

# Novena Emisión de Obligaciones

## FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.

Informe de Calificación de Riesgo con estados financieros al 31 de marzo de 2025

Fecha de Comité: 30 de mayo de 2025

Calificación:

**B**

Significado de la Calificación de Riesgo según el Órgano de Control

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

Vigencia de la calificación: 6 meses

Calificación anterior: AA (dic-2024)

Resolución Aprobatoria SCVS: Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2025-0004 del 21 de enero de 2025

Analista: Esteban Zambrano / 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 mar-25 cuenta con USD 52,53 millones de activos. La empresa financia sus operaciones principalmente por deuda con instituciones financieras y mercado de valores. Entre ene25-mar25, registró ingresos por USD 0,33 millones, de los cuales, USD 0,11 millones corresponde a ingresos operativos.

Indicadores	Ene22 - Dic22	Ene23 - Dic23	Ene24 - Dic24	Abr24 - Mar25
Activo (USD)	48.968.827	52.902.491	53.008.406	52.530.656
Pasivo (USD)	38.563.847	40.041.841	40.568.344	41.134.363
Patrimonio (USD)	10.404.980	12.860.650	12.440.062	11.396.293
Ingresos (USD)	10.398.176	9.996.496	1.839.223	426.184
Utilidad/Pérdida Neta (USD)	235.782	49.399	-31.377	-3.204.406
ROE	2,35%	0,42%	-0,25%	-26,89%
ROA	0,49%	0,10%	-0,06%	-6,07%
EBITDA/gastos financieros	-209,96%	-26,20%	-237,76%	-78,55%
EBITDA/deuda financiera	-23,18%	-1,50%	-35,63%	-8,51%
Pasivo total/patrimonio	3,71	3,11	3,26	3,61
Deuda financiera/EBITDA	-4,31	-66,52	-2,81	-11,75
Pasivo total/EBITDA	-8,78	-135,30	-5,58	-23,58
Razón circulante	0,64	0,67	0,73	0,86
Prueba ácida	0,36	0,29	0,25	0,30
Rotación cuentas por cobrar	1,87	1,62	0,42	0,15
Rotación inventarios	0,48	0,67	0,22	0,02

nd: no disponible na: no aplica

### MFR Ecuador

Rumipamba E2-214 y Av. República Esquina  
Quito – Ecuador  
Tel: +593-2-351 82 99  
[www.mf-rating.com](http://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](http://www.furoiani.com)

---

## Fundamento de la Calificación

---

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. mantiene una trayectoria reconocida en el sector de la construcción y dispone de activos relevantes y una estructura de financiamiento diversificada. Sin embargo, la compañía enfrenta un perfil financiero comprometido, caracterizado por rentabilidad negativa sostenida, generación operativa de caja insuficiente, indicadores adversos de cobertura de deuda y EBITDA, capital de trabajo negativo y baja liquidez inmediata. Asimismo, presenta una elevada dependencia de ingresos extraordinarios, debilidades en la calidad y consistencia de la información financiera reportada, e incumplimientos recientes en el sistema financiero y en el mercado de valores. Adicionalmente, se evidencia un incumplimiento recurrente de las proyecciones financieras entregadas. A pesar de estos factores, 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 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, enfrenta riesgos legales y reputacionales relevantes derivados del registro de obligaciones patronales en mora con el IESS por USD 170,20 mil, saldos vencidos en el sistema financiero por USD 384,12 mil, 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 abr24-mar25 del -26,89%, en contraste con los niveles moderados observados en ejercicios anteriores (-0,25% a dic-24, 0,42% a dic-23 y 2,35 a dic-22). De igual forma, el ROA fue de -6,07% (-0,06% a dic-24, 0,10% a dic-23 y 0,49% a dic-22). La empresa en el periodo abr24-mar25 generó un EBITDA negativo de -USD 1,73 millones, mostrando una evolución volátil frente a años anteriores (-USD 7,22 millones a dic-24, -USD 0,29 millones a dic-23, y - USD 4,33 millones a dic-22). La cobertura del EBITDA frente a la deuda a corto plazo alcanzó -14,18 veces en el periodo abr24-mar25, reflejando una débil capacidad de generación de flujo operativo. La liquidez es moderada, con una razón circulante de 0,86 veces a mar-25 (0,73 a dic-24, 0,67 a dic23 y 0,64 a dic-22). El nivel de endeudamiento se mantiene elevado, reflejando un apalancamiento financiero de 3,61 veces a mar-25. A pesar de mantener niveles adecuados de solvencia, la no capitalización de los aportes para futuras capitalizaciones por USD 2,40 millones, pendientes desde 2023, constituye un riesgo latente que podría afectar negativamente la estructura patrimonial. Los incumplimientos de obligaciones financieras y de mercado de valores reportados agravan el perfil de riesgo, siendo un aspecto a monitorear el cumplimiento de los acuerdos con acreedores y de los pagos futuros de obligaciones bursátiles. La empresa prevé alcanzar ingresos en 2025 por USD 25,18 millones, con una tendencia creciente hasta el 2026 justificado en los ingresos provenientes de proyectos previstos a ser finalizados en ese periodo, posteriormente se evidencia una variación en los ingresos que se justificaría por la finalización de proyectos e inicio de nuevos proyectos. Parte de la estrategia de financiamiento proviene de la venta de activos improductivos, permitiendo a la empresa generar los flujos futuros suficientes para cubrir los requerimientos operativos de financiamiento e inversión. El cumplimiento de estas proyecciones será fundamental, debido al historial de desvíos frente a metas y los resultados del primer trimestre de 2025, este aspecto constituye un factor de riesgo 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 2023 y estados financieros internos a dic-24, mar-24 y mar-25; y demás información suplementaria considerada relevante para el análisis de la capacidad de pago del emisor.

