

Novena Emisión de Obligaciones FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.

Informe de Calificación de Riesgo con estados financieros al 30 de septiembre de 2025

Fecha de Comité: 27 de noviembre de 2025

Calificación: B	Significado de la Calificación de Riesgo según el Órgano de Control <i>Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen capacidad para el pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, y presentan la posibilidad de deteriorarse ante cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital</i>
Vigencia de la calificación: 6 meses	Calificación anterior: B (mar-2025)
Resolución Aprobatoria SCVS: Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2025-0004 del 21 de enero de 2025	
Analista: Alejandra Orozco / Miembros del Comité: José Burgoa, Carlos Méndez, Ivan Sannino	
El análisis se realiza en base a los estados financieros auditados y otras fuentes oficiales. Sin embargo, MFR no garantiza la confiabilidad e integridad de la información, considerando que no realiza controles de auditoría, por lo que no se hace responsable por algún error u omisión por el uso de dicha información. La presente calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste	

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., constituida en 1974, es una compañía con una destacada trayectoria en el sector de la construcción, desarrollando obras en diversas ciudades del litoral ecuatoriano, así como en Cuenca y Quito, con una mayor concentración de proyectos en Guayaquil. La empresa, con sede en Guayaquil, se especializa en la construcción de edificios y residencias, principalmente para clientes comerciales, industriales, hoteleros y particulares, enfocándose en el segmento de clase media-alta. FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. mantiene una estructura administrativa sólida con un equipo profesional especializado. La empresa ha desarrollado importantes proyectos tanto para el sector público como privado. A sep-25, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., cuenta con USD 53,84 millones de activos. La empresa financia sus operaciones principalmente por deuda con instituciones financieras y mercado de valores. Entre ene25-sep25, registró ingresos por USD 3,76 millones, de los cuales, USD 3,58 millones corresponde a ingresos operativos.

Indicadores	Ene22 - Dic22	Ene23 - Dic23	Ene24 - Dic24	Oct24 - Sep25
Activo (USD)	48.968.827	52.736.116	52.826.913	53.834.722
Pasivo (USD)	38.563.847	40.264.677	40.568.344	43.749.251
Patrimonio (USD)	10.404.980	12.471.439	12.258.569	10.085.471
Ingresos (USD)	10.398.176	9.987.732	1.839.223	3.760.041
Utilidad/Pérdida Neta (USD)	235.782	49.399	-212.870	-7.460.652
ROE	2,35%	0,43%	-1,72%	-66,04%
ROA	0,49%	0,10%	-0,40%	-13,79%
EBITDA/gastos financieros	-209,96%	-24,44%	-247,06%	-104,47%
EBITDA/deuda financiera	-23,18%	-1,40%	-36,68%	-25,46%
Pasivo total/patrimonio	3,71	3,23	3,31	4,34
Deuda financiera/EBITDA	-4,31	-71,30	-2,73	-3,93
Pasivo total/EBITDA	-8,78	-145,44	-5,43	-9,18
Razón circulante	0,64	0,67	0,72	1,53
Prueba ácida	0,36	0,25	0,25	0,48
Rotación cuentas por cobrar	1,87	1,90	0,52	1,29
Rotación inventarios	0,48	0,67	0,22	0,27

MFR Ecuador

Rumipamba E2-214 y Av. República Esquina
Quito – Ecuador
Tel: +593-2-351 82 99
www.mf-rating.com

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.

Av. Benjamín Rosales, Urbanización Santa Leonor, Mz 5 Solar 9
Guayaquil- Ecuador
Tel: +593-2-2593850
www.furoiani.com

Fundamento de la Calificación

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. conserva una trayectoria relevante dentro del sector de la construcción y cuenta con activos significativos, así como con una estructura de financiamiento relativamente diversificada. No obstante, la empresa enfrenta un perfil financiero deteriorado, reflejado en niveles persistentemente negativos de rentabilidad, una generación operativa de caja insuficiente, indicadores débiles de cobertura de deuda y de EBITDA, capital de trabajo estructuralmente deficitario y una limitada disponibilidad de liquidez inmediata. De igual manera, la compañía mantiene una alta dependencia de ingresos no recurrentes y registra incumplimientos recientes tanto en el sistema financiero como en el mercado de valores. A ello se suma un reiterado incumplimiento de las proyecciones financieras entregadas en períodos anteriores. Considerando estos elementos, la compañía evidencian una posición particularmente sensible a deterioros adicionales derivados de cambios adversos en su entorno operativo, sectorial o macroeconómico. A pesar de lo indicado se destaca que la solidez de la emisión está respaldada por una garantía específica, junto con un Fideicomiso Mercantil de Administración de Flujos y Pagos, lo que refuerza la capacidad de pago de la emisión en los términos y plazos pactados.

Resumen de las principales áreas de análisis

Riesgo del negocio

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. es una empresa con más de 50 años de trayectoria en el sector de la construcción, con operaciones concentradas principalmente en Guayaquil, y presencia en otras ciudades como Cuenca y Quito. La actividad de la compañía se desarrolla en un sector altamente sensible a políticas que promuevan la inversión privada y la obra pública, factores que impactan directamente en su dinamismo y crecimiento. FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., ha logrado consolidarse en el mercado inmobiliario y de construcción, diversificando su cartera de clientes en segmentos residenciales, comerciales e industriales, y mantiene relaciones comerciales estables con proveedores locales estratégicos. Aunque la empresa no dispone de un gobierno corporativo formal en sus estatutos, ha implementado políticas internas orientadas a la transparencia y eficiencia operativa. No obstante, la compañía ha presentado retrasos en el cumplimiento de obligaciones patronales con el IESS y con entidades del sistema financiero. De acuerdo con la información con corte a septiembre de 2025, la empresa mantenía una obligación pendiente con el IESS por USD 165,39; sin embargo, dicho valor fue saldado al 26 de noviembre de 2025, conforme consta en el Certificado de Cumplimiento de Obligaciones Patronales presentado por la empresa. En el ámbito financiero, según el reporte del buró de crédito del 21 de octubre de 2025, la compañía registraba un saldo vencido por USD 669,52 mil. De acuerdo con lo informado por la empresa, este monto fue regularizado mediante un proceso de reestructuración crediticia. Para ello, la compañía vendió dos activos y destinó dichos recursos al pago de la deuda. Adicionalmente, la empresa indicó que parte del saldo se compensó con un cupón adquirido previamente en el mercado de valores correspondiente a la séptima emisión, el cual fue cruzado con la cooperativa acreedora. Como resultado de esta operación, la institución financiera procedió a aceptar la liquidación de la obligación y a gestionar el levantamiento de la garantía existente, cuyo valor era superior al saldo real de la deuda. A la fecha de elaboración del presente informe, según lo informado por la empresa, el levantamiento de dicha garantía se encuentra en trámite ante el Registrador de la Propiedad y pendiente de aprobación por parte de la Superintendencia de Compañías, sin embargo, MFR no ha recibido los comprobantes de pago que avalen dicha transacción. Es importante indicar que, la empresa ha presentado incumplimientos de obligaciones ante la Superintendencia de Compañías y retrasos recurrentes en pagos de emisiones de mercado de valores. Estas situaciones reflejan debilidades en su gestión financiera y comprometen su perfil de riesgo, por lo que el cumplimiento puntual de las obligaciones financieras, patronales y societarias será un factor crítico de seguimiento para mitigar impactos adversos sobre su solvencia y reputación.

Riesgo financiero

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. a la fecha de corte presenta un deterioro significativo en sus indicadores de rentabilidad, con un ROE a oct24-sep25 del -66,04%, en contraste con los niveles moderados observados en ejercicios anteriores (-1,75% a dic-24, 0,43% a dic-23 y 2,35% a dic-22). En el mismo período, el ROA fue de -13,79% (-0,40% a dic-24, 0,10% a dic-23 y 0,49% a dic-22). La empresa en el corte de oct24-sep25 generó un EBITDA negativo de -USD 4,66 millones, mostrando una evolución volátil frente a años anteriores (-USD 7,44 millones a dic-24, -USD 0,27 millones a dic-23, y - USD 4,33 millones a dic-22). La cobertura del EBITDA frente a la deuda a corto plazo alcanzó -68,12 veces en el periodo oct24-sep25, reflejando una débil capacidad de generación de flujo operativo. La liquidez es moderada, con una razón circulante de 1,53 veces a sep-25 (0,72 a dic-24, 0,67 a dic23 y 0,64 a dic-22). En relación con el nivel de endeudamiento, este se mantiene elevado, reflejando un apalancamiento financiero de 4,34 veces a septiembre de 2025. Los incumplimientos de obligaciones financieras y bursátiles reportados a septiembre de 2025 deterioran adicionalmente el perfil de riesgo del emisor.

En este contexto, será fundamental monitorear el cumplimiento de los acuerdos alcanzados con los acreedores y la puntualidad en los pagos futuros de las obligaciones en el mercado de valores. De acuerdo con la información

proporcionada por la empresa, se han gestionado reestructuraciones con los obligacionistas para regularizar los cupones pendientes. No obstante, conforme a la normativa vigente, cualquier modificación a las tablas de amortización debe ser aprobada por la Superintendencia de Compañías. A la fecha de elaboración del presente informe, dicho trámite aún no ha sido iniciado por compañía.

La empresa proyecta ingresos por USD 25,18 millones en 2025, con una tendencia creciente hacia 2026, sustentada en la finalización de proyectos en curso. No obstante, se observa una variación prevista en los ingresos posteriores, atribuida al cierre de proyectos actuales y al inicio de nuevas obras. Sin embargo, hasta septiembre de 2025 la compañía no ha logrado alcanzar la meta proyectada. Parte de la estrategia de financiamiento se basa en la venta de activos improductivos, con el objetivo de generar flujos suficientes para cubrir los requerimientos operativos, de financiamiento e inversión. El cumplimiento de estas proyecciones será determinante, considerando el historial de desviaciones frente a las metas y los resultados obtenidos al tercer trimestre de 2025, constituyendo este aspecto un factor de riesgo relevante a monitorear.

Garantías de la emisión

La Garantía General proporcionada por FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. respalda la Novena Emisión de Obligaciones con una base de activos significativa, principalmente libre de gravámenes, lo que constituye una garantía sólida frente a la volatilidad potencial en el valor de los activos durante el plazo de la emisión. Los activos que respaldan esta emisión corresponden principalmente a inventarios, que presentan ciertos riesgos y capacidades de liquidación. Las cuentas por cobrar con relacionadas agregan un riesgo adicional, ya que cualquier incumplimiento podría afectar negativamente los flujos de efectivo de la empresa. En general, aunque los activos que respaldan la emisión son de buena calidad, su capacidad de ser liquidados dependerá del éxito continuo de los proyectos, lo cual hace que estos activos presenten riesgos de mercado en caso de problemas operativos o condiciones adversas en el sector inmobiliario.

La fianza solidaria otorgada por los garantes proporciona una sólida garantía para la Novena Emisión de Obligaciones, asegurando la cobertura del 100% del capital más intereses, siempre que los garantes mantengan una adecuada solvencia financiera. Por otro lado, el fideicomiso mercantil de administración de flujos y pagos establece un mecanismo de acumulación anticipada de fondos destinados al pago de los dividendos trimestrales. No obstante, la efectividad de este esquema dependerá de la capacidad real de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. para generar flujos de efectivo operativos suficientes y oportunos. La constitución de las provisiones al fideicomiso, necesarias para garantizar el pago a los inversionistas, dependerá directamente del desempeño financiero de la compañía. Por tanto, el cumplimiento regular de los aportes al fideicomiso es un aspecto a monitorear, dado que cualquier retraso o insuficiencia en dichos fondos incrementaría significativamente el riesgo de impago para los obligacionistas.

Información Utilizada

- Prospecto de Oferta Pública de la Novena Emisión de Obligaciones.
- Actas de la Junta General Ordinaria de Accionistas de la compañía FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., del 11 de marzo de 2024 y de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de 09 de diciembre de 2024.
- Escritura Pública de Constitución de Fideicomiso Mercantil de Administración de Flujos y Pagos denominado “Fideicomiso de Administración de Flujos Furoiani”.
- Contrato de Fianza Solidaria otorgado por Ana María de Lourdes Furoiani Zambrano y Galo Enrique García Furoiani.
- Declaración Juramentada de los Activos que respaldan la Emisión.
- Estados financieros auditados del año 2022 a 2024 y estados financieros internos a sep-24 y sep-25; y demás información suplementaria considerada relevante para el análisis de la capacidad de pago del emisor.

Riesgos previsibles a futuro, de acuerdo con el giro de negocio del emisor

- Las fluctuaciones en la economía pueden impactar negativamente la demanda de bienes inmuebles y servicios de construcción, afectando los ingresos de la empresa.
- Aunque la reducción del 10% en el Impuesto al Valor Agregado (IVA) aplicada desde 2024 sobre los materiales de construcción ha contribuido a atenuar parcialmente las presiones de costos, el sector continúa expuesto a riesgos estructurales asociados a la volatilidad de precios, la disponibilidad de insumos y la estabilidad de la cadena de suministro. Estos factores podrían limitar la recuperación operativa y afectar la rentabilidad de los proyectos en ejecución, especialmente en un entorno de márgenes ajustados y dependencia de condiciones macroeconómicas favorables.
- Retrasos en la finalización de proyectos pueden afectar los flujos de ingresos previstos y la capacidad de la empresa para cumplir con sus proyecciones.

- La alta dependencia del financiamiento externo y los altos niveles de endeudamiento pueden poner presión sobre la liquidez y la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones financieras.
- La inestabilidad en la generación de flujo de efectivo puede afectar la capacidad de la empresa para financiar nuevas inversiones y operaciones continuas.
- La competencia en el sector inmobiliario y de construcción puede afectar los márgenes de beneficio y la participación en el mercado de la empresa.
- La concentración de ingresos en pocos proyectos específicos puede incrementar el riesgo si alguno de estos proyectos enfrenta problemas o retrasos.

1. Contexto

1.1 Contexto económico y político

La economía ecuatoriana muestra leves signos de recuperación en el 2025, después de una importante contracción del -2,0% del PIB en el 2024. Entre los principales factores que explicarían esta caída se encuentran, la crisis de seguridad que atraviesa el país, crisis energética histórica debido a las prolongadas sequías principalmente en el segundo semestre del año y problemas técnicos que paralizaron la generación hidroeléctrica, así como también la incertidumbre política en un año electoral y el cierre progresivo de los pozos petroleros en el Bloque ITT.

A pesar de este escenario adverso, para el año 2025 se prevé un mejor escenario de recuperación, el BCE prevé un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 2,8% y es relativamente consistente con la proyección del FMI que estima una tasa del 1,7% según el último informe de la Segunda Revisión del Extended Fund Facility (EFF). La diferencia entre estas cifras puede atribuirse a la base de comparación más baja de lo anticipado en 2024 y a una recuperación más vigorosa de la demanda interna a medida que se normalizan el suministro eléctrico y las condiciones de seguridad.

En línea a este escenario, el comienzo del año arrancó con señales muy positivas para el país, para el primer trimestre del año 2025, el BCE publicó que la economía ecuatoriana creció interanualmente en un 3,4%, principalmente explicado por un fuerte rebote del consumo de los hogares y la formación bruta de capital fijo, los cuales crecieron a tasas de 7,1% y 6,7% respectivamente en el mismo periodo analizado.

Las ventas acumuladas del SRI a jun-25 (última información disponible), registran un crecimiento de 5,1% con respecto al mismo período de 2024. Sectores importantes para la economía como comercio y manufactura (que representan el 60% del total) crecen a ritmos de 5,7% y 2,8% respectivamente, sectores como la agricultura se expanden a tasas incluso de doble dígito (18%).

