiciones principales, pero no únicas:
 - i. Situación legal y laboral en regla por al menos los últimos 12 meses
 - ii. Estabilidad de ingresos por al menos los últimos 24 meses
 - iii. El apoderado en ecuador deberá ser una persona mayor de 25 años y menor de 50 años, en pleno uso de sus facultades físicas y mentales.

Al 31 de octubre de 2018, el saldo de cartera por cobrar aportada al fideicomiso ascendía a US\$ 427,127.61.

SITUACIÓN ACTUAL DEL FIDEICOMISO "VOLARE"

Información y Rendición de cuentas

La Información y rendición de cuentas a los Inversionistas y al Constituyente de acuerdo a lo estipulado en la cláusula novena del fideicomiso será:

- **Semestralmente:** Información y rendición de cuentas relativas al cumplimiento en el pago de los dividendos de capital e intereses sobre los Valores emitidos, así como la indicación del saldo insoluto de dichos Valores, en la forma prevista en el Prospecto de Oferta Pública.
- **Anualmente:** el Agente de Manejo pondrá a disposición de los inversionistas y del constituyente una copia de los estados financieros auditados del Fideicomiso y una copia de la calificación de riesgo actualizada, de acuerdo a las normas de carácter general dictadas por el Consejo Nacional de Valores.

La Calificadora de Riesgo para el presente informe recibió el último Informe Semestral de Gestión Fiduciaria Preparado por el Agente de Manejo Administradora de Fondos ADMUNIFONDOS S.A del periodo comprendido de mayo de octubre de 2018.

De acuerdo con información con el último informe semestral de rendición de cuentas del fideicomiso "VOLARE" en el periodo mayo – octubre de 2018, las recaudaciones de la cartera fideicomitida fueron como se describen el siguiente cuadro:

Tabla 4. Recaudación de cartera fideicomitida

Mes	Cobrado
may-18	\$ 10,144.26
jun-18	\$ 9,710.98
jul-18	\$ 8,127.37
ago-18	\$ 7,602.49
sep-18	\$ 9,613.15
oct-18	\$ 8,177.26

Fuente: Administradora Municipal de Fondos y Fideicomisos ADMUNIFONDOS S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Mecanismos de Garantía

La presente titularización contempla 8 mecanismos de garantía, los cuales se describen a continuación y se presenta también el estado de los mismos hasta la fecha del último informe de rendición de cuentas.

1.- Fondo de Contingencia: Son los recursos aportados por el Originador para cubrir la morosidad de los Deudores Seleccionados. La forma de constitución será mediante una retención de los fondos recaudados por la colocación de los valores. El Fondo estará en una cuenta contable independiente y ganará un rendimiento de las inversiones de corto plazo del Fideicomiso. Al fin del trimestre, si el saldo de efectivo disponible del Fideicomiso resultare insuficiente, el Fondo de Contingencia será debitado hasta cubrir el desfase en el pago de los valores emitidos.

Al recaudarse la cartera vencida y/o las cuotas del mes siguiente, el valor que fue debitado se restituye al Fondo de Contingencia. Los intereses de mora y demás costos que sean recaudados y que el Deudor Seleccionado hubiera aceptado pagar al momento de suscribir el pagaré respectivo alimentan el Exceso de Flujos de Fondos. Las comisiones y gastos de cobranza que se recauden servirán para cubrir los costos en que incurra el Agente de Manejo para la recuperación de la cartera vencida. El fondo de Contingencia del 1er Tramo de Emisión fue de hasta US\$ 400,000. Este monto se sumará al de la Fianza Solidaria del Originador y ambos rubros se los calculará como porcentaje del saldo de la cartera fideicomitida (capital e intereses). En base a la Calificación de Riesgo definitiva, se ha calculado que la suma de ambos es del 6% de la cartera fideicomitida (capital e intereses) distribuido así: 4% en liquidez y 2% en la Fianza Solidaria.

A partir de ese momento, semestralmente se hará una revisión del saldo acumulado de liquidez en el Fideicomiso de manera que cualquier excedente sobre el 6% respecto del saldo de la cartera fideicomitida (o el porcentaje que resultare), se devolverá al Originador después de haber realizado las provisiones necesarias de los Pasivos con terceros distintos de los Inversionistas del período siguiente.

De acuerdo al Reporte de Cobranzas de la Administradora de Fondos con corte al 30 de septiembre de 2018 proporcionado por ADMUNIFONDOS, la proporción de cartera vencida creció respecto a la última actualización, esta vez ubicándose en 64.12%.

El Fondo de Contingencia ascendió a US \$223,321.24 al 30 de septiembre de 2018, y provee una cobertura sobre el índice de siniestralidad, la cual no se encuentra en una cuenta contable independiente, sino que se encuentra en patrimonio de los negocios fiduciarios.

2.- Exceso de Flujos de Fondos: Originado por el diferencial de tasas, entre el rendimiento que genere la Cartera Titularizada y el rendimiento que pagarán los Valores Emitidos.

El exceso de Flujos de Fondos tiene dos fines principales:

- Sirve para cubrir los gastos y costos de mantenimiento, operación, recaudación, publicación, control y demás actividades propias del Fideicomiso que aseguren su normal desempeño, y el pago de los Títulos Valores emitidos.
- Servirá de respaldo adicional al Fondo de Contingencia en caso de que existieran deficiencias coyunturales en la capacidad de cobranza (riesgo de morosidad)

El exceso de Flujo de Fondos se alimentará además de todos los otros ingresos distintos de la cobranza ordinaria de la Cartera Titularizada, generados en la gestión y administración ordinaria del Fideicomiso.

El Exceso de Flujo se unificará con el Fondo de Contingencia para determinar los montos a devolver semestralmente al Originador.

Los estados financieros del Fideicomiso detallan que la cuenta bancos tiene un saldo de US\$ 6,852.56, las inversiones mantenidas hasta el vencimiento ascendieron a US\$ 429,679.58, esto sin que se identifique claramente en notas contables cuales son los rubros correspondientes a excesos de flujos.

Con información proporcionada por la Administradora de Fondos al 30 de septiembre de 2018. En un escenario probable el flujo esperado por diferencial de tasas (flujos totales esperados – pagos totales de emisión de valores) fue de (US\$ 108,984).

Adicionalmente, con un índice de siniestralidad de 15.24% y flujos descontados totales por US\$ 533,891 se estima que la cobertura necesaria sería de US\$ 112,051. Es importante mencionar que si bien es cierto existe un diferencial de (US\$ 108,984), tomando en cuenta el exceso de liquidez generado por la gestión administrativa del fideicomiso por US\$ 12,808, y los valores por concepto de pólizas de seguro y fideicomiso de garantía que ascienden a US\$ 1,107,341.43 y US\$ 461,885.72 respectivamente, se calcula una cobertura de US\$ 1,473,051.

3.- Sustitución de Cartera: Semestralmente se hará una revisión del comportamiento individual de pago de los Deudores Seleccionados, y a criterio del Agente de Manejo, éste podrá solicitar al Originador, la sustitución de Cartera Individual por una de igual calidad y plazo igual o similar al de la Cartera eliminada, de manera que no se afecten los Flujos mensuales futuros de recaudación.