#### Riesgos previsibles a futuro, de acuerdo al 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 sobre los materiales de construcción en 2024 ayuda a mitigar los efectos de los incrementos de precios, factores como la volatilidad del mercado y la disponibilidad de suministros representan riesgos para el sector de la construcción.
- 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

El entorno económico en Ecuador en 2024 se caracterizó por un crecimiento moderado y perspectivas conservadoras, con una contracción del PIB del -0,7%, inferior a la proyección inicial del 0,3%. Este bajo desempeño se explica por múltiples factores, entre ellos la reducción de ingresos petroleros tras el referéndum ITT, que limitó la explotación en el bloque Yasuní, y la crisis energética derivada de la dependencia de la energía hidroeléctrica, agravada por una de las peores sequías en décadas, que provocó apagones y afectó la producción industrial. Además, el aumento del IVA del 12% al 15% en abril de 2024, aunque buscaba fortalecer las finanzas públicas, redujo el consumo de los hogares e impactó negativamente al comercio. La incertidumbre sociopolítica, en un año electoral marcado por las elecciones presidenciales y legislativas de febrero de 2025, y el incremento de la inseguridad y el crimen organizado, generaron desconfianza y redujeron la inversión y el turismo. A estos desafíos se sumó la erosión del río Coca, que afectó infraestructuras clave, exacerbando los problemas estructurales del país. En conjunto, estos factores han creado un escenario complejo que limita el crecimiento económico y plantea retos significativos para la estabilidad y recuperación en el mediano plazo.

El Banco Mundial proyecta para Ecuador un crecimiento moderado del PIB del 1,6% en 2025 (mientras que para la región se espera un 2,4% según la CEPAL) y del 2,2% en 2026, aunque con riesgos a la baja debido a inestabilidad fiscal, inflación persistente y políticas monetarias globales restrictivas. La polarización política y la fragmentación en la Asamblea Nacional han dificultado reformas clave, mientras que el aumento de la inseguridad y el crimen organizado afectan la confianza de inversionistas y ciudadanos. El gobierno busca fortalecer el comercio exterior, destacando un reciente acuerdo con Canadá que beneficiaría sectores como flores, atún y textiles. Sin embargo, el sector energético enfrenta desafíos por sequías y fallas en infraestructuras como Coca Codo Sinclair, causando apagones que impactan la economía. Aunque se espera una recuperación gradual hacia finales de 2025, impulsada por mayor liquidez y exportaciones no petroleras, la economía sigue vulnerable a factores externos como la desaceleración global y eventos climáticos. La falta de consenso político y reformas estructurales podría limitar el crecimiento sostenible.

Paralelamente, el sector petrolero anticipa inversiones de USD 42.000 millones en los próximos cinco años, enfocadas en aumentar la producción y mejorar la infraestructura energética. Estos acuerdos y financiamientos reflejan una estrategia para diversificar fuentes de recursos y abordar desafíos estructurales, aunque su impacto dependerá de la ejecución efectiva de los proyectos y el cumplimiento de las condiciones establecidas.

En 2024, Ecuador consolidó su acceso a financiamiento internacional para impulsar su economía y proyectos sostenibles, aunque enfrenta un elevado nivel de deuda externa pública, que alcanza USD 49.675,8 millones (50,7% del PIB). El FMI desembolsó USD 1.500 millones de un acuerdo de USD 4.000 millones, el BID aportó USD 500 millones para estabilización macroeconómica, y la CAF aprobó USD 483 millones para proyectos de energía e infraestructura. Además, se destacó la conversión de deuda por naturaleza, que destinó USD 460 millones a la conservación de la Amazonía. Para 2025, se esperan desembolsos adicionales del FMI por USD 415 millones cada uno, condicionados a metas fiscales, y un posible crédito bajo el Servicio de Resiliencia y Sostenibilidad (SRS). Sin embargo, el país enfrenta compromisos financieros significativos, con USD 8.877 millones destinados en 2025 al pago de intereses y amortizaciones de deuda, incluyendo USD 3.369 millones para deuda externa, de los cuales USD 2.512 millones corresponden a organismos multilaterales como el FMI y el FLAR. A esto se suman USD 1.775 millones en amortizaciones de deuda interna. Ecuador cerrará 2024 con un déficit fiscal superior a USD 3.000 millones, acumulando una década de déficits consecutivos, impulsados por un alto gasto corriente, principalmente en salarios públicos. Para cubrir estos desequilibrios, el país continúa dependiendo de financiamiento externo, como el reciente acuerdo con el FMI, lo que refleja los desafíos fiscales y la necesidad de ajustes estructurales para garantizar la sostenibilidad económica.

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

En lo que respecta al riesgo soberano de Ecuador, es importante destacar que el 09 de diciembre de 2024, Standard & Poor's (S&P) emitió la calificación de los bonos a largo plazo, sosteniendo un nivel de "B-" con una perspectiva negativa, mientras que para el corto plazo mantiene una calificación de "B" tras la realización del canje de deuda por naturaleza. Por otro lado, Moody's mantiene la calificación de "Caa3" con una perspectiva estable en los últimos 3 años. Finalmente, en ago-24, Fitch establece su calificación en CCC+, debido a un escenario fiscal más desafiante, un deterioro de las cuentas fiscales, así como un panorama de financiamiento externo retador. La calificación soberana de Ecuador refleja

los desafíos que enfrenta el país para mejorar su perfil fiscal y recuperar el acceso a los mercados financieros. S&P resaltó que, aunque los pagos de deuda programados para 2025 son manejables gracias al apoyo de acreedores multilaterales, las necesidades de financiamiento aumentarán considerablemente en 2026 con el inicio de las amortizaciones de los bonos internacionales.

La perspectiva negativa persiste debido a los riesgos asociados con la incertidumbre electoral, el elevado déficit fiscal y las limitaciones de acceso a los mercados de capital. S&P advirtió que un incumplimiento en los compromisos fiscales o una disminución en el respaldo de los acreedores multilaterales podría conducir a una revisión a la baja de la calificación soberana.

La puntuación del riesgo país de Ecuador pasó de 1.225 a 1200 en el período sep24-dic24, mientras que al 29 de ene-25, el indicador de riesgo país se ubicó en 978 bps, ubicándose el nivel de riesgo país dentro de los más altos de la región (solo por debajo de Venezuela y Bolivia), sin embargo, con una importante reducción frente a meses anteriores debido al alza del petróleo tras nuevas restricciones de EEUU a Rusia. El riesgo país presentó una tendencia a la baja desde ene-24 respecto a períodos anteriores, lo cual coincidió con el anuncio del incremento del IVA al 15%, implementado por el presidente Daniel Noboa, a través de la Ley de Conflicto Armado Interno; además del inicio de negociaciones para acceder a un nuevo préstamo con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Sin embargo, el riesgo país es inestable e incierto debido a factores como la caída del precio del petróleo, crecientes niveles de inseguridad y la inestabilidad política latente con respecto a las próximas elecciones en feb-25.