A pesar del importante crecimiento de la economía no petrolera, el sector petrolero muestra señales de debilitamiento tanto en precios como en niveles de producción.

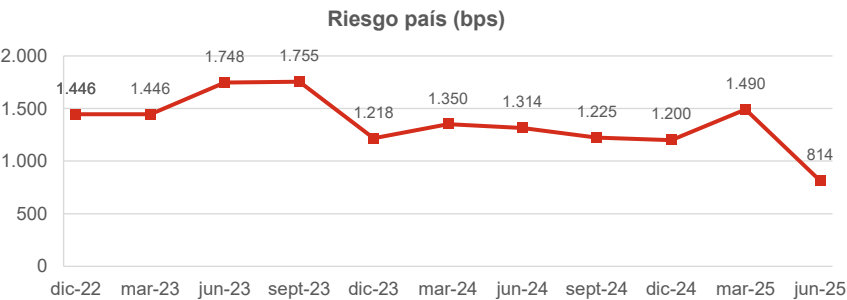
Esta caída en los ingresos petroleros, sumada a una mayor incidencia del gasto público, ha generado un deterioro en las finanzas públicas. A jun-25, el Resultado Global del Presupuesto General del Estado (PGE) acumuló un déficit de USD 1.519 millones, equivalente al -1,0% del PIB, mientras que en jun-24 se había registrado un superávit de USD 192 millones. La diferencia obedece principalmente a que los ingresos totales disminuyeron en -1,3% entre enero y junio de 2025 frente al mismo período del año anterior, mientras que el gasto total se incrementó en 13,5%. Esta expansión del gasto estuvo concentrada en el período de campaña presidencial, destacando especialmente el crecimiento de las erogaciones en bienes y servicios, así como en transferencias corrientes y no corrientes.

Como parte de su estrategia para reducir la brecha fiscal, en jul-25 el gobierno anunció un plan de optimización de la estructura estatal que contempla la reducción del número de ministerios de 20 a 14 y de secretarías de 9 a 3, lo cual implicará la desvinculación aproximada de 5.000 servidores públicos.

Riesgo Soberano	Moneda extranjera		Moneda local	Perspectiva
	Corto plazo	Largo plazo	Largo plazo	
Moody's	-	Caa3	-	Estable
S&P Global Ratings	B	B-	B-	Estable
Fitch Ratings	C	CCC+	B-	n/a

Con relación a la calificación de riesgo crediticio de largo plazo del país otorgada por Fitch Ratings se mantiene en CCC+ por la complejidad e incertidumbre del entorno operativo. Por otro parte, Moody's otorgó la calificación de ""Caa3"" con una perspectiva estable en los últimos 3 años. Finalmente, en ago-25, S&P estabilizó la Perspectiva, pero mantuvo la Calificación, la revisión de la perspectiva se sustenta en varios factores como lo son el aumento de fuentes de financiamiento, el compromiso con la consolidación fiscal que ha demostrado el gobierno, además de una reducción del riesgo político.

Al término de jun-25, el riesgo país alcanzó 814 puntos, encontrándose así, en el punto más bajo durante los últimos tres años, el riesgo país mejoró hasta registrar una tendencia decreciente desde la victoria del actual gobierno, reflejando una mayor confianza de los inversionistas tras la victoria electoral y la reafirmación del compromiso con el programa económico.



Al 16 de septiembre de 2025, se registra una producción de 470.989 barriles diarios con un cumplimiento de 99,93% respecto a la producción del día de operación. Por otro lado, en sep-25 el precio medio del barril (WTI) muestra un leve incremento respecto a may-25 (USD 62), ubicándose en aproximadamente USD 64 con fuerte expectativa de que aumente debido a los conflictos internacionales. La producción de petróleo en Ecuador durante el primer semestre de 2025 experimentó una disminución significativa, con la empresa Petroecuador reportando una caída del 4,1% y los privados también viendo reducciones, lo que se atribuye a emergencias, la erosión en el río Coca y la falta de inversión. Aunque hubo una recuperación de los niveles de producción en el mes de junio tras la suspensión de oleoductos, la tendencia general del semestre fue a la baja, y el país busca aumentar su producción, pero se enfrenta a desafíos.

Con datos acumulados a jun-25, la balanza comercial registra niveles superavitarios históricos de USD 4.166 millones, explicados principalmente por la balanza no petrolera, la cual registra niveles que superan los USD 3.000 millones. En el mismo período, productos como el cacao, camarones y el banano registran ritmos de crecimiento altos de 16%, 29% y 15% respectivamente; mientras que las importaciones se expanden a un ritmo más moderado de 11%, explicado por un repunte de componentes atados al sector productivo como las importaciones de bienes de capital y de la materia prima (16% y 14% respectivamente). Como resultado neto de esta balanza comercial positiva se explicaría en gran parte que se consoliden los saldos de las reservas internacionales, las cuales a junio alcanzaron valores de USD 8.409 millones.

Esta mayor generación de dólares en la economía se traduce en mayores depósitos hacia los bancos y cooperativas, lo cual ha generado una mayor presión en estas instituciones en aumentar el ritmo del crédito, hasta junio de 2025, el desfase del ritmo de crecimiento de la tasa de depósitos frente al crédito de los bancos es de casi 7 puntos mientras que la de cooperativas es de 14 puntos.

En 2024, el FMI y Ecuador alcanzaron un acuerdo para la implementación de un nuevo programa de financiamiento. Tras la segunda revisión efectuada en 2025, el organismo aprobó la ampliación del cupo de crédito hasta USD 5.000 millones. A abril de 2025, el FMI señaló en sus informes que el país ha cumplido con todos los Criterios Cuantitativos de Desempeño (QPC), la mayoría de ellos con márgenes holgados.

El programa no se limita a la estabilización macroeconómica, sino que incorpora un paquete de reformas estructurales orientadas a superar los principales obstáculos al crecimiento. Entre las medidas destacan: la implementación de tarifas eléctricas costo-reflectivas y regulaciones que habiliten a los privados a comercializar excedentes de energía; la reapertura del catastro minero junto con el diseño de un nuevo régimen fiscal para dicho sector; el desarrollo del mercado doméstico de bonos; y el fortalecimiento de la supervisión del sistema financiero.

Indicadores macroeconómicos	Dic22	Dic23	Dic24	Mar25	Jun25
PIB nominal (miles de millones USD)	116,1	121,1	124,7	126,9	126,9
PIB per cápita en USD (precios corrientes)	6.555,5	6.792,7	6.939,3	6.939,3	6.939,3
Crecimiento real del PIB	4,0%	0,7%	-0,9%	3,4%	3,4%
Precio petróleo WTI por barril (USD)	94,4	72,1	69,8	68,0	67,9
Tasa de inflación (fin de período, anualizada)	3,7%	1,4%	0,5%	0,3%	1,5%
Balanza Comercial (USD millones)	2.325	1.995	6.677	2.288	4.166
Déficit fiscal (millones USD)	991.11	2.405	2.490	726	1.757
Deuda pública (millones USD)	63.692	61.256	62.260	64.542	61.454
Deuda/PIB	55,4%	51,2%	50,6%	50,0%	47,6%
Tasa de desempleo	3,8%	3,6%	3,4%	3,8%	3,9%
Tasa de subempleo	20,8%	20,3%	23,2%	19,9%	19,9%

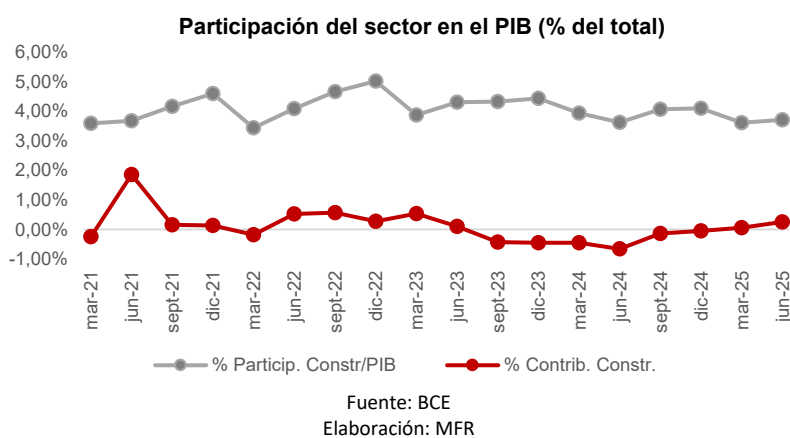
Fuente: Banco Central del Ecuador, INEC, Ministerio de Economía y Finanzas, Fondo Monetario
*Proyecciones según BCE

1.2 Riesgo sectorial

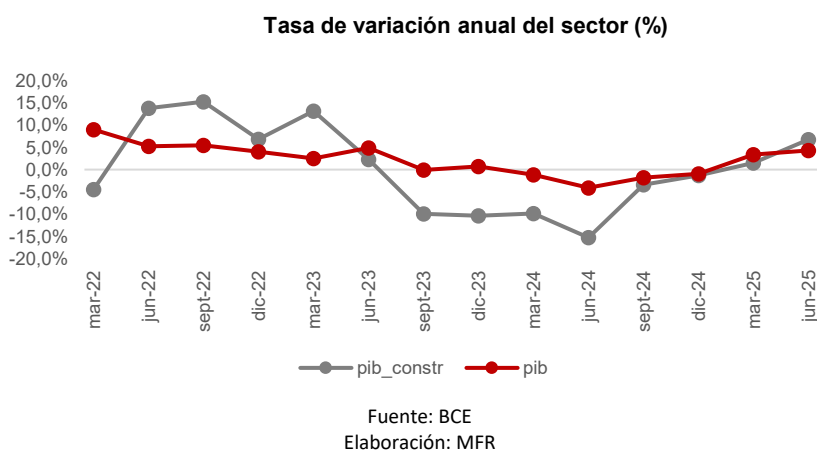
El sector de la construcción representa uno de los sectores de mayor relevancia para la economía ecuatoriana, principalmente porque es intensivo en mano de obra (representa en promedio un 6% del empleo nacional) y porque tiene un importante encadenamiento con otros sectores de la economía, principalmente hacia sectores proveedores de insumos como el sector manufacturero, la minería, entre otros.

Esta importancia se refleja en su estrecha relación con la dinámica de crecimiento de la economía ecuatoriana en los últimos años y en particular del comportamiento del gasto de la formación bruta de capital fijo. Mientras que, en el periodo prepandemia, este sector recibió un importante impulso de la mano de la inversión pública, principalmente en los años 2010-2017, posteriormente, la paulatina reducción y consolidación del gasto en la inversión pública ha mermado la capacidad de crecimiento de este sector.

Su incidencia en el PIB total llegó a representar casi un 9% del total de la producción en el año 2017, a partir de ese año, y principalmente en el periodo post pandemia, se ha mantenido en torno a un 4%. Importante recalcar, que, en los dos primeros trimestres del año 2025, esta relación se ha reducido hasta un 3,66% en promedio.

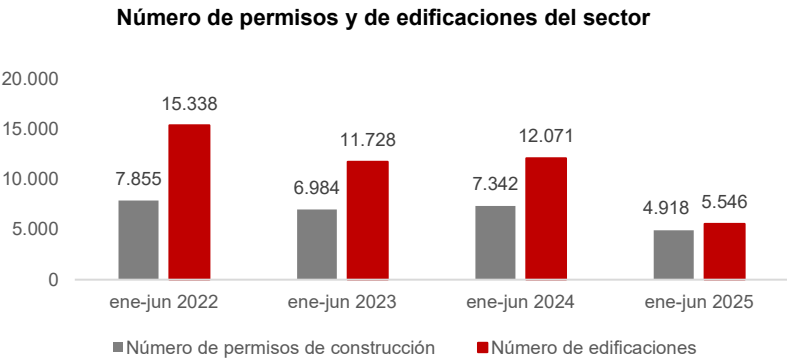


Además de esta menor participación de la inversión pública, factores como la inseguridad, la crisis energética y la falta de políticas públicas que eleven o estimulen la productividad del sector privado, han generado un escenario económico adverso que perjudica la recuperación del sector de la construcción. En el año 2024, la incidencia de este sector en la tasa de crecimiento de la economía fue negativa en promedio un 0,33%, aunque ha venido recuperándose paulatinamente en los primeros trimestres del año 2025, como consecuencia de una recuperación relativamente más alta frente al crecimiento de toda la economía.



El financiamiento de créditos hipotecarios resulta un pilar fundamental para estimular la demanda de este sector, sin embargo, datos del BIESS muestran una contracción del crédito en dicho segmento, a sep-25 el saldo de la cartera bruta de dicho segmento registró una caída del 2%. De la misma manera, las líneas de crédito colocado por bancos privados en segmentos como el inmobiliario y en viviendas de interés público revelan una paulatina desaceleración en su tendencia, llegando a registrar una tasa de crecimiento interanual promedio de 1,9% durante este año 2025, en contraste con la tasa de la cartera total cuyo ritmo promedio fue de un 10,3%.

Datos específicos del número de permisión de construcción y del número de edificaciones publicadas por el INEC, muestran que, durante el período de enero a junio 2025 los números de permisos se han reducido un 33% y las de edificaciones un 54%.



Fuente: BCE
Elaboración: MFR

2. Riesgo del Negocio

2.1 Perfil del emisor

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. fue fundada el 29 de agosto de 1974 en Guayaquil como "Obras y Proyectos Furoiani Cia. Ltda.", convirtiéndose en compañía anónima el 4 de enero de 1983 bajo su nombre actual. La empresa es un actor clave en la construcción en Ecuador, con una proyección de 120 años desde su registro. En 2015, absorbió a las empresas Euroconstru S.A., Ciudad Santiago S.A., y Otrivin S.A., fortaleciendo su presencia en el mercado. Su objetivo principal es la construcción de edificios, urbanizaciones, carreteras y plantas industriales, además de ofrecer servicios de ingeniería y arquitectura. Ha ejecutado proyectos en varias ciudades del litoral ecuatoriano y en Cuenca y Quito, concentrándose principalmente en Guayaquil. La empresa se enfoca en satisfacer las necesidades del mercado con innovación y calidad, maximizando la inversión y promoviendo el desarrollo profesional de sus colaboradores.

Clientes

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. ha ejecutado múltiples proyectos en los segmentos residencial, industrial, comercial, hotelero y educativo, consolidando su presencia en diferentes líneas de negocio dentro del sector de la construcción. En el ámbito habitacional, la empresa ha reorientado su estrategia hacia el desarrollo de viviendas de costo medio, implementando esquemas de financiamiento más accesibles que permiten pagos iniciales reducidos y facilitan el acceso a la propiedad.

El principal método de ventas de las unidades inmobiliarias es a través de asesores de ventas, quienes gestionan las ventas de manera directa. La empresa también emplea canales de ventas digitales y realiza publicidad tanto en línea como en vallas publicitarias. Además, participa en las principales ferias de construcción, lo que le permite alcanzar un mayor número de clientes potenciales.

Para los clientes que cumplen con los criterios de la política de crédito, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. puede ofrecer financiamiento de hasta el 30% del valor del inmueble, a pagarse en un plazo de hasta dos años, mientras que el 70% restante debe ser financiado por una entidad bancaria pública o privada. En situaciones especiales, la compañía puede financiar el valor total del inmueble, sujeto a la aprobación del Comité de Crédito. Este financiamiento se otorga a una tasa de interés similar a la del mercado, con una prima adicional por riesgo de morosidad y por el plazo del crédito.

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. ha ejecutado proyectos en diversas ciudades del litoral ecuatoriano, incluyendo Manta, Bahía, Portoviejo, Chone, Milagro, Salinas, Machala y Esmeraldas, así como en Cuenca y Quito. No obstante, la mayoría de sus proyectos se concentran en la ciudad de Guayaquil.