El procedimiento para la sustitución de cartera será el siguiente:

- Solicitud de sustitución de Cartera del Agente de Manejo al Originador
- El Originador endosará sin responsabilidad el nuevo pagaré al Fideicomiso de Titularización
- El Agente de Manejo remitirá el nuevo pagaré a DECEVALE
- El Agente de Manejo solicitará por escrito al DECEVALE la devolución del pagaré que será sustituido.
- El Agente de Manejo en representación del Fideicomiso de Titularización endosará “sin responsabilidad” el pagaré sustituido al originador.
- El Agente de Manejo y el Originador suscribirán un acta que contendrá el motivo (fundamento) de la sustitución de la cartera.
- El mismo procedimiento se observará en el caso de que el Originador solicite la restitución de la cartera equivalente a los títulos no vendidos.

Según la información proporcionada por el Agente manejo no se informa que se hayan realizado sustituciones de cartera. Adicionalmente, en el periodo comprendido entre mayo y octubre 2018 del total de 75 pagarés se solicitó la liberación de 54 por haber cancelado la deuda en su totalidad, es decir que la cartera titularizada vigente es de 21 pagarés que conforman al Fideicomiso.

De los pagarés mencionados, 13 poseen valores vencidos por un valor total de US\$ 17,179.12 que representa el 3.96% sobre la cartera total.

Como se mencionó anteriormente el número de clientes en mora fue de 13, de los cuáles 4 tenían tres o más cuotas vencidas, y además existe 1 caso de pagaré vencido por la culminación del plazo de la deuda. A pesar de esto, el informe no reporta que se hayan realizado sustituciones de cartera y hasta el momento los otros mecanismos de garantía han sido suficientes.

4.- Fianza Solidaria del Originador: La Compañía Furoiani Obras y Proyectos S.A. a través de su representante legal, declaró que se constituye, solidariamente en fiadora de las obligaciones de los deudores seleccionados hasta por el monto de US\$ 200,000 (equivalente al 2% de la Cartera fideicomitida – capital e intereses) para el primer Tramo de Emisión que genere este Fideicomiso.

En consecuencia, renuncia a los beneficios de excusión u orden de manera que en caso de que los Mecanismos de Garantía anotados anteriormente resulten insuficientes en algún momento para cubrir cualesquiera de los Pasivos del Fideicomiso, Furoiani obras y Proyectos S.A. pagará en el plazo de tres días la cantidad o cantidades requeridas por el Agente de Manejo que no podrán superar el monto máximo de la Fianza Solidaria establecida para cada tramo.

Hasta la fecha del presente informe, no se ha activado este mecanismo.

5.- Pólizas de Seguros: El Fideicomiso contratará a su cargo y costo los siguientes seguros por el saldo del capital adeudado:

- Seguros contra incendios y líneas aleadas incluyendo eventos catastróficos para las Unidades Habitacionales, una vez edificadas.
- Seguros de muerte e invalidez total para los Deudores Seleccionados.

En cumplimiento de lo estipulado en el contrato el Fideicomiso se contrató las pólizas de seguros requeridas:

- AIG MEROPOLITANA CÍA. De Seguros y Reaseguros S.A. por el monto de US\$ 752,586.60 en las coberturas eventos catastróficos para las unidades habitacionales, vigente hasta el 30 de septiembre de 2018.**
- Latina Compañía de Seguros C.A. por un monto de US\$ 354,754.83 y por un total de 20 asegurados por la cobertura de vida en grupo, vigente hasta el 30 de septiembre de 2018.**

Tabla 5. Cálculo de cobertura en exceso de pólizas de seguro

Cobertura en exceso Pólizas de seguro	
Índice de siniestralidad	15.24%
Cobertura necesaria = Flujos descontados x 1.5 veces x índice siniestralidad	\$ 112,051
Pólizas de Seguros Desgravamen y todo riesgo	\$ 1,107,341
Total de cobertura en exceso (Pólizas de seguros)	998.25%

Fuente: Administradora Municipal de Fondos y Fideicomisos ADMUNIFONDOS S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

6.- Pólizas de Fiel Cumplimiento: Incondicional. Irrevocable y de cobro inmediato otorgada por una compañía de seguros domiciliada en el Ecuador, habilitada para operar dentro del país por la Superintendencia de Bancos del Ecuador, y que no se encuentre en el registro de contratistas incumplidos y adjudicatarios fallidos de la Contraloría General del Estado. Es el documento en el que constarán los términos del seguro que el Originador suscribe para garantizar que las unidades habitacionales materia de las promesas de venta, las constituirá dentro de las especificaciones técnicas y dentro del plazo acordado en dichos instrumentos.

Las pólizas de fiel cumplimiento tendrán como beneficiario al Fideicomiso de Garantía. En caso de ejecución de las pólizas, el Fideicomiso VOLARE por indicaciones de su Comité de Vigilancia, instruirá al Fideicomiso de Garantía que este dinero le sea transferido para que cumpla con sus fines previstos en el presente fideicomiso le instruirá al Fideicomiso que contrate a un constructor diferente para que edifique la respectiva unidad habitacional en condiciones idénticas a las estipuladas en las promesas de compraventa respectivas; cualquier costo incremental no previsto en la construcción

será asumido por el Fideicomiso de Titularización y será reembolsado del Originador. Las primas y costos generados por cada una de las pólizas de fiel cumplimiento serán asumidas por el originador exclusivamente, y de no renovar las pólizas por lo menos 5 días antes de su vencimiento, el beneficiario las hará efectivas. Cada una de las pólizas será devuelta al Originador a la firma del acta entrega recepción de cada una de las unidades habitacionales.

Las 75 pólizas de fiel cumplimiento fueron devueltas, debido a la culminación de la construcción de cada unidad habitacional según las especificaciones técnicas y dentro del plazo establecido.

7.- Fideicomiso en Garantía: El Fideicomiso Garantía de Titularización VOLARE es administrado por MMG Trust Ecuador S.A., se constituyó inicialmente por los terrenos en los que serán edificadas las Unidades Habitacionales, cuya cartera es aportada por el Originador al Fideicomiso de Titularización. El Originador presentará pólizas de Fiel Cumplimiento, otorgadas por una compañía de seguros domiciliada en el Ecuador, donde constará el Fideicomiso de Garantías como Beneficiario por el valor de construcción de cada una de las Unidades Habitacionales.

Las Unidades Habitacionales, una vez edificadas, incrementarán el patrimonio del fideicomiso de garantía, según lo establecido en el Art. 117 de la Ley de Mercado de Valores. En el Acta de entrega-recepción de cada una de las Unidades Habitacionales comparecerá el representante legal del Fideicomiso de Garantía o su delegado debidamente autorizado y un fiscalizador designado por el "Fideicomiso Mercantil de Titularización de Cartera Hipotecaria VOLARE", beneficiario acreedor del Fideicomiso de Garantía, quién verificará si cada Unidad Habitacional cumple con las especificaciones técnicas estipuladas. Posteriormente el Fideicomiso de Garantía devolverá la respectiva Póliza de Fiel Cumplimiento al Constructor.

Una vez edificada la respectiva vivienda, y si el deudor seleccionado incumple con solucionar sus obligaciones económicas se observará el procedimiento convencional de enajenación previsto en el Fideicomiso de Garantía.