Al 29 de enero de 2025, se registra una producción de 469.117 barriles diarios con un cumplimiento de 100,29% respecto a la producción del día de operación. Por otro lado a dic-24, el precio del barril (WTI) muestra una leve disminución respecto al trimestre anterior (USD 70,24), ubicándose en USD 70,12. A nov-24, la producción petrolera nacional de Ecuador tuvo una disminución del 5,7% respecto a nov-23.

El superávit en la balanza comercial total acumulada a noviembre de 2024, que alcanzó los USD 6.005,7 millones, contrasta marcadamente con la situación fiscal que enfrenta Ecuador para el mismo año. A pesar del crecimiento en los superávits tanto petrolero (USD 2.893,7 millones) como no petrolero (USD 3.112,0 millones), el país registra un déficit fiscal de USD 3.107 millones en 2024, agravado por más de 12 años de déficits consecutivos. Este panorama se complica aún más con las proyecciones para 2025, donde se espera un déficit fiscal de al menos USD 5.000 millones, lo que subraya la necesidad de políticas económicas que equilibren el crecimiento comercial con la sostenibilidad fiscal.

En 2024, el gobierno ecuatoriano enfrentó importantes necesidades de financiamiento para cubrir su déficit fiscal y cumplir con sus obligaciones de deuda. Según datos del Ministerio de Economía y Finanzas, el país requirió aproximadamente USD 5.000 millones para financiar su presupuesto, lo que incluyó el pago de vencimientos de deuda externa e interna.

De esta forma, Ecuador cerró el año 2024 con desembolsos que suman USD 5.400 millones por parte de la comunidad financiera internacional. El FMI afirmó que las autoridades ecuatorianas han realizado "avances sustanciales en la ambiciosa agenda de reformas estructurales que apoya el programa crediticio".

Respecto a la inflación, a dic-24, se presenta una inflación mensual de -0,99% y anual de 0,57% y mostrando una mayor incidencia en el sector de transporte (0,20%), bienes y servicios diversos (0,19%), salud (0,12%), restaurantes y hoteles (0,10%), educación (0,09%), alojamiento, agua, electricidad, gas y otros (-0,43%) y comunicaciones (0,07%). Por otra parte, el ingreso familiar mensual promedio se ubica en USD 858,67 y el valor de la canasta básica familiar (CFB) se ubica en USD 797,97 a dic-24; mientras que, la canasta vital se ubica en USD 554,76.

La tasa de desempleo en el país a nov-24 se ubica en 3,7% de la PEA del país, mayor a la registrada en nov-23 (3,5%); además, la tasa de subempleo se ubica en 22,7% (21,0% en nov-23) según las estadísticas macroeconómicas publicadas por el Banco Central del Ecuador en ene-25.

Indicadores macroeconómicos	Dic21	Dic22	Dic23	Sep24	Dic24
PIB nominal (miles de millones USD)	105,4	116,0	119,57	123,09	123,09
PIB per cápita en USD (precios corrientes)	5.938	6.449	6.560	6.851	6.851
Crecimiento real del PIB	3,5%	2,7%	1,5%	0,9%	0,9%*
Precio petróleo WTI por barril (USD)	71,9	76,5	72,1	75,6	71,0
Tasa de inflación (fin de período, anualizada)	1,9%	3,7%	1,4%	1,4%	0,5%
Balanza Comercial (USD millones)	2.871	2.325	1.998	4.632	6.006
Déficit fiscal (millones USD)	-1.691	-991.11	-2.405	-337	-3107,0
Deuda pública (millones USD)	62.193	63.693	61.245	61.967	49.676
Deuda/PIB	59,0%	56,0%	51,2%	50,3%	50,7%
Tasa de desempleo	4,1%	3,2%	3,4%	4,0%	2,7%
Tasa de subempleo	22,6%	19,4%	21,2%	20,8%	24,5%

Fuente: Banco Central del Ecuador, INEC, Ministerio de Economía y Finanzas, Fondo Monetario Internacional (FMI)

\*Proyecciones según BCE

## 1.2 Riesgo sectorial

El sector de la construcción en Ecuador ha mostrado un desempeño cíclico en los últimos años, consolidándose históricamente como una actividad relevante dentro del aparato productivo nacional, con vínculos directos con sectores como manufactura, minería, comercio y transporte. Durante la primera mitad de la década pasada, la expansión estuvo apalancada por un alto nivel de inversión pública, condiciones crediticias favorables y una liquidez derivada de los ingresos petroleros. No obstante, desde 2015 el entorno ha sido crecientemente adverso, afectando el ritmo de crecimiento del sector.

A partir de 2018 se observa un deterioro progresivo. Según datos del Banco Central del Ecuador, el Producto Interno Bruto (PIB) del sector construcción se contrajo -8,81% en 2018 y -18,68% en 2019. La pandemia de COVID-19 profundizó esta tendencia con una caída adicional del -29,39% en 2020. Posteriormente, en 2021 y 2022, el sector mostró una recuperación con crecimientos de 14,81% y 14,90%, respectivamente, impulsados por la reactivación económica, la flexibilización de restricciones sanitarias y la ejecución de obras pendientes.

Sin embargo, esta recuperación fue efímera. En 2023, el sector volvió a contraerse un -8,65%, y para 2024 se registra una nueva caída del -3,42%, reflejo de condiciones más restrictivas en el acceso a financiamiento, incremento de los costos de materiales, menor inversión pública y desaceleración de la demanda de vivienda. A pesar de que el PIB total creció un 4,63% en 2024, la construcción tuvo una contribución negativa de -0,1% al crecimiento económico, evidenciando nuevamente su carácter procíclico y su sensibilidad a condiciones macroeconómicas adversas.