La compañía ha desarrollado estos proyectos sobre terrenos de su propiedad. Este enfoque estratégico permite a FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. mantener un control significativo sobre sus activos y operaciones, asegurando la calidad y la eficiencia en la ejecución de sus proyectos.

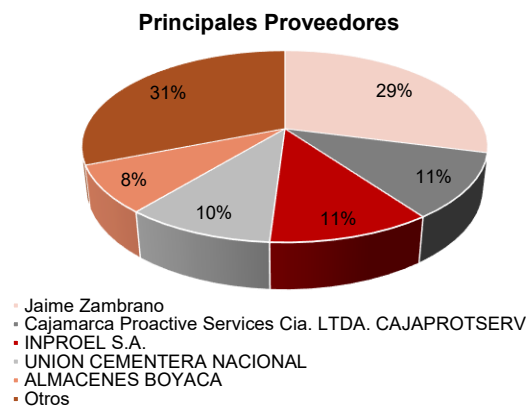
A sep-25, los principales ingresos de la compañía correspondieron a ingresos no operativos, seguido por servicios de construcción y servicios de administración. Los principales clientes a la fecha de corte son el Fideicomiso Inmobiliario CITTAVENTO y la empresa FARMASOLI S.A.S, por ventas de servicios de construcción y la venta de un activo de construcción en venta.



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Proveedores

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. cuenta con proveedores ecuatorianos para la provisión de servicios, estudios y suministros necesarios para la construcción de sus proyectos. Entre los principales proveedores se encuentran, Zambrano García Jaime Arturo, Cajaprotserv, INPROEL, Unión Cementera Nacional UCEM S.A. y Almacenes Boyacá. Estos proveedores son seleccionados tras un análisis exhaustivo de su idoneidad y son contratados de acuerdo con el presupuesto anual de la compañía.



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Competencia y Posicionamiento

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. opera en un sector altamente competitivo, enfocándose en el desarrollo de proyectos orientados al segmento de clase media-alta, caracterizado por una sólida demanda de vivienda y un acceso relativamente favorable a financiamiento bancario. La compañía atiende nichos de mercado específicos que valoran atributos diferenciadores como el servicio postventa, la ubicación estratégica de sus proyectos y características constructivas que responden a las preferencias de sus clientes, lo cual le permite mantener una posición competitiva dentro del mercado inmobiliario.

Las elecciones presidenciales de abril de 2025 continúan generando un entorno de incertidumbre política y económica lo cual está condicionado a la implementación del nuevo gobierno, la aprobación de reformas institucionales y la ejecución del gasto público. Este contexto afecta directamente la dinámica del crédito hipotecario, la decisión de compra de vivienda y, por ende, el desempeño comercial de desarrolladoras como FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.,. En efecto, la primera vuelta electoral generó un aumento en el riesgo país y una caída de los bonos ecuatorianos, lo que refleja mayor desconfianza de los inversionistas ante posibles cambios de rumbo.

Adicionalmente, en noviembre de 2025 se realizó una consulta popular y referéndum nacional que propuso nuevos marcos normativos e institucionales, los ecuatorianos votaron en su mayoría en rechazo a las propuestas impulsadas por el Gobierno.

En el sector de la construcción, la combinación de una ejecución pública que avanza con lentitud y la moderación en la demanda de crédito y planificación afecta negativamente la actividad; dicho escenario también se ve reforzado por el menor dinamismo de las reformas institucionales, que originalmente podrían haber impulsado nuevos incentivos para inversión, financiamiento y obras públicas. Por tanto, para FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., es esencial monitorear el ritmo de aprobación y ejecución de la inversión pública en vivienda e infraestructura; los cambios normativos que puedan derivarse de la consulta popular; la evolución del crédito hipotecario y las condiciones de financiamiento; así como la percepción de riesgo país que influye en el costo del endeudamiento y la inversión extranjera o institucional en el mercado local. La compañía estima su participación en el mercado de la costa en 8%, enfrentando la competencia de empresas como Fanbercell S.A., Constructora Inmobiliaria "La Cúspide" S.A., Investeam S.A., y Ambienssa S.A. A pesar de la fuerte competencia, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. mantiene una sólida posición, especialmente en la provincia del Guayas, donde concentra la mayor parte de sus actividades. Según un análisis de CIU, la empresa se clasifica en la categoría de construcción de edificios residenciales, ocupando la posición 24 en ventas a dic-22.¹

¹ [Ranking de la construcción | Ekosnegocios](#)

2.2 Propiedad, administración y gobierno corporativo.

A sep-25, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. presenta un capital suscrito y pagado de USD 4.509.102,00, representado por 4.509.102 acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una. La mayor parte de estas acciones, el 75%, es propiedad de FUROHOLDINGS S.A.S², seguido por Poderna Holding S.A.S.³

La organización de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. se esfuerza por mantener una estructura financiera robusta y procesos eficientes, guiados por las directrices de los accionistas, la junta y los principales ejecutivos. Este compromiso se refleja en la solidez patrimonial de la compañía, que ha sido sostenida históricamente.

Además, los accionistas muestran un firme compromiso con la empresa, ya que, a pesar de no existir una política definida para la distribución de dividendos, en los últimos períodos no se han distribuido dividendos, ya que las utilidades se reinvierten para el desarrollo de nuevos proyectos. Este enfoque ha permitido a FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. fortalecer su capital y expandir sus operaciones de manera sostenible.

Propiedad	Monto	% acciones
Furoholdings S.AS.	3.361.043	75%
Furoiani Zambrano José Luis	225.455	5%
Poderna Holdings S.AS	922.604	20%
Total	4.509.102	100%

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. no cuenta con prácticas de gobierno corporativo formalmente establecidas en sus estatutos sociales. Sin embargo, mantiene políticas y procedimientos internos que orientan la relación entre los accionistas y la administración, enfocándose en la gestión operativa y financiera de la empresa. La compañía declara su compromiso con la transparencia y la presentación de información financiera, si bien los incumplimientos recientes en obligaciones financieras y de mercado de valores evidencian desafíos en la consistencia del cumplimiento de sus compromisos.

La participación accionaria se mantiene activa en la toma de decisiones estratégicas, con un enfoque en la continuidad operativa y en la ejecución de los proyectos en curso. No obstante, la ausencia de una estructura formalizada de gobierno corporativo limita la institucionalización de prácticas de control interno, gestión de riesgos y supervisión independiente, aspectos relevantes considerando la actual situación financiera de la empresa.

Por otro lado, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. ha establecido un plan estratégico orientado al cumplimiento de metas específicas y medibles. Desde el ámbito financiero, la empresa ha definido como objetivos ampliar su portafolio de productos, fortalecer las negociaciones comerciales, optimizar la generación de flujo de caja y contener los costos operativos, con el propósito de mejorar la rentabilidad y el retorno sobre el patrimonio. En cuanto a la relación con los clientes, se plantea incrementar los niveles de satisfacción y recomendación, así como fortalecer su posicionamiento en el mercado y mejorar los canales de comunicación. A nivel interno, la estrategia contempla iniciativas para elevar la eficiencia de los procesos, mejorar la calidad de las soluciones inmobiliarias y gestionar de manera más efectiva los riesgos asociados a los proyectos. Finalmente, en el ámbito de talento humano, la empresa busca promover el uso de tecnología e innovación, fortalecer las capacidades del personal y fomentar un entorno de trabajo que favorezca el aprendizaje y el desarrollo profesional.

La estructura de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. está diseñada para evitar el riesgo de persona clave, garantizando la continuidad de sus actividades a través de políticas eficaces de organización, planificación e inversión. La gestión de la compañía recae en la Junta General de Accionistas, el órgano supremo encargado de tomar decisiones clave para mantener una estructura financiera sólida y procesos eficientes. La Junta designa al Presidente, Vicepresidente, miembros del Directorio y Gerentes de Área, quienes cumplen con sus funciones legales correspondientes.

El Directorio actúa como un órgano auxiliar de la administración y se reúne ordinariamente una vez al año y de forma extraordinaria cuando es convocado por el presidente del Directorio, el Gerente General, dos o más directores, o accionistas que representen el 50% del capital pagado. Los directores, elegidos por la Junta General de Accionistas, sirven por un periodo de tres años y pueden ser reelegidos indefinidamente.

² Único accionista FUROIANI ZAMBRANO ANA MARIA DE LOURDES

³ Único accionista GARCIA FUROIANI GALO ENRIQUE

Directorio	Función	Perfil
Galo García Carrión	Presidente del Directorio	Abogado
Ana María Furoiani	Directora	Ingeniera
José Luis Furoiani	Director	n.d.
Guido Rojas	Director	Economista - MBA y Agente de Bolsa
José María Vásquez	Director	Abogado
Carolina Kourroski de Oliveira	Directora	Marketing, Comunicación estratégica y Desarrollo de negocios
Jaime Palomeque	Director	Estadístico, Matemático y Analista de datos

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

La plana gerencial de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. está conformada por gerentes de área y ejecutivos claves responsables de la supervisión y dirección de las operaciones y de la ejecución de las estrategias definidas. Este equipo, en coordinación con el Directorio, estructura la gestión operativa de la empresa, orientándola hacia el cumplimiento de los objetivos corporativos. El fortalecimiento de la formalización de los procesos de supervisión y control interno constituye un aspecto a fortalecer para optimizar la eficiencia administrativa y reducir la exposición a riesgos operativos.

Plana Gerencial	Función	Perfil
Galo García Furoiani	Gerente General (Presidente Ejecutivo - Miembro del Directorio)	Economista - MBA
Jose Antonio Intriago	Gerente de Proyectos	Ingeniero Civil - Fiscalizador Independiente
Lydia del Pozo	Gerente Comercial	Economista - MBA
Dunia Ullauri	Gerente Corporativa Financiera	Contador Público Autorizado (C.P.A.) - Mgs. en Contabilidad y Finanzas

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

La compañía cuenta con un proceso adecuado para la selección y contratación de personal idóneo para el desempeño de sus funciones dentro de la estructura organizacional, de tal manera que cuenta con personal calificado, con experiencia y orientado a un mismo objetivo. A mar-25 el equipo de trabajo está compuesto por 40 colaboradores, evidenciándose una reducción de personal respecto a períodos anteriores. Los empleados son evaluados anualmente mediante el método de 180 grados, y la empresa ha establecido planes de capacitación para fomentar el desarrollo profesional continuo.

Adicionalmente resulta importante destacar que no existen sindicatos o comités de empresa en la compañía que puedan perjudicar el normal desempeño de las actividades de la compañía.

Con base en los elementos analizados, se considera que la calidad y el desempeño de los órganos administrativos del Emisor, así como la calificación de su personal y la existencia de sistemas básicos de administración y planificación, son adecuados para el tamaño y complejidad de la operación actual. Asimismo, la estructura accionaria mantiene una consistencia adecuada, sin cambios significativos recientes que afecten la estabilidad organizacional.

Empresas vinculadas o relacionadas

Compañías Relacionadas	Tipo de vinculación
Zarzuela S.A.	Propiedad
In Earth S.A.	Propiedad
Royalbay Hoteles S.A.	Propiedad
Del Pacífico Cía.LTDA. Aencia	Propiedad
Asesora Productora de Seguros	
Fopinvest S.A. S.	Propiedad
Fideicomiso Inmobiliario Cittavento	Constituyente
FOPMET S.A.S	Propiedad
Fideicomiso de Titularización de	Constituyente
Cartera Inmobiliario Volan	
Fideicomiso de Garantía e	Constituyente
Inmobiliario Milannvo	
Fideicomiso Inmobiliario	Constituyente
Marenostro	
Fideicomiso de Garantía Sancity	Constituyente

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

2.3 Riesgo legal y reputacional

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. enfrenta riesgos legales y reputacionales derivados del incumplimiento de diversas obligaciones patronales, financieras y bursátiles. La empresa mantiene obligaciones patronales en mora con el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) por un monto de USD 165,39 mil, cuyo pago pendiente constituye un aspecto crítico a monitorear. Adicionalmente, el buró de crédito registra obligaciones financieras vencidas por USD 669,52 mil. Conforme lo informado por la empresa, se encuentra en un proceso de reestructuración de deuda con su acreedor y se han realizado abonos a la deuda; sin embargo, hasta el cierre del periodo de análisis no se ha evidenciado una regularización efectiva del total de dichos pasivos. Adicionalmente, la compañía refleja incumplimientos ante la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, lo que agrava su perfil de riesgo financiero e institucional.

En relación con el mercado de valores, el riesgo reputacional se intensifica por la persistencia de montos vencidos y no regularizados en las emisiones vigentes. Al corte de septiembre de 2025, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., presenta un saldo por pagar de USD 7,36 millones, según la información presentada en sus estados financieros.

De acuerdo con la información comunicada a las Bolsas de Valores por Decevale y reportada por el emisor, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. incumplió con el pago en tiempo y forma de los vencimientos del 4to papel comercial, el cual debía finalizar en marzo de 2025; a la fecha de corte se registra un saldo por pagar de USD 641,01 mil. Aunque la empresa señala que fue reestructurado, este convenio no ha sido aprobado por la Superintendencia de Compañías, por lo que los cambios propuestos no surten efecto legal a la fecha de corte. De la información proporcionada en un reporte de pagos por la empresa, a la fecha de corte del presente se muestran pagos parciales realizados entre marzo y mayo de 2025 por alrededor de USD 12,7 mil. Sin embargo, MFR no ha recibido comprobantes de pagos que avalen estos abonos realizados por la empresa.

Asimismo, la compañía no cumplió oportunamente con el pago correspondiente a los cupones correspondientes a los meses de mayo y agosto de 2025 de la séptima emisión de obligaciones, de lo cual según la tabla de amortización aprobada por la Superintendencia el valor asciende a USD 319,69 mil. La empresa señaló que estos cupones se encuentran en negociación; sin embargo, no existe aprobación por parte de la Superintendencia de Compañías que respalde una modificación contractual. Por tanto, con corte a sep25 de la información proporcionada en un reporte de pagos por la empresa, a la fecha de corte del presente se muestran pagos parciales realizados por USD 53,84 mil. Sin embargo, MFR no ha recibido comprobantes de pagos que avalen estos abonos realizados por la empresa.

Con respecto a la Octava Emisión, la empresa informó una nueva tabla de amortización correspondiente a la reestructuración aprobada por la Asamblea de Obligacionistas en junio de 2025, que divide el instrumento en clases A y B. No obstante, esta reestructuración no cuenta con la aprobación de la Superintendencia de Compañías, por lo que no tiene validez regulatoria. Como resultado, si bien se han ejecutado pagos, estos son parciales, ascienden a USD 78,94 mil, sin embargo, dado que la tabla de amortización no se encuentra aún aprobada por el ente de control no se subsanan los incumplimientos de la emisión con corte a sep25. Adicionalmente, según la información contenida en la Bolsa de Valores de Guayaquil, se evidencian valores pendientes de pago a septiembre de 2025 por un monto de USD 275 mil.

Por otra parte, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. no enfrenta demandas judiciales significativas que puedan comprometer su liquidez o solvencia. Si bien participa como codeudora del proyecto inmobiliario Cittavento, dicha obligación se encuentra respaldada por un Fideicomiso Inmobiliario que garantiza el crédito constructor asociado al proyecto.