De acuerdo al último informe del fideicomiso, con corte a abril del 2018, la valoración de los bienes Fideicomitados ascendía a US\$ 1,010,312.77, la Fiduciaria deja constancia de no haber recibido los avalúos correspondientes a los años 2012, 2013, 2014 de los bienes Fideicomitados.

8.- Hipotecas: Se constituirá una hipoteca sobre cada uno de los inmuebles donde se edificarán las unidades habitacionales, otorgada a favor del Fideicomiso Mercantil de Titularización de Cartera Hipotecaria VOLARE, por parte del Fideicomiso de Garantías.

Hasta la realización del informe, la Fiduciaria no ha indicado novedades en este mecanismo.

Política de Inversión

La Políticas de Inversiones del Agente de Manejo, que consta en el Reglamento de Gestión del Fideicomiso, determina que se revisará periódicamente a fin de incorporar los cambios del mercado, y que se reflejen en el portafolio de inversiones que contengan la liquidez temporal del Fideicomiso. La liquidez temporal existente en el Fideicomiso, es decir, aquella que exista entre la fecha de cobro de la Cartera fideicomitada y la fecha de pago de los Pasivos con Inversionistas y los Pasivos con Terceros Distintos de Inversionistas, podrá ser mantenida en:

- I. Cuentas e Instrumentos de inversión de instituciones financieras, nacionales o extranjeras, de reconocida solvencia, con calificación de riesgo no inferior a "AA" sea en el estándar nacional o de "A" en el estándar internacional.
- II. Inversiones en cartera hipotecaria con vencimiento de corto plazo (inferiores a un año) cuyos suscriptores tengan una Calificación de "A" en la Central de Riesgos al momento de la inversión por parte del fideicomiso.
- III. Obligaciones y Titularizaciones (valores de renta fija y contenido crediticio) de emisores privados y generados mediante Oferta Pública, con calificación de riesgo no inferior a "AA" y con garantías específicas, o de ser el caso, en Papel Comercial de emisores privados con calificación de riesgo no inferior a "AA". En estos casos, el Fideicomiso no será un comprador

en oferta primaria, a fin de asegurar que existe liquidez bursátil del valor en el que se va a invertir ni tampoco será fijador de precios.

En cualquiera de los casos anteriores, el plazo durante el cual el Fideicomiso podrá mantener esas inversiones no será superior a un año y siempre que no afecte los compromisos de pagos programados de corto plazo, y de acuerdo a los siguientes principios generales:

- a) El Fideicomiso mantendrá un portafolio diversificado y por lo tanto evitará la concentración de las inversiones en un mismo tipo de título valor, y en un mismo emisor o grupo empresarial (no mayor al 50% en cualquier caso)
- b) El Agente de Manejo mantendrá el portafolio de inversiones del Fideicomiso con vencimientos razonables de acuerdo a la estructura de amortización de capital e intereses de la Emisión y a las condiciones de la economía.

Los Estados Financieros del Fideicomiso con corte interno a octubre de 2018 muestran que la entidad mantenía activos disponibles por US\$ 6,852.56 en una cuenta corriente del Banco Produbanco; además de inversiones en renta Fija por un valor de US\$ 429,679.58 dividido en 3 instituciones financieras (Diners Club del Ecuador, Banco Internacional y Banco Produbanco). En la tabla a continuación se detalla la composición del fondo administrado de inversión, se observa que no existe concentración en la cartera con lo que se cumple una de las condiciones establecidas en la política de inversión.

Tabla 6. Composición del Fondo de Inversiones

Composición cartera de inversiones	Porcentaje
Títulos de contenido crediticio	0.12%
Pólizas de acumulación	1.02%
Obligaciones	29.14%
Certificados de depósitos	43.89%
Certificados de inversión	25.84%
Total	100.00%

Fuente: Administradora Municipal de Fondos y Fideicomisos ADMUNIFONDOS S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Política de Provisiones

Estipulada en el Reglamento de Gestión, respecto a los flujos con los que se pagará los Pasivos con Inversionistas provendrán del recaudo de la Cartera fideicomitida y de manera adicional de los otros flujos de ingresos distintos de los detallados en el literal a) del numeral 9.1. La periodicidad del recaudo depende de los vencimientos de dicha Cartera.

El Fideicomiso destinará todo su flujo neto, incluidos prepagos, abonos extraordinarios, rendimientos de inversiones temporales, etc. para el cumplimiento de la amortización y pago de intereses de los Valores emitidos, y los costos y gastos operativos ordinarios y extraordinarios del Fideicomiso. Por lo tanto, el Fideicomiso realizará un manejo de excedentes temporales de liquidez que no atenten contra la exigencia de los cumplimientos de los compromisos financieros y operativos ordinarios y no afecten su solvencia patrimonial presente o futura.

Hasta el 31 de octubre de 2018, se ha realizado el pago puntual de las obligaciones de la entidad con Inversionistas y terceros. Sin embargo, la política de provisiones está relacionada con los vencimientos programados de la cartera, la cual está vinculada directamente con la morosidad de la misma; en el Informe de Gestión de la Fiduciaria del período comprendido entre mayo - octubre 2018, la cartera vencida por cobrar fue de US\$ 17,179.12 que representa el 3.96% sobre el total de la cartera por cobrar. Si se revisa los estados financieros internos del mes de octubre de 2018, el fideicomiso mantiene un valor por concepto de provisión de cuentas incobrables por US\$ 3,767.22

EVALUACIÓN DEL ORIGINADOR Y AGENTE DE MANEJO

Originador

El 29 de agosto de 1974, se constituyó Furoiani Obras y Proyectos S.A. mediante Resolución No. IG-CA-83-12241-1-0001763. Su objeto social principal, es la industria de la construcción de edificios, ciudadelas, urbanizaciones, carreteras y planta industriales, estudios, proyectos, diseños, planificaciones y en general al ejercicio de cualquier actividad que corresponden a la ingeniería o a la arquitectura, sea cual fuere la modalidad de contratación que escoja para cualquiera de estas actividades.

Furoiani Obras y Proyectos S.A., tiene por objeto principal dedicarse a la industria de la construcción de edificios, ciudadelas, urbanizaciones y carreteras, a estudios, proyectos, diseños y planificaciones, reparaciones remodelaciones, así como la construcción de plantas industriales y de edificios destinados a propiedad horizontal de oficinas, locales comerciales, garajes y viviendas y, en general al ejercicio de cualquier actividad que corresponda a la ingeniería o a la arquitectura. El Originador edificó la urbanización "VOLARE", en dos etapas, en la que se encuentran las unidades habitacionales cuyas especificaciones técnicas están estipuladas en las promesas de compraventa suscritas con los deudores seleccionados.

Con respecto de vínculos con otras empresas de Furoiani Obras y Proyectos S.A., es importante resaltar la participación accionaria directa que el originador mantiene en las mismas.

Tabla 7. Participación Otras Empresas

Expediente	Nombre	Situación Legal	Capital Invertido	Capital Total de la Cía.	% de Participación
8877	Inmobiliaria Furoiani S.A.	Activa	\$ 1.00	\$ 127,800.00	0.0008%
66712	Electroquil S.A.	Activa	\$ 43.72	\$ 24,929,414.5	0.000175%
120296	In.Earth S.A.	Activa	\$ 255,077.00	\$ 430,800.00	59.2101%
139258	Royalbay Hoteles S.A.	Activa	\$ 2,720,000.00	\$ 4,000,000.00	68.0000%
600132	Del Pacifico Cía. Ltda	Activa	\$ 500.00	\$ 800.00	62.5000%
5898	Núcleo de Ejecutivos C.A.	Disoluc. Liquid. Oficio Insc. En Rm	\$ 1.60	\$ 702.40	0.23%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Por otro lado, como una herramienta complementaria que permite visualizar el panorama competitivo actual de la compañía, a continuación, se incluye un análisis FODA del originador. De esta manera se evidencian los puntos más relevantes, tanto positivos como negativos, así como factores endógenos y exógenos.