La participación del sector en el PIB nacional también ha mostrado una tendencia descendente: pasó del 5,63% en 2018 al 4,10% en 2024. Esta pérdida relativa de peso refleja tanto la contracción interna del sector como el dinamismo de otras actividades productivas.

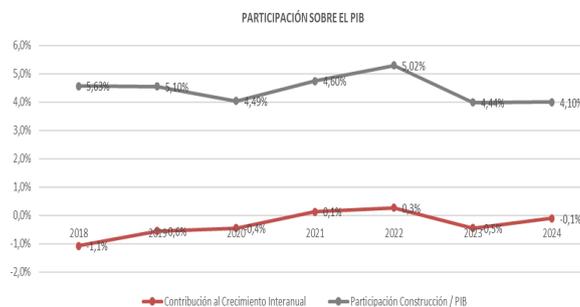
En términos nominales, el valor del PIB construcción en 2024 fue de USD 1.375 millones, inferior al registrado en 2022 (USD 1.558 millones). Esta disminución se ha traducido en menor generación de empleo, reducción en la contratación de materiales e insumos, y una desaceleración en el desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios y de infraestructura. El entorno de 2023 y 2024 se ha caracterizado por la incertidumbre política, las restricciones presupuestarias del sector público y un entorno crediticio más conservador, en un contexto de inflación importada y alza de tasas internacionales. Estos factores han limitado la ejecución de nuevas obras, tanto públicas como privadas, y han deteriorado las condiciones para el cierre financiero de proyectos en curso.



Fuente: BCE

La productividad del sector sigue siendo un factor de riesgo. Su contribución al crecimiento económico se ha mantenido por debajo del 1% desde 2021, y en 2023 y 2024 incluso ha sido negativa. Esta debilidad estructural limita el aporte del sector como motor de reactivación económica.

Finalmente, aunque el sector mantiene una participación mayor al 4% del PIB y supera a otras actividades como pesca o alojamiento, su desempeño ha sido volátil, y su recuperación dependerá de la reactivación de la inversión pública, el acceso a crédito hipotecario, y políticas sectoriales activas que impulsen la demanda interna.

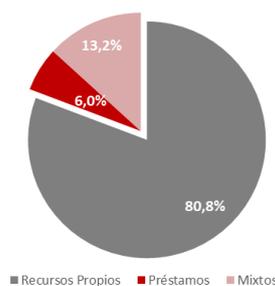


Fuente: BCE

Por otra parte, de acuerdo con cifras proporcionadas por las Estadísticas de Edificaciones (ESED)<sup>1</sup>, en el cuarto trimestre del año 2024, se emitieron 2.605 permisos de construcción, dentro de los GAD municipales seleccionados<sup>2</sup>. De los permisos de construcción otorgados, se proyecta la construcción de un total de 2.942 edificaciones y 3.768 viviendas. Estas cifras representan una disminución del 23,35% y 34,69% respectivamente en comparación con el cuarto trimestre de 2023. El uso principal de las edificaciones es residencial, con un 95,00% destinadas a casas independientes, mientras que el 5,00% corresponde a edificios dentro de conjuntos habitacionales. La mayoría de las obras, el 85,43% (2.631), son nuevas construcciones, mientras que el 7,14% (210) son ampliaciones y el 3,43% (101) corresponde a reconstrucciones.

El principal material registrado para los proyectos a construir es el hormigón armado en cimientos (97,44%), estructura (89,90%). En cambio, para pisos la cerámica (44,88%); paredes el bloque (68,71%); y para cubiertas el zinc (37,35%). Se registra un monto total estimado de USD 281 millones para los proyectos inmobiliarios. La mayor fuente de financiamiento de las edificaciones serán los recursos propios (53,76%) especialmente los recursos personales, y con un 46,24% los préstamos.

FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE EDIFICACIONES



Fuente: ESED

En Ecuador, la financiación de la actividad inmobiliaria proviene de diversas fuentes, incluyendo bancos, mutualistas, cooperativas, el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS), el Instituto de Seguridad Social de las Fuerzas Armadas (ISSFA), y el Instituto de Seguridad Social de la Policía Nacional (ISSPOL). Entre estos, los bancos privados son los principales proveedores de créditos hipotecarios, seguidos por las mutualistas y cooperativas. Desde 2018, el BIESS ha disminuido su participación en la emisión de créditos, lo que ha permitido a las instituciones financieras privadas ganar terreno en este segmento del mercado.

Según datos del BIESS, se proyectó la entrega de USD 650 millones de dólares en créditos hipotecarios para 2024, comparado con los USD 588 millones de dólares otorgados en 2023, lo cual fue menor al objetivo inicial de USD 764 millones. La disminución en la colocación de créditos hipotecarios en 2023 se debió a varios factores como la incertidumbre económica y la reducción en la capacidad de crédito de los ecuatorianos. A pesar de estos desafíos, el

<sup>1</sup> [Estadísticas de Edificaciones trimestral | \(ecuadorencifras.gob.ec\)](https://estadisticas.ecuadorencifras.gob.ec)

<sup>2</sup> 15 GAD municipales fueron seleccionados, tales como: Guayaquil, Quito, Cuenca, Ambato, Riobamba, Loja, entre otros. Estos GAD municipales representan el 60% en permisos de construcción frente a la cobertura nacional.

BIESS busca aumentar su participación en el mercado de financiamiento inmobiliario en 2024, adaptándose a las condiciones económicas y las necesidades de los ciudadanos. Por otro lado, esta reducción ha abierto oportunidades para que las entidades privadas aumenten su cuota de mercado en el sector de financiamiento inmobiliario.

El sector de la construcción, históricamente una fuente significativa de empleo y un componente relevante del PIB ecuatoriano, ha enfrentado crecientes dificultades para sostener un ritmo de crecimiento sostenido en los últimos años. Durante 2024, el sector experimentó una contracción del -3,42%, reflejando el impacto de un entorno desafiante marcado por la incertidumbre política, reformas tributarias, crisis energética e incremento de la inseguridad. Estos factores han afectado tanto la inversión pública como la privada, debilitando la dinámica de nuevos proyectos y la generación de empleo en el sector.