3. Riesgo Financiero

3.1 Estructura del balance

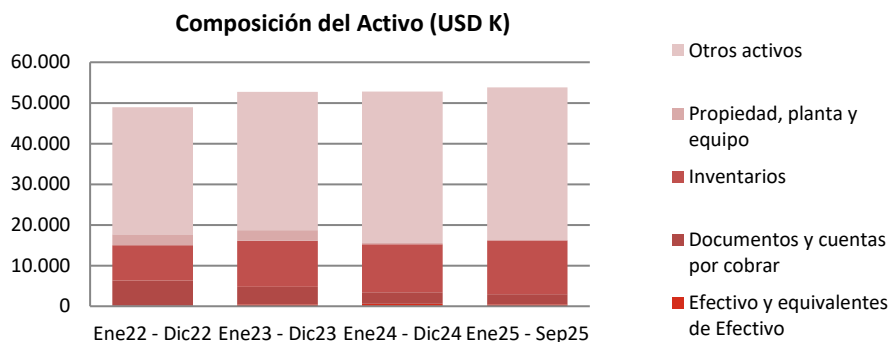
Activos

A sep-25, los activos de la compañía ascienden a USD 53,83 millones, lo que representa un crecimiento del 1,9 % respecto de diciembre de 2024. Este incremento se explica principalmente por el aumento en cuentas y documentos por cobrar.

En los últimos períodos, los activos mantienen una tendencia creciente, pasando de USD 48,97 millones en dic-22 a USD 52,83 millones en dic-2024. Este comportamiento ha estado impulsado por el incremento de las propiedades de inversión, el crecimiento de los derechos fiduciarios y mayores inversiones en subsidiarias.

El activo corriente representa 35,54 % del total (USD 19,13 millones) y está compuesto principalmente por inventarios, cuentas por cobrar y activos por impuestos corrientes. El activo no corriente, con un saldo de USD 34,70 millones, el cual representa un 64,46 % del total, corresponde en su mayoría a propiedades de inversión, derechos fiduciarios e inversiones en subsidiarias.

Al período de análisis, el inventario de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., asciende a USD 13,19 millones. Como empresa constructora, enfrenta desafíos inherentes a la gestión de inventarios que comprenden terrenos, obras en curso y viviendas terminadas. La rotación de inventarios disminuyó de 0,22 en dic-24 a 0,07 en sep-25, mientras los días promedio de inventario aumentaron de 1.645 a 5.037 días. Esta dinámica refleja la naturaleza del negocio inmobiliario, que requiere plazos extensos para desarrollo, finalización y comercialización de proyectos, generando una inmovilización significativa de capital y potencial presión sobre el flujo operativo.



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

A sep-25, las cuentas por cobrar de corto plazo ascienden a USD 2,51 millones, con plazos de cobro que pueden extenderse hasta 360 días. La mayor parte del saldo corresponde al Fideicomiso Inmobiliario Cittavento, el cual ha mantenido un adecuado comportamiento de pago y una calidad crediticia favorable; bajo este contexto, la compañía no registra provisiones por incobrabilidad conforme a sus prácticas contables.

A partir de este corte, se observa que la rotación de cuentas por cobrar continúa disminuyendo, ubicándose en 0,35 veces a sep-25. Esta tendencia descendente se ha consolidado en los últimos años, pasando de 1,87 veces en dic-22 a 0,42 veces en dic-24, lo cual refleja una menor velocidad en la conversión de ventas a efectivo.

Dentro del activo no corriente el cual alcanzó un monto de USD 34,70 millones se registra un saldo de USD 19,17 millones, correspondiente las propiedades de inversión millones dentro de este rubro se contabilizan los lotes de Grupo Manobanda y los terrenos de Cittavento – Módena Etapa 3, Cittavento – Trentino y Ciudad Santiago etapas XIV, XV y XVI, seguido por las inversiones en acciones con USD 5,74 millones⁴, inversiones en proyectos por USD 4,59 millones⁵ y derechos fiduciarios sobre Fideicomisos en los cuales se aportaron capital y terrenos para construcción de proyectos por USD 2,35 millones.⁶

El rubro de propiedad, planta y equipo mantiene un saldo de USD 0,12 millones, reflejando baja participación de activos fijos operativos en la estructura total.

El incremento relativo de los activos no corrientes, especialmente en propiedades de inversión, amplía la exposición a riesgos de mercado específicos, tales como la volatilidad del valor de los activos inmobiliarios, los tiempos de realización

⁴ Zarzuela S.A, Fopinest S.A.S, FOPMET S.A.S, In Earth S.A., Del Pacífico Cía Ltda, Royalbay,

⁵ Cittavento-Piamonte, Proyecto Costa Rica

⁶ Fideicomiso Cittavento-Piamonte, Fideicomiso Mercantil FOP-UCEM

ante necesidades de liquidez y la sensibilidad a las condiciones del sector construcción e inmobiliario. Esta concentración en activos de baja liquidez relativa limita la flexibilidad financiera de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., en escenarios de presión de caja o mayor exigencia de obligaciones de corto plazo, por lo que su evolución deberá ser monitoreada de forma continua.

Pasivos y Patrimonio

Las necesidades de financiamiento de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., están estrechamente ligadas al desarrollo de los proyectos inmobiliarios en ejecución, los cuales demandan recursos conforme al avance de obra. La inversión en proyectos de gran escala y la adquisición de terrenos para futuros desarrollos generan una demanda constante de liquidez. La compañía ha atendido estas necesidades mediante diversas fuentes de fondeo, tanto del sistema financiero como del mercado de valores, ajustando su estructura conforme a las condiciones del mercado y a su cronograma de inversiones. No obstante, el entorno económico actual y las condiciones restrictivas de crédito podrían incidir en su acceso a financiamiento, por lo que la capacidad de fondeo constituye un elemento crítico a monitorear para asegurar la sostenibilidad de sus operaciones y planes de crecimiento.

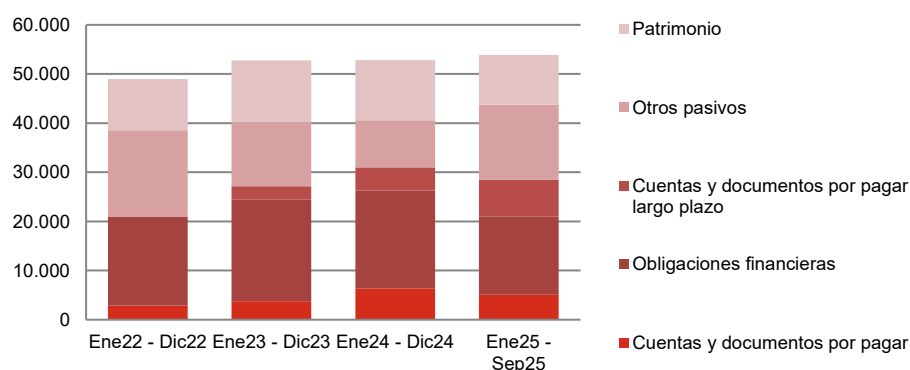
A sep-25, los pasivos totales ascienden a USD 43,75 millones, lo que representa un incremento del 7,8 % frente a dic-24. Este aumento responde principalmente a la mayor actividad de desarrollo y a la continuidad de la estrategia de reestructuración de pasivos orientada a extender vencimientos y reducir presiones de corto plazo.

En los últimos períodos anuales, los pasivos pasaron de USD 38,56 millones en dic-22 a USD 40,57 millones en dic-24, reflejando un crecimiento moderado asociado al avance de proyectos y a ajustes en la estructura de financiamiento.

Del total, el 28,53 % (USD 12,48 millones) corresponde a pasivo corriente, integrado principalmente por la porción corriente de deuda bancaria y del mercado de valores, anticipos de clientes y cuentas por pagar a proveedores. El 71,47 % restante (USD 31,27 millones) pertenece al pasivo no corriente, conformado mayoritariamente por obligaciones financieras de largo plazo, tanto con instituciones bancarias como con el mercado de valores. En términos generales, el incremento se explica por el aumento de cuentas y documentos por pagar a largo plazo, así como por las obligaciones financieras, que continúan representando la principal fuente de fondeo de la compañía.

A septiembre de 2025, la deuda bancaria total alcanza USD 15,90 millones, de los cuales el 83,71 % corresponde a obligaciones de largo plazo y el 16,29 % a corto plazo. Se evidencia un cambio en la estructura de fondeo frente a la revisión anterior (marzo 2025), cuando la mayor proporción de deuda se encontraba concentrada en el corto plazo. Esto refleja una reconfiguración de los plazos de endeudamiento con el propósito de aliviar presiones de liquidez y extender los vencimientos, aunque la dependencia del financiamiento externo se mantiene elevada en el período de análisis.

Composición del Pasivo y Patrimonio (USD K)



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., ha logrado extender parcialmente los vencimientos de sus obligaciones, conserva una proporción significativa de deuda concentrada en el corto plazo, lo que la expone a riesgos de refinanciamiento. En escenarios de condiciones de mercado adversas o restricciones de liquidez, la compañía podría enfrentar dificultades para renovar o refinanciar deuda en condiciones favorables, lo cual presionaría su flujo operativo y capacidad de cumplimiento. Por tanto, la evolución del calendario de vencimientos y la disponibilidad de alternativas de fondeo deben ser vigiladas de forma permanente.

De igual manera, la empresa ha consolidado su participación en el mercado de valores, manteniendo vigentes a septiembre de 2025 la Séptima, Octava y Novena Emisión de Obligaciones. El saldo de deuda por este concepto asciende a USD 10,06 millones, evidenciando que las emisiones han adquirido un peso relevante dentro de la estructura de

pasivos. Aunque la porción corriente de obligaciones emitidas se redujo a USD 2,59 millones, persiste una exposición al riesgo de refinanciamiento debido al volumen de obligaciones que vencerán en el mediano plazo. Adicionalmente, se mantiene el riesgo de no pago de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., en el mercado de valores, lo cual incrementa la vulnerabilidad financiera de la compañía y puede limitar su capacidad de acceso o renovación de financiamiento en condiciones favorables.

Obligaciones financieras	Tipo de fuente	Tipo de tasa	Tasa	Divisa	Saldo de capital a corto plazo	Saldo de capital a largo plazo	Total
Banco Bolivariano	Entidad privada local	Fija	9,96%-11,76%	USD		522.312	522.312
Banco Pichincha	Entidad privada local	Fija	11,32%-10,74%	USD		6.891.112	6.891.112
Banco Comercial Manabi	Entidad privada local	Fija	9,50%	USD	162.693		162.693
Cooperativa de Ahorro y Credito Biblian	Entidad privada local	Fija	7,80%	USD	107.133		107.133
CB Cooperativa	Entidad privada local	Fija	7,80%	USD	557.852		557.852
Coop. Ahorro y Cred. Crediamigo Ltda.	Entidad privada local	Fija	12,60%	USD	88.835		209.978
Mercado de Valores	n/a	Fija	7,25% al 8% dependiendo de la emisión	USD	1.672.808	5.771.697	7.444.505

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Las cuentas por pagar a largo plazo han mostrado un incremento importante, pasando de USD 6,29 millones en dic-24 a USD 13,31 millones en sep-25, principalmente por obligaciones con proveedores locales vinculadas a la adquisición de materiales y servicios para la ejecución de obras.

Por su parte, las cuentas por pagar diversas y con partes relacionadas registraron USD 2,01 millones, representando fondos de garantía de cumplimiento para proyectos en desarrollo. La rotación de cuentas por pagar pasó de 0,50 a 0,69 veces entre dic-24 y sep-25, lo que sugiere una mayor extensión de plazos de pago como mecanismo de alivio temporal de liquidez. En cuanto a los anticipos de clientes, estos mantienen una tendencia creciente, vinculada al avance de los proyectos inmobiliarios. Los anticipos pasaron de USD 6,29 millones en dic-24 a USD 13,31 millones en sep-25, reflejando un mayor nivel de preventas y aportes anticipados, lo que contribuye parcialmente al fondeo de las obras.

En relación con el patrimonio, éste se situó en USD 10,09 millones a sep-25, mostrando una reducción frente a dic-23 (USD 12,47 millones), cuando alcanzó su nivel máximo. Esta reducción en el transcurso de nueve meses refleja un menor nivel de aportes y una estructura patrimonial más ajustada frente a períodos anteriores.

A la fecha de corte, la composición patrimonial corresponde a 44,71 % capital social, 35,92 % resultados acumulados y 23,79 % aportes para futuras capitalizaciones.

Cabe destacar que los aportes para futuras capitalizaciones, al no haberse incorporado aún al capital social, representan un riesgo latente, pues su materialización dependerá de la ejecución formal de la capitalización y de la valorización efectiva de los activos aportados. Adicionalmente, la disminución de los resultados acumulados y la pérdida registrada a en oct24-sep25 debilitan la capacidad de generación interna de patrimonio. En este contexto, la consolidación de los aportes y la recuperación sostenida de los resultados operativos serán factores determinantes para preservar la solidez patrimonial y mejorar el perfil financiero de la compañía.

3.2 Desempeño operativo y rentabilidad.

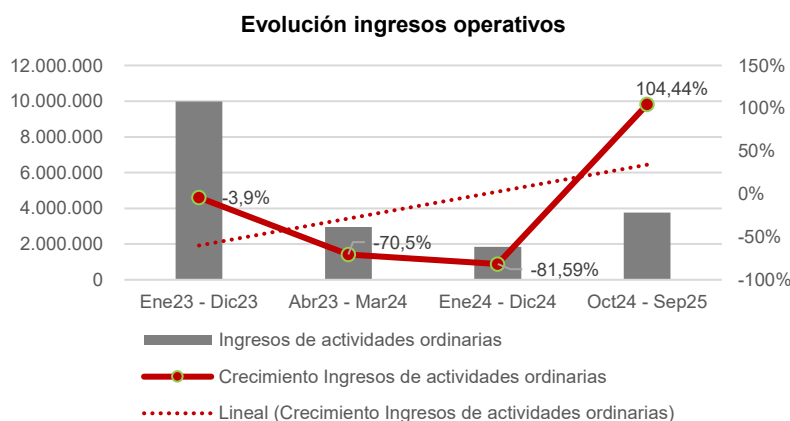
Los ingresos de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., dependen del desarrollo, ejecución y cierre de sus proyectos inmobiliarios, contruidos sobre terrenos propios y gestionados en el corto y mediano plazo. La empresa mantiene tres principales fuentes de ingresos como lo son la venta directa de bienes inmuebles, prestación de servicios de construcción (reconocidos según el grado de avance de obra) y servicios de gerencia de proyectos. Al tratarse de una empresa del sector de la construcción, la evolución de las ventas está estrechamente vinculada al ciclo de culminación y entrega de los proyectos, mientras que las condiciones del mercado y la demanda de vivienda influyen significativamente en la decisión de compra de los clientes, generando variabilidad en los ingresos.

La compañía gestiona parte importante de sus proyectos a través de fideicomisos inmobiliarios y encargos fiduciarios, estructuras que respaldan y garantizan la viabilidad de las obras en ejecución. En un entorno de menor dinamismo del mercado, los ingresos provenientes de actividades ordinarias (venta de inmuebles, servicios de construcción y contratos por servicios) han mostrado una tendencia decreciente desde diciembre de 2022, alcanzando USD 1,84 millones en diciembre de 2024. Este comportamiento responde a que varios proyectos se encontraban aún en ejecución y las unidades habitacionales no habían sido completamente comercializadas, por lo que el reconocimiento de ingresos a través de los fideicomisos se difiere hasta el avance o liquidación de los mismos.

En ene25-sep25, los ingresos operativos totalizan USD 0,94 millones, lo cual representa únicamente un 3,7 % del presupuesto anual de USD 25,18 millones. Este resultado refleja un menor nivel de facturación respecto a lo previsto para el cierre de 2025, en línea con el avance limitado de obras y la lenta ejecución de proyectos bajo administración.

No obstante, al considerar el período oct24–sep25, los ingresos ascienden a USD 3,76 millones, mostrando una recuperación parcial asociada al reconocimiento progresivo de obras en ejecución, aunque aún por debajo de las metas establecidas por la compañía.