Tabla 8. FODA

Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> Experiencia en construcción. Respaldo marca FOP. Buen resultado en estudios del entorno del proyecto. 	<ul style="list-style-type: none"> Ubicación del proyecto. El Gobierno apoya estos proyectos de carácter social. Demanda local no abastecida.
Debilidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> Cambios en las condiciones del Financiamiento local. 	<ul style="list-style-type: none"> Competencia local. Disminución de la capacidad adquisitiva de potenciales compradores debido a crisis. Inventario existente ya construido.

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Según los estados financieros auditados con corte al 31 de diciembre de 2017 el Originador posee activos por US\$ 48,80 millones con un decrecimiento del 10.53 con relación al cierre del año 2016. Las principales cuentas del activo son Obras en construcción las que representan el 36.74% del total de activos al 31 de diciembre de 2017.

Los pasivos decrecieron también en un 13.23% de diciembre de 2016 (US\$ 45,75 millones) a diciembre de 2017 (US\$ 39,69 millones), el capital social pasó no experimentó variaciones del 2016 al 2017, manteniéndose en US\$ 4,50 millones, el patrimonio de la empresa pasó de US\$ 8,79 millones en el 2016 a US\$ 9,10 millones el último año fiscal.

Cabe destacar que, La Utilidad Neta del ejercicio fiscal del 2017 creció en un 62,00%, pasando de US\$ 159,179 en diciembre de 2016 a US\$ 257,871 en diciembre del último año.

Al 30 de septiembre de 2018, el total de activos fue de US\$ 43,05 millones, el total de pasivos ascendió a US\$ 33,62 millones y el patrimonio se situó en US\$ 9,43 millones. El resultado del ejercicio con en esta misma fecha presentó un nivel de ingresos de US\$ 15,87 millones, el costo de ventas representó el 59.46% del total de ingresos, presentando una utilidad antes de participación a trabajadores e impuesto a la renta de US\$ 324,102.

Presencia Bursátil

El emisor mantiene vigente la Cuarta, Quinta y Sexta Emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores, los cuales se presentan en la tabla a continuación:

Tabla 9. Presencia Bursátil Furoiani Obras y Proyectos S.A.

	4TA EMISIÓN	5TA EMISIÓN
Monto Aprobado de la Emisión	Hasta US\$ 4,000,000.00	Hasta US\$ 3,000,000.00
Saldo de la emisión	US\$ 3,000,000.00	US\$ 3,000,000.00
Vencimiento	2021	2022

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.
 Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

El saldo de la Cuarta y Quinta Emisión al 30 de septiembre de 2018 fue de US\$ 6,000,000.00 dólares de los Estados Unidos de América.

La Sexta Emisión de Obligaciones fue aprobada el 06 de noviembre de 2018 por un monto de US\$ 3,000,000.00

Liquidez de los valores

De acuerdo con la información solicitada a la Bolsa de Valores de Guayaquil, sobre las negociaciones de la Titularización de Cartera Hipotecaria VOLARE en el mercado secundario a nivel nacional por medio de la BVG y BVQ, estas presentan el siguiente detalle:

Tabla 10. Indicadores de presencia bursátil

Fecha	No. Días Negociados	No. Transacciones	Monto Negociado	No. Días Bursátiles	Presencia Bursátil
Ene-18	0	0	0.00	19	0.00%
Feb-18	0	0	0.00	18	0.00%
Mar-18	0	0	0.00	21	0.00%
Abr-18	0	0	0.00	21	0.00%
May-18	0	0	0.00	21	0.00%
Jun-18	0	0	0.00	21	0.00%
Jul-18	0	0	0.00	22	0.00%
Ago-18	0	0	0.00	22	0.00%
Sep-18	0	0	0.00	20	0.00%
26-oct-18	0	0	0.00	19	0.00%

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil
 Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

El indicador de presencia bursátil se determinó mediante la siguiente fórmula:

$$\text{Indicador presencia bursátil} = \frac{\text{No. de días negociados en el mes}}{\text{No. de ruedas en el mes}}$$

El indicador de presencia bursátil permite medir la liquidez tanto de valores de renta fija y variable, es decir, que puede ser utilizado para identificar que tan frecuente es la negociación de ese valor en el mercado secundario.

Una vez recabada toda la información de este año sobre las transacciones del mercado secundario para la Titularización de Cartera Hipotecaria VOLARE se puede observar que no se han realizado negociaciones durante el año. Es importante mencionar que históricamente en el Ecuador, los títulos más ofertados son los de renta fija y principalmente en el mercado primario. La calificadora opina que por tratarse de un indicador de transacciones en el mercado secundario en donde el dinamismo de transacciones es mínimo, el mismo no refleja la real liquidez de los valores.

Por otro lado, se puede decir que la calificación de riesgos es uno de los factores decisivos en la liquidez de los valores emitidos en el mercado bursátil.

Situación del Sector

Fuerzas competitivas del sector

El sector de la construcción representa una pieza clave dentro de la economía local, actúa como un sector dinamizador de otros, aporta con alrededor del 9% del PIB y genera un significativo número de plazas de trabajo. Este mercado cuenta con tres grandes segmentos: las construcciones residenciales, las no residenciales y las obras civiles de infraestructura, siendo esta última más dependiente de los recursos públicos.

Según los últimos datos del Directorio de Empresas y Establecimientos publicado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos en el 2017 se registraron 884,236 empresas de diferentes actividades económicas, de las cuales 29,829 pertenecen al sector de la construcción que representan el 3.37% del total de empresas. En la Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo (ENEMDU) a septiembre del 2018 este sector participa con el 6.1% del total de empleos a nivel nacional, en comparación al 6.4% registrado en septiembre del 2017. La participación con respecto al empleo adecuado/pleno es del 7.4% frente al 7.7% de septiembre del 2017.

En relación al nivel de concentración en el sector construcción resulta ser bajo, ya que las 4 empresas líderes captan el 6.54% del mercado y en el subsector de construcción de edificios 7.83%. Sin embargo, si se analiza el sector por segmentos, se puede notar que existen mayores niveles de concentración en las obras civiles, ya que muy pocas empresas tienen la capacidad productiva y las inversiones en capital necesarias para realizar grandes proyectos de infraestructura, por lo que este segmento tiene mayoritariamente una oferta de empresas extranjeras y de pocas empresas nacionales que pueden acceder¹.

El sector es intensivo en capital. Las altas inversiones, las economías de escala de las grandes empresas y que a su vez ofrecen varios servicios de la cadena de producción, reducen el riesgo de nuevos competidores en segmentos más concentrados, mientras que en el segmento residencial que se encuentra más fragmentado y menos concentrado, en ese caso el riesgo de nuevos competidores puede ser mayor. Los materiales para la construcción se basan en productos poco diferenciados como: cemento, hierro, acero, ladrillos, accesorios eléctricos, tuberías y agregados, además de maquinaria, sin embargo, dado que estos productos vienen en gran parte del exterior, medidas tributarias que aumenten los impuestos arancelarios y un mercado de proveedores concentrado hacen que el poder de las empresas de construcción frente a los proveedores se vea debilitado.