Adicionalmente, se prevé una disminución sostenida en la inversión pública en infraestructura como resultado de un entorno fiscal más restrictivo. De acuerdo con CORDES, la reducción en la producción petrolera, combinada con menores ingresos tributarios, limitará significativamente el espacio fiscal del gobierno central. Esta situación impactará no solo a nivel nacional, sino también en la ejecución de obras por parte de los gobiernos autónomos descentralizados, tradicionalmente relevantes en el impulso al sector.

El presupuesto aprobado para el Ministerio de Transporte y Obras Públicas en 2024 apenas alcanza para cubrir compromisos vigentes y adquisiciones específicas como puentes mecano y maquinaria, sin contemplar mayores expansiones de obra nueva. Esto refuerza la previsión de un entorno contractivo para el sector.

Por otro lado, la devolución del IVA sobre materiales de construcción implementada en 2024 representa una medida positiva que podría reducir parcialmente los costos de proyectos y fomentar una leve mejora en el acceso a vivienda. Sin embargo, su impacto será marginal si no se acompaña de una recuperación de la demanda agregada, mayor financiamiento al sector y un entorno político-institucional más estable.

En síntesis, si bien existen medidas que pueden aliviar parcialmente los costos de construcción, los riesgos estructurales y macroeconómicos continúan limitando las perspectivas de crecimiento del sector, que dependerá en gran medida de la articulación entre políticas públicas efectivas, estabilidad macroeconómica y confianza del sector privado para reactivar la inversión.

## 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.

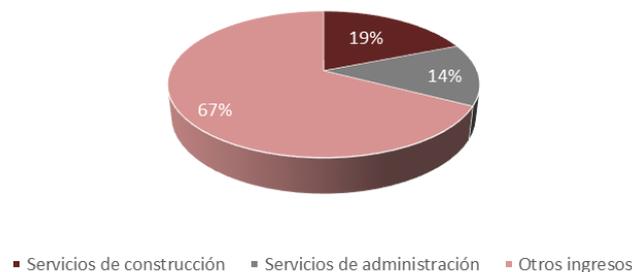
Para los clientes que cumplen con los criterios de la política de crédito, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. puede ofrecer financiamiento de hasta el 30% del valor del inmueble, a pagarse en un plazo de hasta dos años, mientras que el 70% restante debe ser financiado por una entidad bancaria pública o 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 mar-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.

Principales ingresos



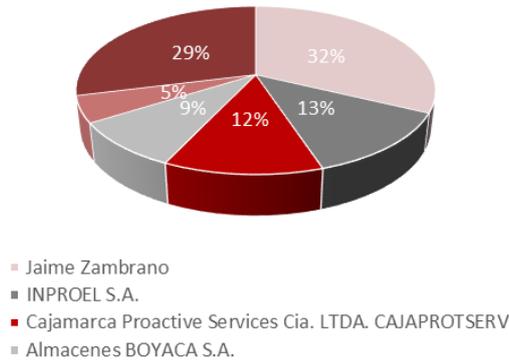
Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

#### 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, INPROEL, Cajaprotserv 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.

#### MFR Ecuador

Principales Proveedores



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.

Sin embargo, el sector de la construcción mantiene una alta sensibilidad a las condiciones macroeconómicas, al acceso a financiamiento y a la confianza del consumidor. Aunque las elecciones presidenciales en Ecuador ya se llevaron a cabo, persiste un entorno de incertidumbre post-electoral relacionado con la implementación de políticas públicas, la estabilidad económica y el manejo de la inversión pública. Este contexto podría afectar la dinámica del crédito hipotecario y la decisión de compra de vivienda, incrementando los riesgos para el desempeño comercial de empresas desarrolladoras como FUROIANI.

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 Ambiansa S.A. A pesar de la fuerte competencia, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. ha mantenido 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.<sup>3</sup>

### 2.2 Propiedad, administración y gobierno corporativo.

A mar-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.S<sup>4</sup>. seguido por Poderna Holding S.A.S.<sup>5</sup>

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.A.S.	3.361.043	75%
Furoiani Zambrano José Luis	225.455	5%
Poderna Holdings S.A.S	922.604	20%
<b>Total</b>	<b>4.509.102</b>	<b>100%</b>

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

<sup>3</sup> [Ranking de la construcción | Ekosnegocios](#)

<sup>4</sup> Único accionista FUROIANI ZAMBRANO ANA MARIA DE LOURDES

<sup>5</sup> Único accionista GARCIA FUROIANI GALO ENRIQUE

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.

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 clave 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
Alberto Parra	Gerente de Transformación y Cultura	Psicólogo Organizacional - Coach certificado - 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 Asesora Productora de Seguros	Propiedad
Fopinest S.A.S.	Propiedad
Fideicomiso Inmobiliario Cittavento	Constituyente
FOPMET S.A.S	Propiedad
Fideicomiso de Titularización de Cartera Inmobiliario Volan	Constituyente
Fideicomiso de Garantía e Inmobiliario Milannvo	Constituyente
Fideicomiso Inmobiliario Marenostro	Constituyente
Fideicomiso de Garantía Sancity	Constituyente

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

#### 2.3 Riesgo legal y reputacional

FUIROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. enfrenta riesgos legales y reputacionales derivados del incumplimiento de diversas obligaciones. La empresa mantiene obligaciones patronales en mora con el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) por un monto de USD 170,20 mil, cuyo pago pendiente constituye un aspecto crítico a monitorear. Asimismo, registra obligaciones financieras vencidas por USD 384,12 mil, conforme a información del buró de crédito. Según lo manifestado por la empresa, se encuentra en un proceso de reestructuración de deuda con su acreedor; sin embargo, hasta el cierre del periodo de análisis no se ha evidenciado una regularización efectiva de estos pasivos. Adicionalmente, la compañía refleja incumplimientos ante la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, lo que agrava su perfil de riesgo financiero e institucional.

De acuerdo con la información comunicada a las Bolsas de Valores por Decevale y reportada por el emisor, FUIROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. incumplió con el pago en tiempo y forma de los vencimientos del 4to papel comercial entre el 20 de febrero y el 12 de marzo de 2025, por un monto total de USD 5,14 millones. De este valor, la empresa ha

ejecutado recompras a inversionistas por USD 1,61 millones y ha suscrito actas transaccionales fuera de bolsa por USD 0,47 millones, quedando pendiente un saldo por pagar de USD 3,06 millones.