La dependencia de los hitos de liquidación de los fideicomisos para el reconocimiento de ingresos concentra los flujos en momentos específicos, lo que incrementa la volatilidad de los resultados y afecta la previsibilidad del flujo operativo. No obstante, los fideicomisos inmobiliarios y encargos fiduciarios constituyen un respaldo clave para la ejecución y continuidad de los proyectos, al asegurar la correcta administración de los recursos y el cumplimiento de los compromisos asumidos con los diferentes actores involucrados. En este contexto, la capacidad de la compañía para culminar los proyectos en ejecución, acelerar la comercialización de unidades y garantizar la liquidación oportuna de los fideicomisos será determinante para sostener la generación de ingresos y mitigar los riesgos de liquidez.



El costo de ventas está directamente relacionado con el avance de los proyectos inmobiliarios e incluye los costos de construcción de villas y unidades habitacionales. En oct24-sep25, el costo de ventas representó el 95,25 % de los ingresos operativos, consistente con la ejecución progresiva de obras y el reconocimiento contable de los costos conforme las mismas alcanzan mayores niveles de avance.

Como resultado, la utilidad bruta mantuvo una trayectoria descendente, pasando de USD 4,66 millones en 2022 a una pérdida bruta de USD -0,70 millones en 2024. En el período analizado ene-sep25, se observó una ligera recuperación, con una utilidad bruta de USD 44,61 mil frente al cierre del ejercicio previo.

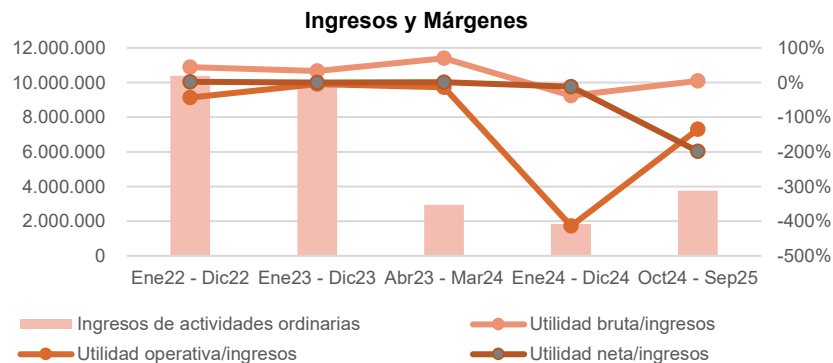
A ene-sep-25, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., presenta un desequilibrio operativo marcado, con gastos de USD 1,31 millones, equivalentes al 139,46 % de los ingresos del período, lo que evidencia una desproporción estructural entre el nivel de actividad y la carga de costos fijos. Este indicador contrasta con los registros de diciembre de 2023 (37,79 %) y diciembre de 2024 (376,04 %), confirmando que los ingresos son insuficientes para cubrir los costos y gastos operativos.

En consecuencia, la compañía mantiene pérdidas operativas recurrentes, en dic-2022 ascendieron a USD -4,49 millones, USD -0,46 millones en 2023, USD -7,62 millones en 2024 y USD -1,27 millones a ene-sep2025, reflejando una debilidad estructural en la generación operativa, que compromete la estabilidad financiera y la capacidad de cumplimiento de sus obligaciones.

Los ingresos no operacionales han contribuido de forma intermitente a compensar los resultados negativos. En 2024 alcanzaron un nivel excepcional de USD 10,41 millones, impulsados por ganancias por revaluación de propiedades de inversión y venta de activos, configurando un resultado extraordinario y no recurrente. En ene-se 2025, estos ingresos se redujeron a USD 0,52 millones, reflejando la ausencia de resultados extraordinarios y limitando la capacidad de sostener utilidades positivas. Esta dependencia de ingresos no operativos constituye un riesgo material, pues se basa en eventos puntuales y no en una fuente estable de generación de rentabilidad.

Los gastos financieros guardan relación directa con la estructura de endeudamiento, compuesta por créditos bancarios y obligaciones emitidas en el mercado de valores. A dic-2022, los gastos financieros sumaron USD 2,06 millones y

representaron 19,81 % de los ingresos; en 2023 se redujeron a USD 1,11 millones, en línea con una menor exposición bancaria; sin embargo, en 2024 se incrementaron nuevamente a USD 3,04 millones (163,66 % de los ingresos). A sep-2025, totalizaron USD 1,12 millones, equivalentes al 118,68 % de los ingresos del período, evidenciando un aumento desproporcionado de la carga financiera frente a los ingresos operativos y una presión creciente sobre el flujo de caja.



En cuanto a la rentabilidad, la compañía presenta una tendencia claramente negativa. La utilidad neta pasó de USD 235,78 mil en 2022 a USD -31,38 mil en 2024, profundizándose hasta una pérdida neta de USD -1,87 millones a ene-sep 2025, atribuible a la caída de ingresos y al desbalance estructural entre ingresos y gastos.

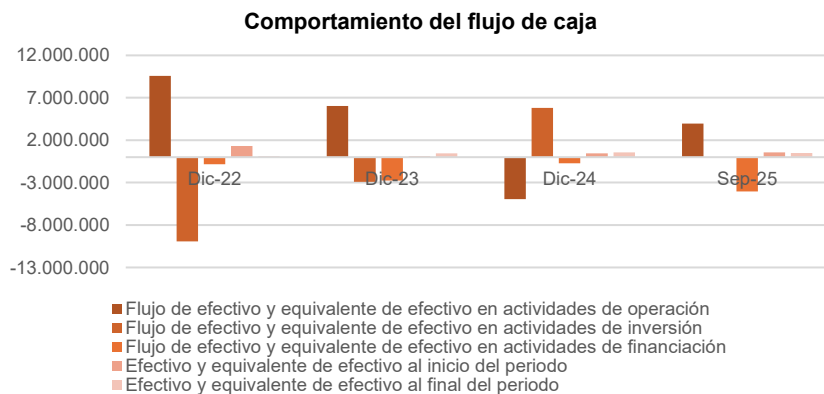
La rentabilidad sobre activos fue de -13,79 % en el período oct24-sep25, frente a -0,40 % en 2024, reflejando una pérdida sostenida de eficiencia en el uso de activos. De igual modo, la rentabilidad sobre patrimonio pasó de -1,72 % a -66,04 %, evidenciando un marcado deterioro de la rentabilidad del capital propio.

La compañía proyecta una recuperación gradual de la rentabilidad sustentada en la finalización y comercialización de proyectos en curso, así como en eventuales ingresos por venta de terrenos. No obstante, la sostenibilidad de dicha mejora dependerá de la eficiencia operativa, la optimización de costos y el fortalecimiento de la estructura financiera, factores indispensables para revertir los resultados negativos y restablecer la rentabilidad en el mediano plazo.

3.3 Flujos de caja.

El flujo de efectivo de FUIROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., entre dic-2022 y sep-2025 evidencia un deterioro progresivo en la generación de caja operativa, acompañado de una dependencia creciente de fuentes de financiamiento para sostener la liquidez. El flujo neto de actividades operativas mostró una tendencia descendente, al pasar de USD 9,59 millones en dic-22 a USD 3,95 millones en sep-25. Esta reducción obedece a menores niveles de ingresos ordinarios y a una baja conversión de activos inmobiliarios en efectivo, dado que varios proyectos en ejecución aún no han generado ventas significativas.

De igual manera, las actividades de inversión reflejaron salidas constantes de efectivo, propias de un modelo de negocio intensivo en capital. Las inversiones se redujeron entre dic-22 y dic-24, aunque a sep-25 mantienen una tendencia negativa, con un flujo de USD -5,51 millones. Esta dinámica, combinada con la contracción de los flujos operativos, ha ejercido presión adicional sobre la caja disponible de la compañía. En relación a las actividades de financiamiento, FUIROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., registró flujos negativos en el período dic22-dic24, principalmente asociados al servicio de deuda. Esta tendencia se mantiene a sep-25, con un flujo negativo de USD -4,03 millones. La mayor dependencia de recursos externos evidencia la limitada capacidad de autofinanciamiento y expone a la empresa a riesgos de refinanciamiento, especialmente en un entorno de incremento del endeudamiento.



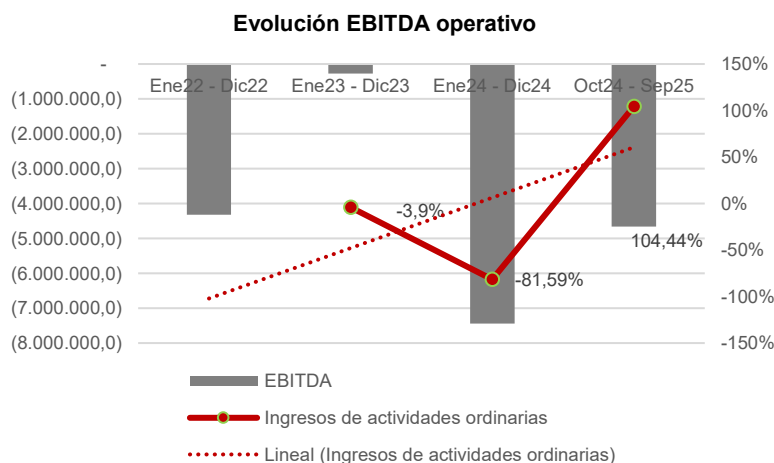
3.4 Cobertura de flujos.

A sep-25, el EBITDA de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., se mantiene en niveles deficitarios, reflejando la incapacidad del negocio para generar recursos suficientes que cubran su estructura de costos y el servicio de la deuda. El deterioro observado responde a una baja ejecución de proyectos, costos operativos elevados en relación con el nivel de facturación y una carga financiera significativa.

Esta situación confirma la tendencia de deterioro observada en períodos previos, a dic-2022, el indicador fue negativo en USD -4,33 millones y la misma tendencia persistió al cierre de 2024, con un EBITDA negativo de USD -7,44 millones lo que acentúa la vulnerabilidad del modelo de negocio, incrementando la exposición a riesgos de iliquidez y a dificultades en la cobertura del servicio de deuda.

En el período oct24-sep25, el indicador mantuvo su trayectoria descendente, ubicándose en USD -4,67 millones, lo que ratifica la debilidad en la rentabilidad operativa y la falta de generación de caja recurrente.

En conclusión, aunque se observan esfuerzos de contención de costos y ajustes operativos, la recuperación sostenida de la rentabilidad y del EBITDA dependerá de la capacidad de la compañía para estabilizar su volumen de ventas, racionalizar de manera estructural su base de costos y reducir la dependencia de ingresos extraordinarios. Asimismo, el mayor peso de los gastos financieros continúa limitando la conversión de resultados operativos en flujos de efectivo reales y recurrentes, manteniendo la presión sobre la liquidez y el perfil de riesgo financiero de la empresa.



Históricamente, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., ha evidenciado una insuficiencia estructural en la generación de flujos operativos capaces de cubrir sus gastos recurrentes y el servicio de deuda financiera. Esta debilidad ha obligado a la compañía a depender, en varios ejercicios, de ingresos no operacionales para alcanzar resultados positivos, lo que ha incrementado su exposición a la volatilidad y comprometido la sostenibilidad de su estructura financiera ante la ausencia de ingresos extraordinarios.

La evolución de la cobertura EBITDA/gastos financieros revela la fragilidad del modelo operativo. En 2022, la cobertura fue negativa en -209,96 %, reflejando que el EBITDA no solo resultó insuficiente, sino ampliamente superado por los intereses devengados.

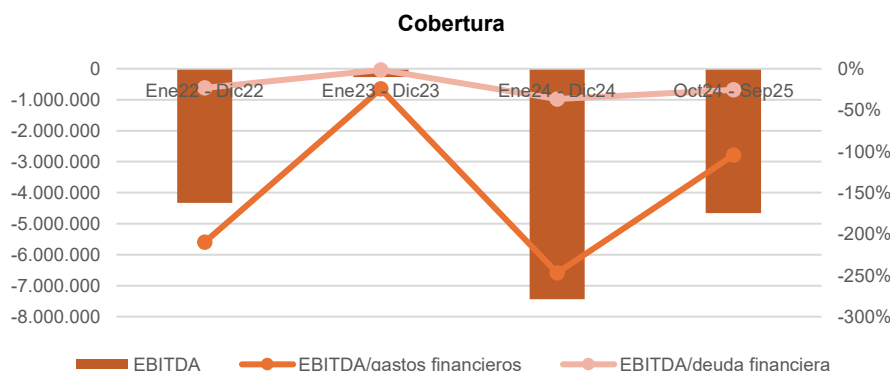
En 2024, la situación se deterioró aún más, con una cobertura de -247,06 %, consecuencia de la caída significativa del EBITDA asociada a la contracción de los ingresos operativos. En el período oct24-sep-25, si bien se observó una ligera mejora, la cobertura permaneció negativa en -104,47 %, evidenciando una persistente incapacidad de la operación principal para sostener financieramente las obligaciones de la empresa.

Esta tendencia refleja una debilidad estructural crítica, cuya corrección resulta indispensable para restablecer la viabilidad financiera del negocio. En ausencia de una mejora sostenida en la generación operativa de caja, el perfil crediticio del emisor continuará condicionado por su dependencia de fuentes extraordinarias de ingreso y por un elevado riesgo financiero.

En cuanto a la cobertura de la deuda financiera, el comportamiento mantiene un patrón similar al observado en la cobertura de gastos financieros. En 2022, la cobertura fue negativa en -23,18 %, lo que denota una generación operativa de caja insuficiente para atender las obligaciones financieras exigibles.

En 2024, la cobertura se redujo aún más, ubicándose en -36,68 %, pese a una leve recuperación del EBITDA. Finalmente, durante el período oct24-sep25, la cobertura mostró una leve mejora, aunque continuó en terreno negativo con -25,46 %, confirmando que la generación operativa sigue siendo limitada frente a los compromisos financieros asumidos.

Es importante indicar que los retrasos registrados en los pagos de emisiones en el mercado de valores y el proceso de reestructuración de deuda con uno de los principales acreedores refuerzan la existencia de un riesgo financiero elevado. La limitada generación de flujos operativos frente a las obligaciones financieras pone de manifiesto la necesidad de monitorear de forma permanente la evolución del flujo de caja, a fin de evaluar la capacidad real de cumplimiento oportuno de los compromisos de corto y mediano plazo.



3.5 Endeudamiento y solvencia.

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., mantiene una estructura de financiamiento sustentada principalmente en deuda bancaria, emisiones de obligaciones en el mercado de valores y anticipos de clientes provenientes de sus proyectos inmobiliarios. Esta composición refleja un modelo de fondeo a través del aporte de sus clientes combinado con la adquisición de deuda financiera lo cual es coherente con la naturaleza del negocio, pero que implica una exposición significativa a riesgos de liquidez y refinanciamiento.

El apalancamiento financiero ha mostrado una tendencia creciente, pasando de 3,71 veces en 2022 a 4,34 veces sep-25. Este aumento es consecuencia del incremento del pasivo total, impulsado por mayores obligaciones financieras de largo plazo y por el crecimiento de las cuentas por pagar relacionadas con proyectos en ejecución. Se considera que esta estrategia ha permitido mantener la continuidad operativa y financiar obras en curso, sin embargo, un apalancamiento elevado limita la flexibilidad financiera de la compañía y amplifica su vulnerabilidad ante escenarios de restricciones en el acceso al crédito.