¹ Estudios industriales: Orientación estratégica para la toma de decisiones – Industria de Construcción; ESPAE

Con respecto a los compradores, en el sector de la construcción se encuentran desde Gobiernos hasta los pequeños consumidores de viviendas, siendo estos últimos los de menor poder de negociación. El grado de rivalidad entre los competidores se ve alentado por el nulo crecimiento presentado en estos últimos años en el mercado local y por los elevados costos para operar. Finalmente, el riesgo de sustitución de este sector es moderado, ya que algunos consumidores optarán por el alquiler o remodelación en lugar de una nueva construcción, con excepción de las obras de construcción civil donde el riesgo pasa a ser bajo debido a las escasas alternativas en este segmento.²

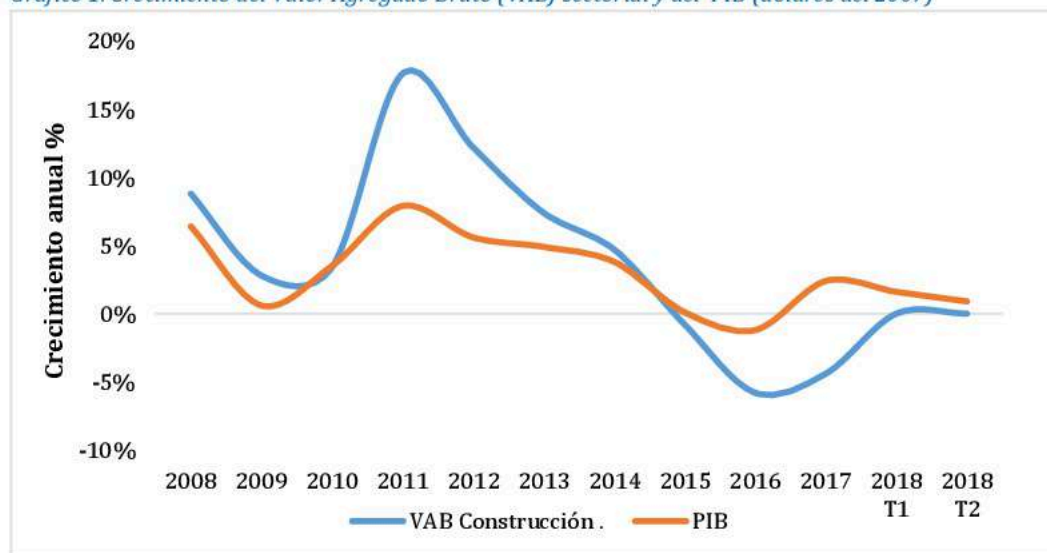
Factores cíclicos y de crecimiento del sector

El sector de la construcción tiene una estrecha relación con las fases del ciclo económico. Mientras que en periodos expansivos, este sector presenta elevados crecimientos por las inversiones en infraestructura que se realizan, en periodos de recesión, el sector tiende a verse afectado de forma inmediata.

El sector mantuvo un nivel de crecimiento positivo entre 2008 y 2014, siendo el año pico el 2011 con 17.6%. A partir del año 2015, las tasas de crecimiento del sector fueron negativas, afectado por la recesión económica y su correspondiente reducción de la inversión pública, y la incertidumbre tributaria generada por leyes que regulaban la venta de propiedades. Según las cifras ajustadas por el Banco Central del Ecuador a finales de julio del 2018, el crecimiento del PIB en el 2017 fue de 2.4% y el sector de la construcción habría cerrado con un decrecimiento de -4.4%, siendo así el tercer año consecutivo con cifras negativas. Para el 2018, se espera que la construcción tenga una leve recuperación del 1%.

En el primer y segundo trimestre del 2018, el sector de la construcción presentó crecimientos en la tasa de variación t/t-1 del 1.2% y 0.2%, respectivamente, luego de no haber obtenido resultados positivos durante los últimos 13 trimestres consecutivos. La tasa de variación t/t-4 también mostró signos de recuperación al ubicarse en 0.8% en el primer trimestre del 2018 y 1.1% en el segundo trimestre.

Gráfico 1. Crecimiento del Valor Agregado Bruto (VAB) sectorial y del PIB (dólares del 2007)



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

² Construcción - diciembre 2017; MarketLine Indu Rep

Considerando las 10 empresas³ que más ingresos generaron dentro de la misma operación principal de Furoiani, las ventas reales en el 2017 fueron de 233.47 millones de dólares, que representa un crecimiento del 4.66% con respecto al 2016. En el mismo periodo, la rentabilidad medida por el ratio EBITDA/Ventas tuvo una variación positiva de 29.41%.

Tabla 11. Indicadores Generales

Año	Ventas Millones USD	Ventas reales Millones USD (precios del 2007)	Δ% Ventas Reales	EBITDA/Ventas (%)	Δ% EBITDA/Ventas
2015	\$ 295.60	\$ 208.92		0.82%	
2016	\$ 321.62	\$ 223.07	6.77%	0.83%	1.15%
2017	\$ 343.17	\$ 233.47	4.66%	1.07%	29.41%

Fuente: TFC Smart

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Análisis de las principales regulaciones del sector

De acuerdo a los resultados de la Consulta Popular de Febrero del 2018, la llamada Ley de Plusvalía fue derogada por lo que existen expectativas optimistas en el sector.

Por otro lado, las salvaguardias y restricciones comerciales afectaron de forma negativa, ya que el sector es dependiente de materias primas y materiales de construcción importados.

En agosto del 2018 la Asamblea Nacional aprobó la Ley Orgánica para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo y Estabilidad y Equilibrio Fiscal. Dentro de las medidas que pueden tener potenciales efectos positivos sobre este sector se encuentra la remisión tributaria en entidades como SRI e IESS, beneficios para viviendas de interés social, la exención del impuesto a la renta a los rendimientos de fideicomisos inmobiliarios para alquiler y la eliminación del anticipo mínimo del impuesto a la renta.

Agente de Manejo

Administradora de Fondos ADMUNIFONDOS S.A. (Administradora Municipal de Fondos y Fideicomisos Sociedad Anónima), se constituyó el 26 de mayo del 2004 en la ciudad de Guayaquil, mediante Resolución No 04-G-IMV-0003103, cuyo domicilio legal se encuentra ubicado en la ciudad de Guayaquil, en las calles Av. 9 de Octubre y Malecón Simón Bolívar. La M.I. Municipalidad de Guayaquil posee el 100% de las acciones en circulación.

El objeto social único de ADMUNIFONDOS S.A., consiste en administrar fondos de inversión, actuar como emisora de procesos de titularización y administrar negocios fiduciarios, en los términos permitidos por la Ley de Mercado de Valores y su Reglamento de aplicación.

En junio del 2005, abrió sus operaciones con la administración del Fideicomiso Mercantil de Titularización de Cartera Vivienda Guayaquil Número Uno (VIG UNO), en el 2007 continuó sus operaciones con el Fideicomiso Mercantil de Titularización de Cartera Hipotecaria VOLARE, en el 2007 empezó a administrar el Fondo Administrado de Inversión Prevenir.