Asimismo, la compañía no cumplió oportunamente con el pago correspondiente al vencimiento del 22 de marzo de 2025 de la Octava Emisión de Obligaciones, por un monto de USD 313,30 mil, de los cuales a la fecha resta un saldo pendiente de USD 20,44 mil. Si bien en mar-25 se firmaron convenios de pago con los tenedores de las obligaciones y se reporta una buena relación con los obligacionistas, estos mecanismos de regularización no mitigan el impacto negativo que los incumplimientos iniciales generan sobre la percepción de riesgo del emisor.

Adicionalmente, la empresa ha procedido a realizar recompras parciales de títulos de la Octava Emisión para reducir su saldo de capital. No obstante, el incumplimiento previo y la necesidad de negociaciones posteriores evidencian presiones de liquidez y debilidades en la planificación financiera, factores que afectan la confianza de los inversionistas y deterioran la estabilidad del perfil crediticio de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. en el mercado de valores.

Por otra parte, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. no enfrenta demandas judiciales significativas que puedan comprometer su liquidez o solvencia. Aunque actúa como codeudora de una deuda considerable respaldada por fideicomisos, los proyectos inmobiliarios que la empresa desarrolla proporcionan garantías reales para los acreedores, lo que contribuye a la solidez de su respaldo financiero.

Finalmente, durante el proceso de seguimiento y análisis del presente informe, se identificaron variaciones significativas entre los estados financieros al 31 de diciembre de 2024 y las versiones preliminares proporcionadas previamente por la compañía. Estas diferencias se observan principalmente en las cifras de ingresos, EBITDA, utilidad neta y capital de trabajo, y han tenido un impacto sustancial en los indicadores clave de rentabilidad, liquidez y cobertura. Si bien las razones de dichos ajustes no fueron detalladas formalmente por la administración, los cambios podrían estar asociados a la reclasificación de partidas contables, reconocimiento diferido de ingresos o ajustes extraordinarios vinculados a revalorizaciones de activos o deterioros no operacionales. Esta situación plantea la necesidad de reforzar el monitoreo sobre la calidad y consistencia de la información financiera entregada por el emisor. Adicionalmente, la existencia de ajustes de magnitud relevante en etapas avanzadas del proceso de calificación representa un factor de riesgo cualitativo que puede afectar la credibilidad de la información financiera y, en consecuencia, incidir negativamente en la evaluación del perfil crediticio de la compañía.

### 3. Riesgo Financiero

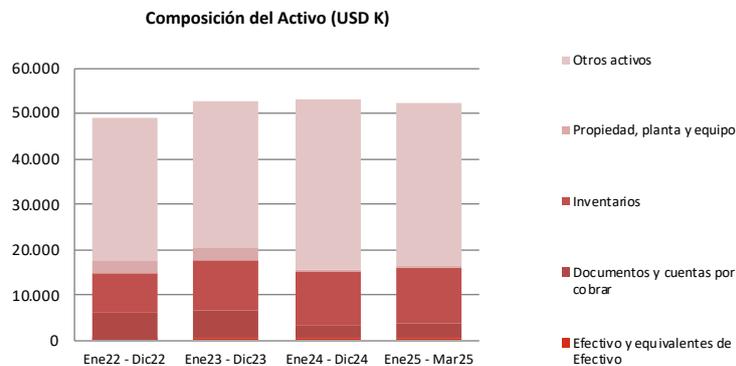
#### 3.1 Estructura del balance.

##### Activos

Los activos de la compañía presentan una tendencia creciente pasando de USD 48,97 millones en a USD 53,01 millones en el periodo dic22-dic24 debido al incremento de propiedades de inversión, derechos fiduciarios y mayores inversiones en subsidiarias.

A mar-25 los activos se reducen debido a la reducción de cuentas por cobrar, inventarios y anticipos, registrando un monto de USD 52,53 millones, de los cuales el 35,89% corresponde a activos corrientes y 64,11% a activo no corriente. El activo corriente con un monto de USD 18,85 millones corresponde principalmente a inventarios, cuentas por cobrar y activos por impuestos corrientes, mientras que el activo no corriente con un saldo de USD 33,68 millones, están compuestos en su mayoría por propiedades de inversión, derechos fiduciarios e inversiones en subsidiarias.

El incremento relativo de los activos no corrientes, en particular de propiedades de inversion, incrementa la exposición a riesgos de mercado específicos, como la volatilidad en el valor de los activos inmobiliarios, los tiempos de realización en caso de necesidad de liquidez, y la sensibilidad a las condiciones del sector construcción e inmobiliario. Esta concentración en activos de baja liquidez relativa podría limitar la flexibilidad financiera de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. ante escenarios de tensión de caja o necesidad de atender obligaciones de corto plazo, por lo que su evolución es un aspecto a monitorear.



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

A mar-25, el inventario de Furoiani Obras y Proyectos S.A. registró a USD 12,36 millones. Como empresa constructora, enfrenta desafíos específicos en la gestión de sus inventarios, que abarcan terrenos, obras en curso y viviendas terminadas. La reducida rotación de inventarios, que pasó de 0,48 a 0,22 en el periodo dic22-dic24, junto con los prolongados días de inventarios, aumentando de 746 a 1.645 días en el mismo período. Esta dinámica refleja la naturaleza de los activos inmobiliarios, que requieren largos plazos para su desarrollo, finalización y comercialización. Sin embargo, la prolongada inmovilización de inventarios implica una utilización intensiva de capital y puede presionar el flujo de efectivo operativo, particularmente en un contexto donde los ciclos de construcción son extensos y la demanda puede verse afectada por factores macroeconómicos y de mercado.

Las cuentas por cobrar han mostrado una rotación variable en los últimos años, con cifras que han fluctuado entre 1,87 y 0,42 veces por año, en el periodo dic22-dic24. Este comportamiento refleja una gestión razonablemente eficiente en la conversión de ventas en efectivo, aunque con tendencia a una menor rotación en los últimos ejercicios. A mar-25, las cuentas por cobrar de corto plazo alcanzan los USD 2,98 millones, con plazos de cobro que pueden extenderse hasta los 360 días. Este saldo está mayormente compuesto por el fideicomiso Inmobiliario Cittavento, el cual ha demostrado una buena calidad crediticia y un historial confiable de pagos, justificando la ausencia de una provisión para cuentas dudosas según la práctica contable de la empresa.