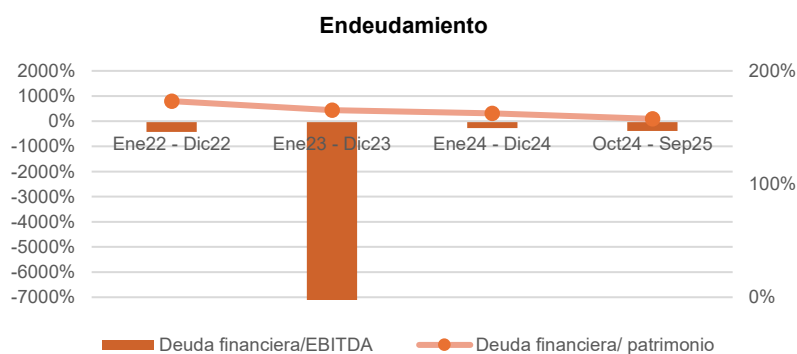
Por su parte, el indicador deuda financiera/patrimonio muestra una ligera mejora, al pasar de 1,73 veces en 2022 a 1,58 veces en sep-25. No obstante, este comportamiento no obedece a una reducción sustantiva del endeudamiento, sino a ajustes en la estructura patrimonial derivados de aportes para futuras capitalizaciones y revaluaciones de activos. En consecuencia, la relación sigue reflejando una alta dependencia del financiamiento externo y una presión estructural sobre la solvencia del balance, lo que deja a la empresa expuesta a deterioros patrimoniales en caso de nuevas pérdidas operativas o disminución de ingresos. El indicador deuda financiera/EBITDA evidencia restricción operativa debido a

que los valores negativos registrados en los últimos ejercicios confirman la incapacidad de la empresa en generar flujos suficientes para amortizar la deuda. En el período oct24-sep25, el ratio se ubicó en -3,93 veces, reflejando que el resultado operativo no cubre el servicio financiero y que la compañía continúa dependiendo de recursos extraordinarios o refinanciamientos para atender sus compromisos.

Si bien la empresa ha realizado esfuerzos por optimizar su estructura de deuda, mediante la extensión de plazos y la diversificación de fuentes de financiamiento, subsisten desafíos estructurales relevantes. La composición del pasivo, la limitada capacidad de fondeo interno y la alta volatilidad en la generación de EBITDA son factores que deben ser monitoreados estrechamente.

La diversificación de fuentes de financiamiento le otorga a FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., cierto grado de flexibilidad. Sin embargo, esta ventaja puede convertirse en un riesgo si no se acompaña de una gestión prudente del flujo de caja y del calendario de vencimientos, especialmente en un contexto macroeconómico desafiante, donde el acceso a nuevas líneas de crédito podría verse restringido para empresas del sector inmobiliario y de la construcción.

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. mantiene obligaciones vencidas que se encuentran en proceso de reestructuración con uno de sus acreedores, y ha registrado retrasos en los pagos correspondientes al papel comercial, séptima y octava Emisión de Obligaciones a sep-25, así como impagos en su programa de papel comercial. Aunque la compañía ha iniciado negociaciones con los obligacionistas para regularizar estos incumplimientos, la persistencia de saldos pendientes y la necesidad de acuerdos posteriores reflejan una situación de presión financiera relevante.



3.6 Liquidez.

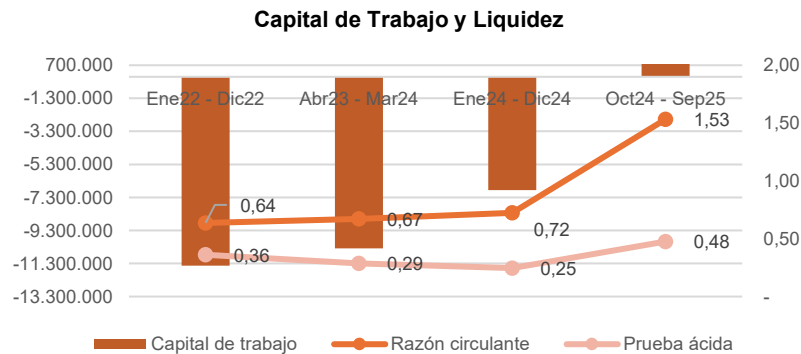
FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., mantiene una estructura financiera concentrada en activos de largo plazo, principalmente propiedades de inversión y derechos fiduciarios, acompañada de una estructura de fondeo basada en pasivos de largo plazo.

La liquidez de la compañía ha mostrado ligeras variaciones. La razón circulante pasó de 0,64 veces en dic-22 a 0,72 veces en dic-24, manteniéndose por debajo del nivel mínimo de referencia que es 1,0, lo que refleja una exposición elevada frente a obligaciones de corto plazo y una capacidad limitada de conversión de activos corrientes en efectivo. Sin embargo, a sep-25, el indicador mejoró hasta 1,53 veces, impulsado principalmente por la reducción de pasivos exigibles en el corto plazo y por una mayor proporción de activos corrientes, particularmente en inventarios y cuentas por cobrar. Este cambio sugiere un alivio temporal en la presión de liquidez, aunque sustentado más en la reestructuración de plazos que en una generación sostenida de efectivo.

La prueba ácida se ubicó en 0,48 veces a sep-25, lo que evidencia una limitada disponibilidad de activos líquidos inmediatos para cubrir obligaciones de corto plazo sin recurrir a la venta de inventarios. Este indicador corresponde a un análisis de saldos, reflejando la liquidez inmediata al cierre del período.

En cuanto al capital de trabajo, analizado como un saldo entre fechas, se observa una mejora durante el período oct24-sep25 debido a que pasó de un déficit de USD 6,86 millones en dic-24 a un superávit de USD 6,65 millones a sep-25. Este cambio no corresponde a un flujo operativo, sino a una variación del saldo corriente derivada principalmente de la extensión de los plazos de pago implementada por la compañía, lo que redujo presiones inmediatas sobre el pasivo corriente y mejoró temporalmente el descalce entre activos y pasivos de corto plazo.

Pese a esta mejora puntual, la liquidez de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., continúa siendo limitada, dada su alta dependencia de activos de lenta rotación. Por tanto, la sostenibilidad de esta recuperación dependerá de la efectiva conversión de inventarios y cuentas por cobrar en flujo de caja operativo.



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

3.7 Proyecciones⁷.

El análisis del estado de resultados proyectado evidencia una tendencia variable en las utilidades de la empresa durante el período 2025-2029, influenciada por la dinámica de los ingresos operativos y el comportamiento de los gastos asociados a los proyectos en curso. Los ingresos ordinarios alcanzan su pico en 2026 con USD 25,61 millones, impulsados por la finalización y entrega de proyectos como Ciudad Santiago Etapa XIII y la consolidación de contratos de gerencia en nuevas etapas. Sin embargo, en 2027, los ingresos disminuyen considerablemente a USD 10,19 millones debido a la finalización de los proyectos principales y la limitada contribución de nuevos desarrollos en sus fases iniciales. En 2028, se observa una recuperación de ingresos a USD 15,43 millones, apoyada por la venta de terrenos estratégicos y avances en proyectos como Livorno, mientras que en 2029 los ingresos caen nuevamente a USD 8,4 millones con un impacto significativo en la utilidad operativa, que registra una pérdida de USD 0,31 millones.

A pesar de los picos en ingresos, los gastos operativos y financieros permanecen relativamente constantes, lo que permite márgenes positivos en los primeros años del período, con una utilidad neta máxima de USD 8,33 millones en 2026. Sin embargo, para 2029, las utilidades netas se reducen drásticamente a USD 2.809, lo que refleja la dependencia de ingresos extraordinarios y la necesidad de ejecutar nuevas fases de proyectos para mantener una rentabilidad sostenible. La proyección también subraya la importancia de una gestión adecuada de los costos y una planificación estratégica para enfrentar la caída de ingresos tras la finalización de proyectos clave.



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Un aspecto a monitorear es el cumplimiento de estas proyecciones, debido a la concentración de ingresos en un número reducido de proyectos, lo cual presenta riesgos significativos, especialmente si estos enfrentan retrasos o imprevistos. La capacidad de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. para cumplir con sus proyecciones de ingresos dependerá de la efectiva gestión y ejecución de los proyectos en curso, así como de su habilidad para adaptarse a cualquier imprevisto que pueda surgir. Esto no solo impactará su flujo de caja, sino también la confianza de los inversores y la estabilidad financiera a largo plazo.

⁷ Proyecciones presentadas en el Prospecto de Oferta Pública

Proyecciones (USD)	Periodo 1 2025	Periodo 2 2026	Periodo 3 2027	Periodo 4 2028	Periodo 5 2029
Ingresos	25.179.394	25.610.366	10.187.893	15.426.004	8.401.399
Costos	10.175.646	6.859.633	4.031.509	2.200.477	4.574.218
Gastos Operativos	5.040.917	5.534.716	3.214.623	4.460.745	3.435.773
Flujo operativo	10.844.887	14.479.225	2.524.368	9.428.102	-304.912
Flujo financiamiento	-3.384.760	-7.702.704	-8.555.039	2.739.931	-3.886.444
Flujo inversión	736.739	300.000	-3.200.000	300.000	900.000
Flujo final	6.333.511	13.410.032	4.179.361	16.647.394	13.356.037

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

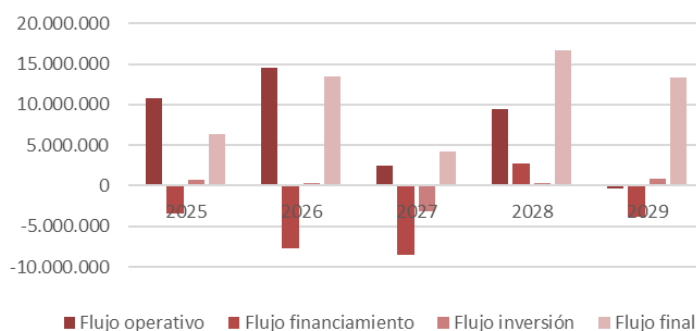
El flujo de caja proyectado para el período 2025-2029 evidencia una fuerte dependencia de los ingresos operativos provenientes de bienes inmuebles y honorarios por proyectos, junto con la recuperación de utilidades e inversiones. En 2025, se observa un flujo operativo positivo de USD 10,84 millones, impulsado por ingresos considerables de ventas de inmuebles en Ciudad Santiago Etapa XII y XIII. Este flujo positivo se mantiene en 2026, alcanzando su máximo de USD 14,48 millones debido al avance en la recuperación de proyectos e ingresos por honorarios.

Sin embargo, a partir de 2027, el flujo operativo se reduce significativamente a USD 2,52 millones, coincidiendo con una disminución en los ingresos operativos, especialmente por la ausencia de nuevas ventas de inmuebles. En 2028, el flujo operativo vuelve a repuntar a USD 9,42 millones gracias a la recuperación de ingresos por proyectos como Livorno y la venta de terrenos estratégicos. No obstante, para 2029, el flujo operativo se torna negativo en USD -0,30 millones, reflejando el agotamiento de las fuentes principales de ingresos operativos y la continuidad de costos operativos significativos.

En cuanto a la inversión, se destaca un egreso extraordinario de USD 3,2 millones en 2027 relacionado con nuevos desarrollos, impactando negativamente el flujo de ese año. Por otro lado, los ingresos financieros provenientes de la novena emisión de obligaciones (USD 5 millones) y préstamos (USD 5,5 millones en 2025 y USD 7 millones en 2028) han sido fundamentales para sustentar los proyectos en curso. Sin embargo, estos ingresos son contrarrestados por egresos financieros elevados, principalmente pagos de préstamos bancarios y obligaciones en el mercado de valores, que alcanzan su pico en 2025 con USD 13,88 millones.

En términos generales, el flujo neto presenta variaciones significativas durante el período: es positivo en 2025 y 2026, alcanzando USD 8,19 millones y USD 7,07 millones, respectivamente; pero cae abruptamente a USD -9,23 millones en 2027 debido a los altos egresos por inversión y financiamiento. En 2028, se recupera con un flujo neto de USD 12,47 millones gracias a ingresos extraordinarios, pero en 2029 vuelve a caer a USD -3,29 millones. Estos resultados destacan la necesidad de gestionar cuidadosamente los ingresos y egresos, manteniendo un equilibrio sostenible entre financiamiento, inversión y operaciones para evitar déficits en años críticos como 2027 y 2029.

COMPORTAMIENTO DEL FLUJO DE CAJA



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

El cumplimiento de las proyecciones de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. para el tercer trimestre de 2025 muestra una desviación significativa respecto a lo presupuestado, tanto en ingresos como en resultados operativos y financieros. Los ingresos reales alcanzaron apenas USD 940,01 mil frente a una proyección de USD 4,10 millones, representando un cumplimiento de solo 22,95%. Esta brecha sustancial refleja un retraso considerable en la generación de ventas previstas, atribuible probablemente a la no ejecución de ventas de inmuebles esperadas o al retraso en la entrega de proyectos.

En línea con los ingresos, los costos también se situaron muy por debajo de lo proyectado, registrando USD 895,40 mil frente a USD 1,96 millones proyectados (45,72% de cumplimiento), aunque la reducción de costos fue proporcional al bajo nivel de ventas.

Los gastos operativos ascendieron a USD 1,41 millones, representando un cumplimiento del 161,22% respecto a los USD 875,66 mil proyectados. Dichos gastos fueron superiores a lo presupuestado, los gastos operativos no se ajustaron en la misma proporción a la caída de ingresos, por lo tanto, provocan afectación en el margen operativo. Por otro lado, los gastos financieros se ubicaron en USD 1,12 millones, superando lo proyectado (USD 506,41 mil), lo que refleja una mayor carga financiera posiblemente por intereses devengados superiores a los previstos o por cambios en las condiciones de la deuda.

La empresa obtuvo a septiembre 2025 una pérdida neta de -USD 1,97 millones frente a una utilidad esperada de USD 580,32 mil, evidenciando un deterioro significativo del resultado operativo y financiero. El nivel de incumplimiento en la utilidad confirma que los ingresos insuficientes y el incremento en los gastos financieros impactaron severamente el desempeño del trimestre.

Respecto al flujo de efectivo, se registró un flujo operativo positivo de USD 3,95 millones, superando ampliamente la proyección de USD 1,09 millones (362,80% de cumplimiento). Esta diferencia favorable podría estar relacionada con cobros de periodos anteriores o ajustes no contemplados inicialmente en la proyección. Sin embargo, el flujo de inversión fue negativo en USD -4,03 millones, sin un egreso presupuestado para el trimestre, afectando el flujo de caja neto. Como resultado, el flujo final del trimestre alcanzó USD 479,96 mil, muy por debajo del proyectado de USD 1,99 millones, con un cumplimiento del 24,11%.

Los resultados del tercer trimestre de 2025 reflejan un desempeño operativo inferior al planificado, tanto en la generación de ingresos como en el control de gastos, acompañado de una mayor presión financiera. Si bien el flujo operativo se mantuvo positivo, el flujo neto final evidencia restricciones de liquidez, lo que evidencia en la empresa un desequilibrio entre los ingresos generados y la alta proporción de gastos, sumado a las necesidades de financiamiento. Estas desviaciones refuerzan la necesidad de ajustar las proyecciones financieras bajo supuestos más conservadores y realistas, así como de fortalecer la ejecución operativa y la gestión del gasto, con el fin de alcanzar un cumplimiento más consistente de los objetivos financieros y preservar la estabilidad de la compañía.

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., mantiene una capacidad moderada para generar flujos de efectivo futuros; sin embargo, su alta dependencia de ingresos extraordinarios provenientes de la venta de activos no operativos plantea dudas sobre la sostenibilidad de dicha generación en el largo plazo. Para fortalecer su posición financiera, la empresa deberá consolidar ingresos recurrentes a partir de su actividad principal y mejorar la eficiencia en la ejecución de proyectos, asegurando una estructura de costos más equilibrada.

De igual manera, se considera que una adecuada gestión de endeudamiento podría contribuir a mantener la liquidez y cumplir oportunamente con las obligaciones financieras, especialmente durante los períodos de menor generación operativa.