Al cierre del año 2017, ADMUNIFONDOS S.A. tuvo un Total de Activos por US\$ 1.83 millones superior al año 2016 (US\$ 1.76) por un 3.97%, las cuentas más significativas fueron Efectivo y equivalentes de Efectivo; y los activos financieros.

Los pasivos fueron de US\$ 110 mil al cierre de diciembre de 2016 con un incremento del 22.22% con relación al año anterior, el capital no experimentó variaciones y se mantuvo en un saldo de US\$ 2,400,000

³ Se consideraron las siguientes empresas: RIPCONCIV Construcciones civiles Cía. Ltda., Concesionaria del Guayas S.A., China 15th Metallurgical Construction Group Co. Ltda., Furoiani Obras y Proyectos S.A., Ritofa S.A., Innomariuxi S.A., AMBIENSA S.A., Sistemas Construlivianos Cía. Ltda., IMETECO S.A., Suárez Salas Constructores S.A.

La Administradora registró en 2017 ingresos por US\$ 672 mil, que en comparación con el año anterior decrecieron en 8.95% generados principalmente por la disminución de comisiones ganadas. Así también, los egresos descendieron a US\$ 605 mil, en relación con el año previo se redujeron en un 7.02%, obteniendo una utilidad neta de US\$ 48 mil, resultado inferior al obtenido en el 2016 (US\$ 61 mil).

Criterio sobre la Legalidad y Forma de Transferencia de los Activos del Patrimonio de Propósito Exclusivo

La Calificadora de Riesgos SUMMARATINGS considera que se ha guardado concordancia con lo establecido por la normativa legal ecuatoriana en el proceso de titularización analizado, no se mostró indicios de ilegalidad y ningún tipo de impedimento en la forma de transferencia de dominio de los activos al patrimonio de propósito exclusivo.

Al mes de octubre de 2018 se ha verificado la información suministrada por la Fiduciaria, respecto a los términos establecidos en el contrato de la titularización, la Calificadora mantiene el criterio con respecto a los aspectos legales.

La responsabilidad de la Calificadora de Riesgo respecto a la legalidad del proceso de titularización es limitada de acuerdo al Art. 144 del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero, que dice:

“Art. 144.- De la transferencia de dominio. - La transferencia de dominio de activos desde el originador hacia el patrimonio de propósito exclusivo podrá efectuarse a título de fideicomiso mercantil, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización. Cuando la transferencia recaiga sobre bienes inmuebles, se cumplirá con las solemnidades previstas en las leyes correspondientes. La Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera determinará los casos específicos en los cuales la transferencia de dominio de activos desde el originador hacia el patrimonio de propósito exclusivo podrá efectuarse a título oneroso. A menos que el proceso de titularización se haya estructurado en fraude de terceros, lo cual deberá ser declarado por juez competente en sentencia ejecutoriada, no podrá declararse total o parcialmente, la nulidad, simulación o ineficacia de la transferencia de dominio de activos, cuando ello devenga en imposibilidad o dificultad de generar el flujo futuro proyectado y, por ende, derive en perjuicio para los inversionistas, sin perjuicio de las acciones penales o civiles a que hubiere lugar. Ni el originador, ni el agente de manejo podrán solicitar la rescisión de la transferencia de inmueble por lesión enorme.”

COBERTURA DE LOS MECANISMOS DE GARANTÍA

Con fecha 08 de noviembre de 2018 la Administradora Municipal de Fondos y Fideicomiso ADMUNIFONDOS S.A. presentó la rendición de cuentas del “Fideicomiso Mercantil de Titularización de Cartera Hipotecaria VOLARE” para el periodo comprendido entre mayo - octubre de 2018. En las tablas presentadas a continuación, las que fueron proporcionadas por ADMUNIFONDOS S.A., se aprecia como todos los mecanismos de garantía previamente expuestos le otorgan a la cartera hipotecaria restante una cobertura conjunta de 1,207% sobre la cobertura necesaria, calculada multiplicando los flujos restantes descontados por 1.5 veces el índice de siniestralidad.

La cobertura brindada por los mecanismos de garantía del fideicomiso supera ampliamente lo establecido por la normativa vigente, tanto al momento de la evaluación inicial como en la presente actualización.

Tabla 12. Cobertura necesaria octubre 2018

Cálculo de cobertura necesaria	
Flujo Nominal Promedio Mensual ajustado por operación individual	\$ 484.05
Desviación Standard del Flujo Nominal Promedio Mensual ajustado por operación individual	\$ 73.77
Índice de Siniestralidad = Desviación Standard / Flujo Nominal Promedio	15.24%
Flujos Descontados Totales Esperados	\$ 533,891
Cobertura necesaria = Flujos Descontados x 1.5 Veces z Índice Siniestralidad	\$ 122,051

Fuente: Administradora Municipal de Fondos y Fideicomisos ADMUNIFONDOS S.A.
 Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 13. Cobertura en exceso octubre 2018

Cobertura en exceso por mecanismos de garantía	
Flujo esperado por diferencial de tasas	\$ (108,984)
Fondo de contingencia	\$ 223,321
Fianza solidaria del originador	\$ 200,000
Póliza de seguros desgravamen e incendio	\$ 1,107,341
Fideicomiso de garantía	\$ 461,885
Inversiones	\$ 224,122
Exceso de liquidez	\$ 12,808
Total de cobertura	\$ 1,473,051
Cobertura en exceso	1,207%

Fuente: Administradora Municipal de Fondos y Fideicomisos ADMUNIFONDOS S.A.
 Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

CALIFICACIÓN

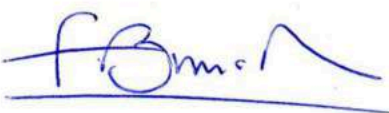

El saldo del primer tramo de la titularización fue de US\$ 427,127.61 hasta la fecha de la presente actualización. La cartera vencida al cierre de septiembre de 2018 fue de US\$ 17,179.12 que representa el 3.96% sobre la cartera total. El número de clientes en mora fue de 13, de los cuáles 4 tenían tres o más cuotas vencidas, y además existe 1 caso de pagaré vencido por la culminación del plazo de la deuda.

Con el pago del dividendo correspondiente al mes de septiembre de 2018, el cálculo de la cobertura necesaria fue de US\$ 122,051, el total de la cobertura de los mecanismos de garantía asciende a US\$ 1,473,051 por lo que la cobertura en exceso fue de 1,207%

Es importante mencionar que, a pesar de que se han presentado casos de clientes con cuotas vencidas por más de 3 meses y 1 caso de culminación del plazo de la deuda; de acuerdo con el informe de la administradora, no se han realizado canjes por mora. No obstante, la generación de flujos estimada y los resguardos adicionales garantizan que estos casos no constituyen un riesgo que se deba considerar como relevante.