A mar-25, el activo no corriente registra un saldo de USD 33,68 millones, de los cuales, las propiedades de inversión contabilizaron USD 21,69 millones dentro de este rubro se contabilizan los lotes de Grupo Manobanda y los terrenos de Ciudad Santiago etapas XIV, XV y XVI, seguido por las inversiones en acciones con USD 3,14 millones<sup>6</sup>, inversiones en proyectos por USD 4,52 millones<sup>7</sup> y derechos fiduciarios sobre Fideicomisos en los cuales se aportaron capital y terrenos

<sup>6</sup> Zarzuela S.A, Fopinvest S.A.S, FOPMET S.A.S, In Earth S.A., Del Pacífico Cía Ltda, Royalbay,

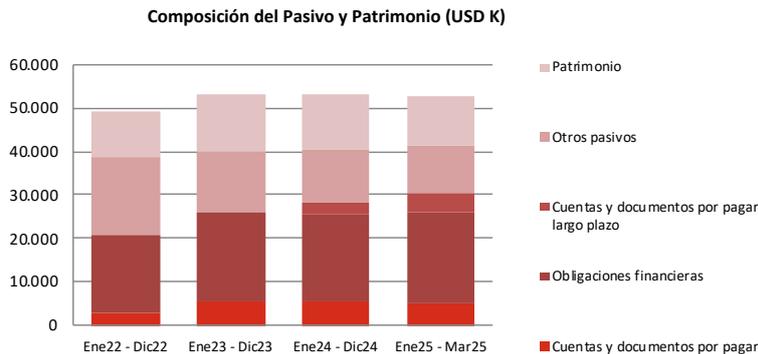
<sup>7</sup> Cittavento-Piamonte, Proyecto Costa Rica

para construcción de proyectos por USD 2,35 millones.<sup>8</sup> Por otro lado, la propiedad, planta y equipo registra un monto de USD 0,31 millones.

**Pasivos y Patrimonio**

Las necesidades de financiamiento de Furoiani Obras y Proyectos S.A. están estrechamente ligadas al desarrollo de los proyectos en ejecución, los cuales demandan recursos en función del estado de avance de las obras. La inversión en proyectos inmobiliarios y la adquisición de inmuebles para desarrollos futuros crean una constante necesidad de financiamiento. La empresa atiende esta necesidad mediante diversas fuentes de financiamiento, ajustándose a las demandas del mercado y a las oportunidades de inversión disponibles. No obstante, el entorno económico actual podría impactar su acceso a financiamiento del sistema financiero, lo que convierte a la capacidad de fondeo en un que debe ser monitoreado para asegurar la sostenibilidad de sus operaciones y planes de crecimiento. En el periodo dic22-dic24, los pasivos de la compañía han mostrado una tendencia creciente, incrementándose de USD 38,56 millones a USD 40,57 millones. Este incremento se explica la intensificación de las actividades de desarrollo para asegurar el éxito de los proyectos en curso y una estrategia de reestructuración de pasivos, en la cual la empresa ha buscado extender los vencimientos para aliviar presiones de corto plazo.

A mar-25, los pasivos de la empresa ascendieron a USD 41,13 millones. De este total, el 53,32% correspondió a pasivos de corto plazo, equivalente a USD 21,93 millones, compuesto principalmente por la porción corriente de deuda bancaria y del mercado de valores, anticipos de clientes y cuentas por pagar a proveedores. Se observa una disminución en las cuentas por pagar y en los anticipos de clientes a corto plazo, lo cual podría reflejar un menor ritmo de preventas o la liquidación de compromisos comerciales existentes. El 46,68% restante (USD 19,20 millones) corresponde a pasivos no corrientes, conformados en su mayoría por obligaciones financieras de largo plazo tanto con instituciones financieras como con el mercado de valores. Históricamente, la estructura de pasivos de la compañía ha presentado una concentración en obligaciones de corto plazo, situación que resalta la necesidad de mantener una gestión eficiente del flujo de caja y una planificación financiera adecuada para atender los vencimientos de corto plazo, al tiempo que se fortalece la estabilidad financiera de largo plazo.



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

La deuda con entidades financieras presentó una tendencia decreciente en el período dic22-dic24, reduciéndose de USD 13,18 millones a USD 11,80 millones. Esta disminución obedeció principalmente a la sustitución progresiva de financiamiento bancario por recursos obtenidos a través de emisiones en el mercado de valores. A mar-25, la deuda con instituciones financieras asciende a USD 10,68 millones, con una distribución del 60% a corto plazo y el 40% a largo plazo. Si bien se evidencia un incremento en la deuda bancaria de largo plazo en los últimos períodos, reflejando una estrategia de reestructuración de pasivos orientada a extender los plazos de vencimiento y aliviar las presiones de liquidez, el perfil de endeudamiento de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. muestra una creciente dependencia del mercado de valores como fuente complementaria de financiamiento.

Aunque la empresa ha logrado extender parcialmente los vencimientos de sus obligaciones, mantiene una proporción significativa de deuda concentrada en el corto y mediano plazo, lo que la expone a riesgos de refinanciamiento. En un escenario de condiciones de mercado adversas, restricciones de liquidez o deterioro en su perfil crediticio, la compañía podría enfrentar dificultades para renovar o refinanciar sus obligaciones en condiciones favorables, lo que presionaría su flujo de caja operativo y afectaría su capacidad de cumplimiento financiero. Por tanto, la evolución del calendario de vencimientos y la disponibilidad de alternativas de financiamiento son factores a monitorear.