De acuerdo con lo comunicado por la compañía, la administración se encuentra revisando sus proyecciones financieras, dado que las estimaciones actualmente vigentes se han desalineado de la realidad operativa y ya no son alcanzables. En este proceso, la empresa está elaborando un nuevo escenario con supuestos más conservadores y consistentes con su capacidad real de ejecución, lo que permitirá reflejar valores más cercanos a la evolución efectiva del negocio. Estas nuevas proyecciones incorporarán, además, la estrategia de monetización de activos improductivos, como las ventas realizadas en el tercer trimestre de 2025, que incluyeron la venta de un terreno y un bien inmueble cuyos recursos contribuyeron a mejorar el flujo de caja y atender obligaciones financieras. La entidad ha señalado que estos ajustes serán formalizados y presentados en los próximos meses, por lo que serán reflejados en el seguimiento del próximo trimestre.

4. Resguardos y Garantías de la Emisión

4.1 Nivel de cobertura de las garantías:

La novena emisión de obligaciones de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., está respaldada con garantía general. Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:

- Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

Resguardos normativos		
Indicador	Límite	fecha de corte
Activos reales/pasivos	mayor o igual a 1	1,16
Activos depurados/emisiones en circulación	mayor o igual a 1,25	1,88
No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora		por monitorear

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Adicionalmente, la emisión presenta una garantía específica que consiste en una fianza solidaria otorgada por Ana María de Lourdes Furoiani Zambrano de García y Galo Enrique García Furoiani. Esta fianza ha sido autorizada por la Junta General de Accionistas y firmada el 18 de marzo de 2024, cubriendo el 100% del valor total del capital más los intereses de la Novena Emisión de Obligaciones a Largo Plazo, por un monto de USD 5.000.000. La fianza permanecerá vigente mientras existan obligaciones pendientes de esta emisión.

La fianza solidaria garantiza hasta USD 5.000.000 para cubrir el capital y los intereses de la Novena Emisión de Obligaciones de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., proporcionando un respaldo sólido y reduciendo el riesgo de incumplimiento para los acreedores. La solvencia de los fiadores, Ana María de Lourdes Furoiani Zambrano de García y Galo Enrique García Furoiani es adecuada según sus declaraciones patrimoniales, lo que añade seguridad adicional. Sin embargo, existe un riesgo si las circunstancias financieras de los fiadores varía en el futuro. Esta garantía es valiosa para los obligacionistas, mejorando las condiciones de financiación para FUROIANI, pero requiere un monitoreo continuo de la solvencia de los fiadores para asegurar su efectividad a largo plazo.

El Fideicomiso Mercantil de Administración de Flujos y Pagos constituido el 19 de diciembre de 2024 es un resguardo adicional implementado por FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. para provisionar el pago de los cupones correspondientes a la Novena Emisión de Obligaciones. El contrato establece que FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., en su calidad de constituyente del Fideicomiso, es responsable de aportar al fideicomiso los recursos financieros necesarios para garantizar el cumplimiento de los pagos de los cupones trimestrales tanto de capital e interés derivados de la novena emisión de obligaciones. FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. se obliga a aportar recursos dinerarios suficientes provenientes de la o las primeras colocaciones de la emisión, hasta alcanzar un monto del máximo valor de los cupones trimestrales según la tabla de amortización de la colocación de toda la emisión, o hasta alcanzar la suma de USD 420.000; recursos que se destinarán para provisionar y cubrir el pago del primer cupón que incluya capital e intereses

En relación con la provisión establecida en el Fideicomiso Mercantil de Administración de Flujos y Pagos, el informe fiduciario a sep-25 evidencia que FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., ha realizado aportes hasta el mes de julio de 2025, posterior de esa fecha no se observan nuevos aportes adicionales por parte del constituyente.

Por lo tanto, el monto aportado hasta julio 2025 no cubre el monto requerido equivalente al valor del primer cupón (USD 418,75 mil), por lo que se concluye que el fideicomiso aún no cuenta con los recursos necesarios para garantizar el pago del próximo vencimiento.

Los recursos destinados a las provisiones provienen de dos fuentes principales: los ingresos generados por las colocaciones de la emisión y, en caso de ser insuficientes, recursos propios de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., En situaciones de colocaciones sucesivas, los aportes también se derivarán de estas nuevas operaciones, asegurando que siempre existan fondos disponibles para cubrir los cupones. El esquema también contempla un mecanismo de restitución a partir del quinto cupón, cuando los vencimientos comienzan a decrecer en monto, permitiendo a FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., recuperar los excedentes de recursos que no sean necesarios para los pagos futuros. El aporte de los flujos provenientes de las colocaciones y de recursos propios de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., deberán realizarse con periodicidad mensual.

Con la colocación total de la emisión, el riesgo inicial relacionado a la provisión de fondos por ingresos de colocaciones sucesivas ha sido mitigado. Sin embargo, se mantiene latente el riesgo de incumplimiento de aportes mensuales al fideicomiso provenientes de los propios flujos de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., en caso de presentarse desviaciones en su flujo operativo o necesidades imprevistas de liquidez. Además, el mecanismo de restitución de excedentes a partir del quinto cupón, aunque representa un incentivo para el emisor, podría introducir riesgos de administración y disponibilidad de fondos si no se gestionan cuidadosamente los cálculos de cobertura de cada vencimiento.

En conclusión, la combinación de la fianza solidaria y el fideicomiso de administración proporciona una estructura sólida de garantías para los obligacionistas, mejorando la calidad crediticia de la emisión. No obstante, la efectividad de estos mecanismos dependerá del cumplimiento disciplinado de las obligaciones de aporte por parte de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., y de la estabilidad financiera futura de los fiadores, elementos que deberán ser objeto de monitoreo constante para preservar la solidez del esquema de pago de la emisión.

Por otro lado, el emisor se comprometió a mantener un límite de endeudamiento referente a una relación de pasivos financieros sobre activos de 0,85 veces durante el plazo de la emisión. A sep-25 se cumplió con este límite al alcanzar un indicador de 0,16 veces.

Con relación al reparto de dividendos, los estados financieros reflejan pérdidas en los ejercicios analizados, lo cual impide la distribución de utilidades. En este contexto, no se han realizado repartos de dividendos a la fecha de corte del presente informe.

Adicionalmente, se debe mencionar que a sep-25, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el total de activos depurados ofrece una cobertura de 0,91⁸ veces sobre las demás obligaciones del Emisor.

4.2 Estabilidad de las garantías:

La Garantía General proporcionada por FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. respalda la Novena Emisión de Obligaciones con una base de activos significativa, de los cuales una mayoría sustancial está libre de gravámenes. Se debe mencionar que, dentro de las cuentas por cobrar, se registran cuentas con relacionadas. El crédito otorgado a estas empresas se debe a la relación de vinculación que tienen con la empresa emisora, si alguna de las empresas relacionadas incumple con sus obligaciones, ya sea por problemas internos o debido a condiciones económicas adversas, podría generarse un efecto negativo en los flujos de efectivo de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. Para mitigar este riesgo, la empresa mantiene estas obligaciones debidamente documentadas y realiza un seguimiento de los flujos de las empresas relacionadas. Esta práctica es esencial para minimizar el impacto potencial de cualquier incumplimiento y asegurar la estabilidad financiera de la empresa. La capacidad de gestionar efectivamente estas relaciones y asegurar el cumplimiento de los pagos es crucial para mantener la liquidez y la solvencia de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., en el contexto de su emisión de obligaciones.

La fianza solidaria, otorgada por Ana María de Lourdes Furoiani Zambrano de García y Galo Enrique García Furoiani, garantiza el capital y los intereses de la Novena Emisión de Obligaciones hasta USD 5.000.000. Esta garantía específica ofrece un respaldo adicional sólido y está respaldada por la solvencia financiera de los fiadores. No obstante, la estabilidad de esta garantía también depende de la situación financiera de los fiadores a lo largo del tiempo. Cualquier cambio adverso en su capacidad financiera podría debilitar esta garantía.

⁸ Activos depurados/pasivos-deuda mercado de valores

Ambas garantías proporcionan un respaldo sólido a los obligacionistas y refuerzan la seguridad de la emisión. Sin embargo, la estabilidad de estas garantías está intrínsecamente ligada a la capacidad financiera continua de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A y de los fiadores. Es crucial que la empresa mantenga una sólida gestión financiera y que se monitoreen regularmente las condiciones económicas y financieras de los fiadores para asegurar que estas garantías sigan siendo efectivas durante toda la vigencia de las obligaciones.

4.3 Liquidez de las garantías:

Los activos que respaldan la novena emisión en su mayoría corresponden a inventarios por lo que los riesgos asociados y capacidad para ser liquidados podrían ser:

Riesgos de Liquidez:

- Los terrenos, aunque valiosos, suelen ser menos líquidos debido a la necesidad de encontrar compradores específicos interesados en desarrollar la propiedad. Esto significa que, en una situación de necesidad urgente de efectivo, la empresa podría enfrentar demoras significativas para liquidar estos activos; sin embargo en caso de que los terrenos no sean vendidos, la empresa haría uso de ellos para construir proyectos.
- Las obras en curso son inherentemente más riesgosas en términos de liquidez, ya que su estado inacabado las hace menos atractivas para compradores que no están dispuestos a asumir el riesgo o el costo adicional de completar el proyecto. La venta de estos activos podría requerir descuentos considerables para atraer compradores.
- Aunque más líquidas que los terrenos y las obras en curso, las viviendas terminadas aún dependen del estado del mercado inmobiliario. En un mercado débil, la empresa podría verse obligada a reducir los precios para facilitar la venta, lo que impactaría negativamente en la recuperación del valor de estos activos.

Riesgos de Valoración:

- El valor de todos los componentes del inventario está expuesto a fluctuaciones del mercado inmobiliario. Un mercado en declive podría reducir significativamente el valor de los terrenos y viviendas, mientras que las obras en curso podrían perder valor si los costos de finalización aumentan o si se identifican problemas durante la construcción.
- Las obras en curso están particularmente expuestas a riesgos de valor si enfrentan retrasos, sobrecostos, o problemas de calidad. Estos factores pueden disminuir el valor de las obras y dificultar su venta a precios esperados.

Riesgos de Demanda:

- La demanda del mercado es crítica para la liquidez de terrenos y viviendas terminadas. Si la demanda es baja, la empresa podría enfrentar dificultades para vender estos activos sin ofrecer descuentos significativos.
- Si los activos se encuentran en mercados específicos o de nicho, la demanda podría ser aún más limitada, aumentando el riesgo de que los activos no se vendan rápidamente o a los precios previstos.

Riesgos Operacionales:

- Mantener terrenos y obras en curso implica costos continuos (por ejemplo, impuestos, seguridad, mantenimiento). Estos costos pueden acumularse, afectando la rentabilidad y la capacidad de la empresa para mantener estos activos hasta que se puedan liquidar favorablemente.

Riesgos Regulatorios y Legales:

- Los terrenos y las obras en curso están sujetos a regulaciones de zonificación y permisos. Cualquier cambio en las regulaciones o retrasos en la obtención de permisos podría impactar negativamente el valor de estos activos y su capacidad para ser vendidos.

El inventario de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. presentan una capacidad de liquidación que varía considerablemente en función de su tipo. Las viviendas terminadas son más líquidas y probablemente se puedan vender más rápidamente, aunque podrían requerir descuentos en mercados débiles. Los terrenos y las obras en curso presentan mayores desafíos de liquidez y valoración, lo que podría dificultar su rápida liquidación sin una reducción significativa en el precio.

La liquidez de la fianza solidaria otorgada como garantía específica para la Novena Emisión de Obligaciones de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., depende directamente de la capacidad financiera de los fiadores, Ana María de Lourdes Furoiani Zambrano de García y Galo Enrique García Furoiani. Aunque las declaraciones patrimoniales de los fiadores indican una solvencia adecuada al momento de la emisión, es necesario evaluar la disponibilidad de activos líquidos en su patrimonio que puedan ser rápidamente convertidos en efectivo en caso de requerirse la ejecución de la garantía.

Si bien la fianza cubre el 100% del capital e intereses hasta USD 5.000.000, su liquidez efectiva dependerá de factores como la naturaleza de los activos de los fiadores (inmuebles, inversiones, cuentas bancarias) y su capacidad para generar flujos de efectivo suficientes.

Anexo 1 – Características de la emisión

Características de la emisión.

En la ciudad de Guayaquil, con fecha 11 de marzo de 2024, se reunió la Junta General Ordinaria de Accionistas de la compañía FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., misma que resolvió autorizar la Novena Emisión de Obligaciones, por un monto de hasta USD 5,00 millones de dólares. Esta decisión fue ratificada en la Junta General Extraordinaria de 09 de diciembre de 2024

Características de la emisión					
Monto de la Emisión	USD 5.000.000				
Unidad monetaria	Dólares de los Estados Unidos				
Características	Clase				
	Clase	Monto	Plazo (días)	Tasa de interés	Periodicidad pago capital e interés
	Uno	\$ 5.000.000	1800	8,5%	Trimestral con período de gracia de pago de capital en los trimestres 1 al 4.
Agente pagador	DECEVALE S.A				
Casa de Valores	Casa de Valores SMARTCAPITAL S.A.				
Representante de obligacionistas	Corporación Juan Isaac Lovato Vargas Cía. Ltda.				
Destino de los recursos	Los recursos a captar serán para capital de trabajo y para pagar pasivos con proveedores del giro del negocio				
Resguardos de ley	Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables: 1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo 2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 3. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.				
Resguardo Voluntario	Fideicomiso Mercantil de Administración de Flujos y Pagos que tendrá por objeto acumular recursos necesarios en dinero y suficientes para cubrir, durante el plazo de la emisión, un pago trimestral				
Límite de endeudamiento	La compañía se compromete a que sus pasivos financieros sobre sus activos totales no podrán ser mayores a 0,85 durante el plazo de la emisión de obligaciones.				
Garantía	General y Específica				
Garantía Específica	Fianza Solidaria constituida por los Sres. Ana María de Lourdes Furoiani Zambrano y Galo Enrique García Furoiani para garantizar el pago de capital e intereses de la 9na Emisión de Obligaciones de la compañía.				

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Activos libres de gravamen y monto máximo a emitir.

A sep-25, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A, alcanzó un total de activos de USD 53,83 millones, de los cuales el 58,44% son activos libres de gravamen de acuerdo con el siguiente detalle:

Certificado de activos libres de gravamen (USD)	Activo valor en libros	Activo Gravado	Activo libre de gravamen
Caja y Bancos	479.964	-	479.964
Cuentas por Cobrar	2.513.295	-	2.513.295
Anticipos a Proveedores	1.691.813	-	1.691.813
Crédito Tributario	1.255.667	-	1.255.667
Obras en Construcción	9.759.061	-	9.759.061
Obras en Ejecución Terreno	3.198.657	3.198.657	-
Inventarios en Bodega	233.026	-	233.026
Activo Fijo-Terrenos	-	-	338.166
Activo Fijo Depreciable	338.166	-	-
Propiedades de Inversión	19.173.504	19.173.504	5.737.469
Inversiones Acciones-Terrenos	5.737.469	-	4.585.039
Inversiones en Proyectos	4.585.039	-	2.350.609
Derechos Fiduciarios	2.350.609	-	2.421.106
Otras Cuentas por Cobrar	2.421.106	-	97.346
Activos por Impuestos Diferidos	97.346	-	-
Total	53.834.722	22.372.161	31.462.561

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

A sep-25, la empresa registra activos después de deducciones por USD 11,44 millones, el 80% de dicho valor es USD 9,15 millones, evidenciando que los activos de la empresa permiten cubrir el saldo de las emisiones vigentes en mercado de valores.