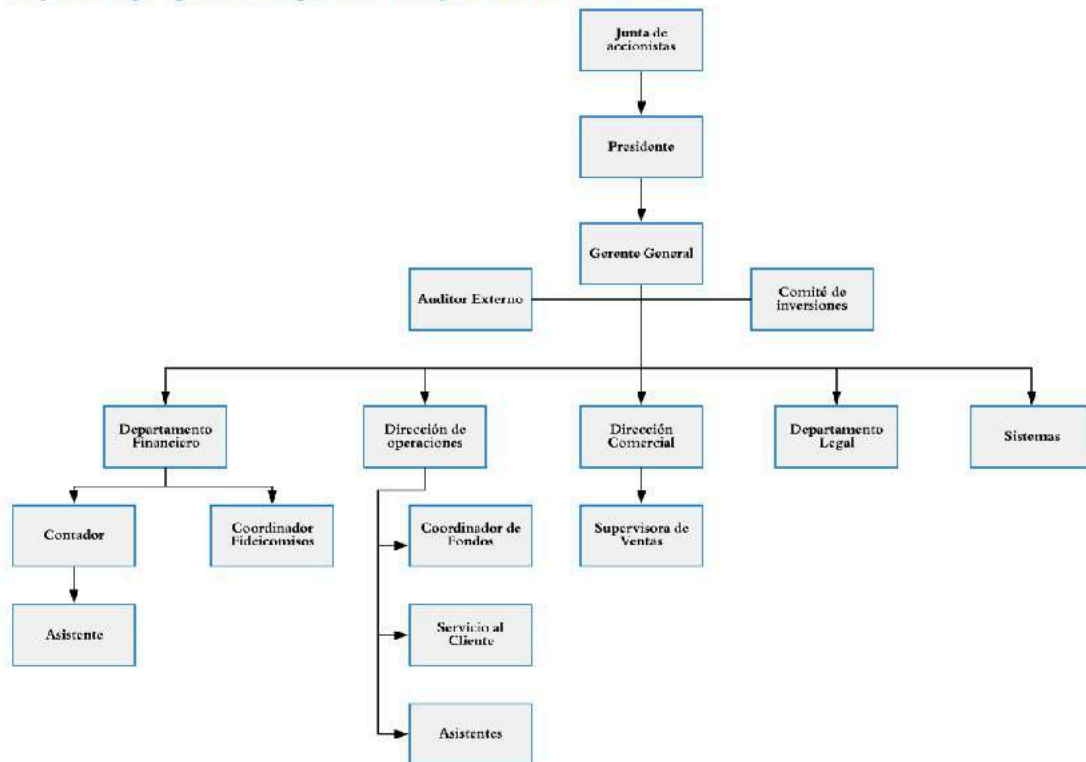
Luego de analizar detenidamente los antecedentes, cálculos cuantitativos y análisis cualitativos, en conjunto con la evaluación de la cobertura de los mecanismos de garantía y políticas de inversión y provisión, no se han encontrado elementos que constituyan un riesgo en el corto plazo que comprometan la capacidad del Fideicomiso para realizar los pagos de capital e intereses en los términos y plazos pactados, por medio de la generación de flujos esperada.

En base a la información y documentación disponible, la Calificadora de Riesgos SUMMARATINGS S.A., opina que la calificación para la Titularización de Cartera Hipotecaria "VOLARE" por un monto hasta US\$ 5,200,000.00 (Cinco Millones Doscientos Mil Dólares de los Estados Unidos de América), corresponde a la Categoría AAA sin tendencia que "Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generarlos flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión."

		
Econ. Felipe Bocca Ruíz, Msc. Presidente		Ing. Lucía Franco Analista

ANEXOS

Gráfico 2. Organigrama del Agente de Manejo ADMUNIFONDOS S.A.



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 14. Cálculo del Monto Máximo de Emisión

Furoiani Obras y Proyectos S.A.	
30-sep-2018	
(Expresado en dólares de los Estados Unidos de América)	
TOTAL ACTIVOS	43,053,131.92
(-) Activos gravados	4,475,394.43
Subtotal Activos libres de gravamen	38,577,737.49
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	-
(-) Activos en litigio*	258,963.38
(-) Monto de Impugnaciones Tributarias*	-
(-) Monto no redimido de Titularización de flujos futuros	-
(-) Monto no redimido Obligaciones en circulación	6,000,000.00
(-) Derechos Fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros	6,823,699.23
(-) Saldo de valores renta fija emitidos por el emisor y negociados en el registro especial para valores no inscritos - REVNI	-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculadas con el emisor	2,975,589.02
Activos menos deducciones	22,519,485.86
Cupo de emisión (80% de los Activos menos deducciones)	18,015,588.69
Nivel de Cobertura (80% de los Activos menos deducciones / Obligaciones en circulación)	3.00
Indicador (Activos libre de Gravamen/ (Obligaciones en circulación)	4.75
* Independientes de la instancia administrativa o judicial en la que se encuentren	

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 15. Estado Situación Financiera

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.																
BALANCE GENERAL																
EXPRESADO EN US DOLARES																
ACTIVOS	(*)	(*)	(*)	(*)	(**)	(**)	ANÁLISIS VERTICAL						ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2014	2015	2016	2017	Sep-17	Sep-18	2014	2015	2016	2017	Sep-17	Sep-18	2014 - 2015	2015-2016	2016 - 2017	Sep17-Sep18
ACTIVOS CORRIENTES	30,103,776	39,971,100	35,592,312	34,960,030	37,388,240	29,374,373	82.10%	74.74%	73.79%	71.63%	72.78%	68.23%	32.78%	0.70%	-13.15%	-21.43%
Efectivo y equivalentes de efectivo	1,967,235	2,672,332	982,672	455,816	512,842	58,778	5.36%	5.00%	1.80%	0.93%	1.00%	0.14%	35.84%	-63.23%	-53.61%	-88.54%
Activos financieros	14,111,946	6,391,392	8,121,279	16,574,999	14,482,144	17,911,448	38.49%	11.95%	23.01%	33.96%	28.19%	41.60%	-54.71%	96.39%	3.205%	23.68%
Obras en construcción	14,024,595	30,907,376	26,488,361	17,929,215	22,393,254	11,404,146	38.25%	57.79%	48.98%	36.74%	43.50%	26.49%	120.38%	-13.56%	-32.89%	-49.07%
ACTIVO NO CORRIENTE	6,564,392	13,511,345	18,957,018	13,844,673	13,982,721	13,678,759	17.90%	25.26%	26.21%	28.37%	27.22%	31.77%	105.83%	5.81%	-3.16%	-2.17%
Propiedades y Equipos, neto	3,167,391	2,995,745	2,883,491	2,529,353	2,565,440	2,579,016	8.64%	5.60%	5.29%	5.18%	4.99%	5.99%	-5.42%	-3.75%	-12.28%	0.53%
Renta variable	2,500,616	3,490,616	3,865,693	3,865,693	-	-	6.82%	6.53%	7.09%	7.92%	0.00%	0.00%	39.59%	10.75%	0.00%	0.00%
Otros activos no corrientes	896,385	7,024,984	12,207,834	7,449,627	11,417,281	11,099,743	2.44%	13.14%	13.84%	15.26%	22.23%	25.78%	683.70%	7.44%	-1.30%	-2.78%
TOTAL ACTIVOS	36,668,168	53,482,445	54,549,330	48,804,703	51,370,962	43,053,132	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	45.86%	1.99%	-10.53%	-16.19%
PASIVOS	2014	2015	2016	2017	Sep-17	Sep-18	2014	2015	2016	2017	Sep-17	Sep-18	2014 - 2015	2015-2016	2016 - 2017	Sep17-Sep18
PASIVO CORRIENTE	23,100,494	36,965,660	32,331,355	27,624,912	20,870,066	13,028,234	63.00%	69.12%	63.81%	56.60%	40.63%	30.26%	60.02%	-5.84%	-20.64%	-37.57%
Obligaciones instituciones financieras	5,427,235	9,705,121	12,885,595	16,788,893	7,879,934	3,806,398	14.80%	18.15%	28.20%	34.40%	15.34%	8.84%	78.82%	58.53%	9.12%	-51.70%
Cuentas por pagar diversas	16,534,129	26,693,679	18,688,925	10,327,637	12,384,357	8,691,772	45.09%	49.91%	34.20%	21.16%	24.11%	20.19%	61.45%	-30.11%	-44.64%	-29.82%
Otras obligaciones corrientes	1,139,130	566,860	756,835	508,382	605,775	530,065	3.11%	1.06%	1.40%	1.04%	1.18%	1.23%	-50.24%	35.02%	-33.58%	-12.50%
PASIVO NO CORRIENTE	7,874,061	7,877,269	13,419,280	12,075,031	21,601,406	20,596,035	21.47%	14.73%	20.06%	24.74%	42.05%	47.84%	0.04%	38.92%	10.34%	-4.65%
Pasivo largo plazo	7,874,061	7,877,269	13,419,280	12,075,031	21,601,406	20,596,035	21.47%	14.73%	20.06%	24.74%	42.05%	47.84%	0.04%	38.92%	10.34%	-4.65%
TOTAL PASIVOS	30,974,555	44,842,929	45,750,635	39,699,943	42,471,472	33,624,270	84.47%	83.85%	83.87%	81.34%	82.68%	78.10%	44.77%	2.02%	-13.23%	-20.83%
PATRIMONIO	2014	2015	2016	2017	Sep-17	Sep-18	2014	2015	2016	2017	Sep-17	Sep-18	2014 - 2015	2015-2016	2016 - 2017	Sep17-Sep18
Capital Social	2,760,048	4,509,102	4,509,102	4,509,102	4,509,102	4,509,102	7.53%	8.43%	8.27%	9.24%	8.78%	10.47%	63.37%	0.00%	0.00%	0.00%
Reserva legal	342,128	66,808	91,948	91,948	91,948	112,695	0.93%	0.12%	0.17%	0.19%	0.18%	0.26%	-80.47%	37.63%	0.00%	22.56%
Reserva capital	108,904	917,661	917,661	-	917,661	917,661	0.30%	1.72%	1.68%	0.00%	1.79%	2.13%	742.63%	0.00%	-100.00%	0.00%
Reserva por revaluación de activos	34	-	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Resultados acumulados adopción NIIF-1era vez	-144,083	1,330,628	1,330,628	-	1,330,628	1,330,628	-0.39%	2.49%	2.44%	0.00%	2.59%	3.09%	-1023.51%	0.00%	-100.00%	0.00%
Resultados acumulados	1,966,437	1,563,917	1,790,177	4,503,710	1,949,356	2,234,673	5.36%	2.92%	3.28%	9.23%	3.79%	5.19%	-20.47%	14.47%	151.58%	14.64%
Utilidad del ejercicio	660,145	251,400	159,179	-	100,794	324,102	1.80%	0.47%	0.29%	0.00%	0.20%	0.75%	-61.92%	-36.68%	-100.00%	221.55%
TOTAL PATRIMONIO	5,693,613	8,639,516	8,798,695	9,104,760	8,899,490	9,428,862	15.53%	16.15%	16.13%	18.66%	17.32%	21.90%	51.74%	1.84%	3.48%	5.95%
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	36,668,168	53,482,445	54,549,330	48,804,703	51,370,962	43,053,132	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	45.86%	1.99%	-10.53%	-16.19%

(*) INFORMACIÓN AUDITADA

(**) INFORMACIÓN INTERNA

Fuente: Informes Auditados e Internos Furoiani Obras y Proyectos S.A.
 Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 16. Estado de Resultados

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.																
ESTADO DE RESULTADOS																
EXPRESADO EN US DOLARES																
	(*)	(*)	(*)	(*)	(**)	(**)	ANÁLISIS VERTICAL						ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2014	2015	2016	2017	Sep-17	Sep-18	2014	2015	2016	2017	Sep-17	Sep-18	2014 - 2015	2015-2016	2016 - 2017	Sep17-Sep18
Ingresos	22,133,762	38,694,720	35,682,932	29,389,520	21,103,067	15,865,437	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	74.82%	-13.70%	-11.99%	-24.82%
(-) Costos	14,107,863	28,557,104	23,954,392	21,182,685	14,606,534	9,433,355	63.74%	73.80%	71.73%	72.08%	69.22%	59.46%	102.42%	-16.12%	-11.57%	-35.42%
UTILIDAD BRUTA	8,025,899	10,137,616	11,728,540	8,206,835	6,496,533	6,432,082	36.26%	26.20%	28.27%	27.92%	30.78%	40.54%	26.31%	-6.88%	-13.07%	-0.99%
(-) Gastos Administrativos y de Venta	6,584,171	7,120,203	8,653,212	6,796,985	4,249,677	4,233,887	29.75%	18.40%	25.91%	23.13%	20.14%	26.69%	8.14%	21.54%	-21.46%	-0.37%
UTILIDAD OPERATIVA	1,441,728	3,017,413	3,075,328	1,409,850	2,246,855	2,198,195	6.51%	7.80%	2.36%	4.80%	10.65%	13.86%	109.29%	-73.93%	79.23%	-2.17%
(-) Gastos Financieros	549,893	1,357,275	2,340,129	2,840,176	2,146,061	1,874,093	2.48%	3.51%	7.01%	9.66%	10.17%	11.81%	146.83%	72.41%	21.37%	-12.67%
(+) Otros Ingresos, neto	226,453	-821,779	-674	2,174,927	-	-	1.02%	-2.12%	6.85%	7.40%	0.00%	0.00%	-462.89%	-378.42%	-195%	0.00%
UTILIDAD ANTES DE PAT e IMP. RENTA	1,118,288	838,359	734,525	744,601	100,794	324,102	5.05%	2.17%	2.20%	2.53%	0.48%	2.04%	-25.03%	-12.39%	1.37%	221.55%
(-) Participación a Trabajadores	167,743	125,754	110,179	111,690	15,119	48,615	0.76%	0.32%	0.33%	0.38%	0.07%	0.31%	-25.03%	-12.39%	1.37%	0.00%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO	950,545	712,605	624,346	632,911	85,675	275,487	4.29%	1.84%	1.87%	2.15%	0.41%	1.74%	-25.03%	-12.39%	1.37%	221.55%
(-) Impuesto a la Renta	290,400	461,205	465,167	375,040	21,419	68,872	1.31%	1.19%	1.39%	1.28%	0.10%	0.43%	58.82%	0.86%	-19.38%	0.00%
UTILIDAD NETA	660,145	251,400	159,179	257,871	64,256	206,615	2.98%	0.65%	0.48%	0.88%	0.30%	1.30%	-61.92%	-36.68%	62.00%	221.55%
(*) CON INFORMACION AUDITADA																
(**) CON INFORMACION PROVISIONAL INTERNA																

Fuente: Informes Auditados e Internos Furoiani Obras y Proyectos S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.