Monto Máximo Emisión (USD)	Monto
Activo Total	52.530.656
(-) Activos gravados	25.060.202
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	93.272
(-) Activos en litigio e impugnaciones tributarias	2.216.503
(-) Derechos fiduciarios cuyo objeto sea garantizar obligaciones propias o de terceros	2.350.609
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados	0
(-) Saldo de los valores de renta fija emitido por el emisor y negociado en mercado de valores	10.064.825
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos al objeto social	431.190
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor	3.139.498
Total activos menos deducciones	9.174.557
80% activos menos deducciones	7.339.646

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

A sep-25 el saldo de las emisiones en circulación y la presente emisión representa el 73,81% del patrimonio, dando cumplimiento a lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, del Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

200% patrimonio (USD)	Monto a la fecha de corte
Patrimonio	10.085.471
Saldo emisiones en circulación	7.444.505
Cobertura	73,81%

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Situación actual de la emisión

La colocación de la emisión inició el día 31 de enero de 2025 y terminó hasta el día 16 de abril de 2025, colocándose la totalidad del monto aprobado. Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones se destinaron para reestructurar pasivos de la empresa.

En relación con la provisión establecida en el Fideicomiso Mercantil de Administración de Flujos y Pagos, el informe fiduciario a sep-25 señala que FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., ha realizado aportes hasta el mes de julio de 2025, posterior de esa fecha no se observan nuevos aportes adicionales por parte del constituyente. Por lo que, el monto aportado hasta julio 2025 considerando el valor del primer cupón que vence en abril de 2025, cubre a septiembre de 2025 el 45,2%.

La tabla de amortización autorizada se presenta a continuación:

Tablas de amortización emisión: Clase Uno				
Fecha	Capital	Interés	Capital+interés	Saldo
	-	-	-	5.000.000
30/4/2025	-	106.250	106.250	5.000.000
30/7/2025	-	106.250	106.250	5.000.000
30/10/2025	-	106.250	106.250	5.000.000
30/1/2026	-	106.250	106.250	5.000.000
30/4/2026	312.500	106.250	418.750	4.687.500
30/7/2026	312.500	99.609	412.109	4.375.000
30/10/2026	312.500	92.969	405.469	4.062.500
30/1/2027	312.500	86.328	398.828	3.750.000
30/4/2027	312.500	79.688	392.188	3.437.500
30/7/2027	312.500	73.047	385.547	3.125.000
30/10/2027	312.500	66.406	378.906	2.812.500
30/1/2028	312.500	59.766	372.266	2.500.000
30/4/2028	312.500	53.125	365.625	2.187.500
30/7/2028	312.500	46.484	358.984	1.875.000
30/10/2028	312.500	39.844	352.344	1.562.500
30/1/2029	312.500	33.203	345.703	1.250.000
30/4/2029	312.500	26.563	339.063	937.500
30/7/2029	312.500	19.922	332.422	625.000
30/10/2029	312.500	13.281	325.781	312.500
30/1/2030	312.500	6.641	319.141	-

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

A la fecha de corte del presente informe, no corresponde ejecutar pagos de capital de la novena emisión, la empresa ha cancelado los intereses conforme lo establecido en la tabla de amortización.

Liquidez de los instrumentos.

A sep-25, las Bolsas de Valores registran emisiones de renta fija por un monto total de USD 1.691,57 millones y USD 17,21 miles de renta variable.

En relación con el volumen de operación de los títulos registrados en lo que corresponde a obligaciones de largo plazo se ha negociado USD 295,37 mil en papel comercial, USD 214,12 mil en obligaciones y USD 97,21 mil en titularizaciones.

De acuerdo con lo dispuesto por el Ente de Control, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes.

Es importante tener en cuenta que el tamaño y la liquidez del mercado secundario en el mercado de valores de Ecuador pueden ser relativamente limitados en comparación con otros mercados más desarrollados. Esto significa que la presencia bursátil, es decir, la facilidad de negociación de valores en el mercado secundario puede ser menor en este contexto. Por lo mencionado, la calificación de riesgo es la que influye en la liquidez de los valores en el mercado.

A sep-25, la empresa mantiene tres emisiones vigentes en mercado de valores de acuerdo al siguiente detalle:

Presencia bursátil a la fechas de corte			
Emisión	Monto Aprobado	Resolución aprobatoria	Calificación
Séptima Emisión de Obligaciones	5.000.000	SCVS-INMV-DNAR-2020-00004	C
Octava Emisión de Obligaciones	5.000.000	SCVS-INMV-DNAR-2022-00004	C
Novena Emisión de Obligaciones	5.000.000	SCVS-INMV-DNAR-2025-0004	B

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Se debe mencionar que en el mes de mar-25 venció el plazo del cuarto programa del papel comercial que mantenía la empresa.

Anexo 2 – Estados Financieros

Balance general	Ene22 - Dic22	Ene23 - Dic23	Ene24 - Mar24	Ene24 - Dic24	Ene25 - Sep25
ACTIVO					
Efectivo y equivalentes de Efectivo	110.767	458.567	2.477.207	574.213	479.964
Activos Financieros	7.845	8.600	-	-	-
Documentos y cuentas por cobrar	6.218.336	4.290.015	3.418.683	2.827.963	2.513.295
Documentos y cuentas por cobrar no relacionadas	2.016	13.362	15.274	163.478	2.390.089
Documentos y cuentas por cobrar relacionadas	6.176.982	4.257.578	3.386.853	2.640.533	105.182
Otras cuentas por cobrar	39.338	19.075	16.556	23.952	18.023
Inventarios	8.653.894	11.335.837	12.069.730	11.864.281	13.190.743
Servicios y otros pagos anticipados	4.310.804	992.507	1.874.200	1.189.379	1.691.813
Activos por impuestos corrientes	722.162	1.210.706	1.275.648	1.518.241	1.255.667
Activo Corriente	20.023.808	18.296.232	21.115.469	17.974.077	19.131.482
Propiedad, planta y equipo	2.733.095	2.615.350	2.578.529	325.257	116.132
Propiedad, planta y equipo bruto	5.959.291	5.943.183	5.808.942	3.103.047	940.322
Depreciación acumulada	3.226.196	3.327.833	3.230.413	2.777.790	824.190
Propiedades de inversión	10.004.115	13.875.343	13.896.593	19.173.504	19.173.504
Activos intangibles	149.920	142.961	141.255	278.810	222.034
Documentos y cuentas por cobrar largo plazo	-	1.639.806	1.813.562	2.402.278	2.409.593
Activos por impuestos diferidos	93.272	93.272	93.272	97.346	97.346
Otros activos no corrientes	15.964.617	16.073.152	16.442.161	12.575.641	12.684.631
Activo No Corriente	28.945.019	34.439.884	34.965.371	34.852.836	34.703.240
Total Activo	48.968.827	52.736.116	56.080.839	52.826.913	53.834.722
PASIVO					
Cuentas y documentos por pagar	2.851.260	3.783.314	5.917.097	6.351.647	5.076.048
Locales	2.851.260	3.783.314	5.917.097	6.351.647	5.076.048
Obligaciones financieras corto plazo	12.679.126	13.219.215	12.865.520	13.637.994	2.589.320
Obligaciones con instituciones financieras	12.679.126	5.374.153	5.303.020	6.275.534	916.512
Porción corriente de obligaciones emitidas	-	7.845.062	7.562.500	7.362.460	1.672.808
Otras obligaciones corrientes	811.895	1.521.836	1.620.882	1.921.273	2.281.155
Cuentas por pagar diversas/ relacionadas	5.928.856	4.839.423	3.615.039	227.306	305.123
Anticipos de clientes	3.556.310	3.739.484	7.221.924	2.094.428	1.949.735
Porción corriente de provisiones por beneficios a emplead	280.438	338.092	252.044	601.073	281.380
Pasivo Corriente	31.457.885	27.441.364	31.492.506	24.833.721	12.482.761
Cuentas y documentos por pagar largo plazo	-	2.764.470	136.277	4.686.187	7.458.262
Locales	-	2.764.470	136.277	4.686.187	7.458.262
Obligaciones financieras largo plazo	5.350.000	7.396.047	9.896.046	6.291.697	13.306.264
Obligaciones con instituciones financieras	500.000	4.771.047	7.271.046	5.520.000	7.534.567
Obligaciones emitidas	4.850.000	2.625.000	2.625.000	771.697	5.771.697
Anticipos de clientes	1.353.757	2.285.164	1.342.519	4.258.212	9.981.095
Provisiones por beneficios a empleados	402.205	377.632	340.076	353.525	520.869
Pasivo No Corriente	7.105.962	12.823.313	11.714.918	15.734.623	31.266.490
Total Pasivo	38.563.847	40.264.677	43.207.424	40.568.344	43.749.251
PATRIMONIO					
Capital	4.509.102	4.509.102	4.509.102	4.509.102	4.509.102
Aportes de socios o accionistas para futura capitalización	-	2.399.232	2.399.232	2.399.232	2.399.232
Reservas	216.798	242.868	242.869	247.808	247.809
Reserva legal	216.798	242.868	242.869	247.808	247.809
Otros resultados integrales	512.237	440.069	1.272.115	440.069	1.272.115
Resultados acumulados	4.931.061	4.830.769	4.439.686	4.875.228	3.623.184
Resultados del ejercicio	235.782	49.399	10.410	(212.870)	(1.965.971)
Total Patrimonio	10.404.980	12.471.439	12.873.414	12.258.569	10.085.471
Total Pasivo y Patrimonio	48.968.827	52.736.116	56.080.839	52.826.913	53.834.722

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Estado de resultados (anual)	Ene22 - Dic22	Ene23 - Dic23	Ene24 - Mar24	Ene24 - Dic24	Ene25 - Sep25
Ingresos de actividades ordinarias	10.398.176	9.987.732	737.356	1.839.223	940.010
Costo de ventas y producción	5.741.217	6.683.061	220.617	2.538.094	895.399
UTILIDAD BRUTA	4.656.959	3.304.671	516.739	-698.871	44.611
Gastos operativos	9.142.422	3.749.698	618.459	6.916.155	1.310.941
Gastos administrativos	8.901.804	3.512.285	607.076	6.831.741	1.210.626
Depreciaciones	155.049	167.066	38.626	102.592	44.033
Amortizaciones	5.346	6.959	1.706	75.702	56.775
Gastos de venta	240.618	237.413	11.383	84.414	100.316
UTILIDAD OPERACIONAL	-4.485.463	-445.027	-101.720	-7.615.027	-1.266.331
Otros ingresos	6.745.256	1.742.091	411.463	10.408.225	516.771
Gastos financieros	2.059.924	1.108.745	299.333	3.010.144	1.115.604
Utilidad/Pérdida antes de IR	199.869	188.319	10.411	-216.946	-1.865.163
Impuesto a la Renta	-35.913	110.672	0	-4.076	0
Utilidad/Pérdida del ejercicio	235.782	49.399	10.411	-212.870	-1.865.163

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Anexo 3 – Indicadores Financieros

Rentabilidad	Ene22 - Dic22	Ene23 - Dic23	Abr23 - Mar24	Ene24 - Dic24	Oct24 - Sep25
ROA	0,49%	0,10%	0,06%	-0,40%	-13,79%
ROA, antes de impuestos	0,42%	0,37%	0,08%	-0,41%	-13,79%
ROE	2,35%	0,43%	0,25%	-1,72%	-66,04%
ROE, antes de impuestos	1,99%	1,65%	0,33%	-1,75%	-66,04%
Costo de ventas/ingresos	55,21%	66,91%	29,92%	138,00%	95,25%
Utilidad bruta/ingresos	44,79%	33,09%	70,08%	-38,00%	4,75%
Gastos operacionales/ingresos	87,92%	37,54%	83,88%	376,04%	139,46%
Utilidad operativa/ingresos	-43,14%	-4,46%	-13,80%	-414,04%	-134,71%
Gastos financieros/ingresos	19,81%	11,10%	40,60%	163,66%	118,68%
Utilidad neta/ingresos	2,27%	0,49%	1,06%	-11,57%	-198,42%
EBITDA y Cobertura					
Depreciaciones y amortizaciones	160.395,00	174.025,00	161.328,72	178.294,00	403.232,24
EBITDA	(4.325.068,00)	(271.002,00)	(245.551,68)	(7.436.732,72)	(4.662.090,40)
EBITDA/ventas	-41,59%	-2,71%	-8,33%	-404,34%	-123,99%
EBITDA/gastos financieros	-209,96%	-24,44%	-20,51%	-247,06%	-104,47%
EBITDA/deuda financiera corto plazo	-40,85%	-2,09%	-1,88%	-55,38%	-68,12%
EBITDA/deuda financiera	-23,18%	-1,40%	-1,13%	-36,68%	-25,46%
EBITDA/pasivo corriente	-15,37%	-0,92%	-0,83%	-28,45%	-27,29%
EBITDA/pasivo no corriente	-43,94%	-2,72%	-2,12%	-52,08%	-18,13%
EBITDA/pasivo total	-11,39%	-0,69%	-0,60%	-18,40%	-10,89%
EBITDA/deuda financiera+gastos financieros	-20,63%	-1,30%	-1,08%	-33,30%	-22,12%
Solvencia					
Pasivo corriente/pasivo total	0,82	0,68	0,75	0,61	0,29
Pasivo no corriente/pasivo total	0,18	0,32	0,25	0,39	0,71
Deuda financiera/pasivo total	0,47	0,51	0,54	0,49	0,36
Pasivo no corriente/patrimonio	3,02	2,20	2,45	2,03	1,24
Deuda financiera/ patrimonio	1,73	1,65	1,77	1,63	1,58
Pasivo total/patrimonio	3,71	3,23	3,25	3,31	4,34
Pasivo no corriente/EBITDA	-2,28	-36,77	-47,23	-1,92	-5,52
Deuda financiera/EBITDA	-4,31	-71,30	-88,33	-2,73	-3,93
Pasivo total/EBITDA	-8,78	-145,44	-167,23	-5,43	-9,18
Liquidez					
Razón circulante	0,64	0,67	0,67	0,72	1,53
Prueba ácida	36,14%	25,36%	28,72%	24,60%	47,59%
Capital de trabajo	(11.434.077,00)	(9.145.132,00)	(10.377.037,25)	(6.859.644,00)	6.648.721,23
Gestión Operativa					
Rotación cuentas por cobrar	1,87	1,90	0,77	0,52	1,29
Días cuentas por cobrar	192,02	189,38	470,45	696,62	279,88
Rotación inventarios	0,48	0,67	0,08	0,22	0,27
Días inventarios	745,60	538,40	4.774,12	1.645,34	1.327,34
Rotación cuentas por pagar	1,91	2,01	0,18	0,50	0,69
Días cuentas por pagar	188,18	178,69	1.978,63	718,76	521,15
Días Ciclo de operación	(185,82)	(176,12)	(1.977,79)	(718,03)	(519,59)

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Anexo 4 – Escala de Calificación

Categoría	Definición
AAA	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.
AA	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.
A	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero que es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía.
B	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen capacidad para el pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, y presentan la posibilidad de deteriorarse ante cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.
C	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen un mínimo de capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero que es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general, pudiendo incurrir en pérdidas de intereses y capital.
D	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes no tienen capacidad para el pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, y presentan posibilidad de incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital.
E	Corresponde a los valores cuyo emisor y garante no tienen capacidad para el pago de capital e intereses, o se encuentran en estado de suspensión de pagos o no cuentan con activos suficientes para el pago, en caso de quiebra o liquidación.

Las categorías de Calificación de Riesgo pueden incluir signos más (+) o menos (-). El signo más (+) indica que la Calificación de Riesgo podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advierte un descenso a la categoría inmediata inferior.

Miembros de Comité



Ivan Sannino



José Burgoa



Carlos Méndez



Mateo Hedian
Gerente General



Alejandra Orozco
Analista