En paralelo, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. ha consolidado su participación en el mercado de valores, manteniendo vigentes a mar-25 su Séptima, Octava y Novena Emisión de Obligaciones, así como el Cuarto Programa de Papel

<sup>8</sup> Fideicomiso Cittavento-Piamonte, Fideicomiso Mercantil FOP-UCEM

Comercial. A dicha fecha, el saldo de deuda en el mercado de valores se registró en USD 10,10 millones. El uso de emisiones como fuente de fondeo ha adquirido un peso relevante en la estructura de pasivos. Aunque la porción corriente de obligaciones emitidas se redujo de USD 7,85 millones en dic-23 a USD 4,41 millones en mar-25, persiste una exposición significativa al riesgo de refinanciamiento, considerando el volumen de obligaciones que deberá ser atendido en el mediano plazo.

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	1.075.840	1.620.000	2.695.840
Banco Pichincha	Entidad privada local	Fija	11,32%-11,57%	USD	4.391.112	2.500.000	6.891.112
Banco del Austro	Entidad privada local	Fija	12,00%	USD	0	47.496	47.496
Banco Comercial Manabi	Entidad privada local	Fija	9,50%	USD	138.126	0	138.126
Cooperativa de Ahorro y Credito Biblian	Entidad privada local	Fija	7,80%	USD	112.610	0	112.610
CB Cooperativa	Entidad privada local	Fija	7,80%	USD	557.852	0	557.852
Coop. Ahorro y Cred. Crediamigo Ltda.	Entidad privada local	Fija	12,60%	USD	113.857	121.143	235.000
Mercado de Valores	n/a	Fija	7,25% al 8% dependiendo de la emisión	USD	4.410.294	5.685.697	10.095.991

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

Las cuentas por pagar a corto plazo de Furoiani Obras y Proyectos S.A. ha presentado una tendencia creciente. En dic-22, las cuentas por pagar registraron USD 2,85 millones, aumentando a USD 5,57 millones en dic-24. A mar-25, las cuentas por pagar se situaron en USD 5,23 millones. Las cuentas por pagar corresponden a obligaciones con proveedores locales de bienes y servicios necesarios para la construcción.

En términos de gestión operativa, la rotación de cuentas por pagar mostró una tendencia decreciente, pasando de 1,91 en dic-22 a 0,46 en dic-24. Los días de cuentas por pagar aumentaron significativamente de 188 días a 782 en el mismo período. Esta tendencia indica que la empresa está tardando más tiempo en pagar a sus proveedores, lo que podría reflejar una estrategia para mejorar el flujo de caja a corto plazo.; sin embargo, la empresa debe evaluar cuidadosamente esta estrategia para asegurar que no compromete la eficiencia operativa ni las relaciones comerciales clave.

Por otro lado, a mar-25 las cuentas por pagar diversas y con relacionadas registraron USD 2,01 millones y corresponden principalmente a fondos de garantía de cumplimiento para los distintos proyectos.

La empresa ha registrado una tendencia creciente en los anticipos de clientes, los cuales están relacionados con sus proyectos inmobiliarios. Estos anticipos representan los pagos recibidos de los clientes como adelanto para la adquisición de bienes inmuebles en los distintos proyectos gestionados por la compañía. Esta cuenta pasó de USD 4,91 millones a USD 8,08 millones en el periodo dic22-dic24, y a mar-25, alcanzó un total de USD 6,12 millones<sup>9</sup>.

Entre dic22-mar25, el patrimonio de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. presentó una evolución mixta, alcanzando su nivel máximo en dic-23 con USD 12,87 millones. Este incremento se explicó principalmente por el registro de aportaciones para futuras capitalizaciones por parte de los accionistas, formalizadas en el acta de la Junta General celebrada el 7 de septiembre de 2023. Dichos aportes, por un valor de USD 2,40 millones, están vinculados a la propiedad de un terreno denominado Taormina, ubicado en la Comuna Olón de la parroquia Manglaralto.

Sin embargo, tras alcanzar su máximo nivel, el patrimonio mostró una tendencia decreciente, cerrando en USD 11,40 millones a mar-25. A dicha fecha, el patrimonio está compuesto en un 39,57% por capital social, 33,07% por resultados acumulados y 21,05% por aportes para futuras capitalizaciones.

Cabe destacar que los aportes para futuras capitalizaciones, al no haber sido formalmente incorporados al capital social, constituyen un riesgo latente que podría afectar negativamente la estructura patrimonial en caso de no materializarse o de surgir contingencias relacionadas con su valorización. Adicionalmente, la disminución de los resultados acumulados y la pérdida registrada en el primer trimestre de 2025 debilitan la generación interna de patrimonio, incrementando la vulnerabilidad de la empresa frente a escenarios adversos de mercado o deterioro financiero. En este contexto, la consolidación efectiva de los aportes y la recuperación sostenida de resultados operativos serán aspectos críticos para preservar la solidez patrimonial y mejorar el perfil financiero de la compañía.

<sup>9</sup> USD 1,63M al corto plazo y USD 4,49M al largo plazo. Esta clasificación está considerando las fechas de entrega de las villas que conforman los proyectos actuales

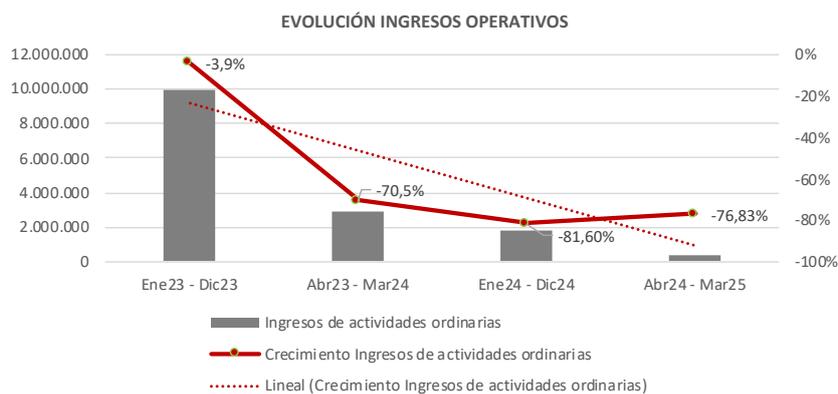
### 3.2 Desempeño operativo y rentabilidad.

Los ingresos de la compañía dependen del desarrollo, ejecución y cierre de sus diversos proyectos construidos en terrenos propios, llevados a cabo en el corto y mediano plazo. La empresa tiene tres principales fuentes de ingresos: la venta directa de bienes inmuebles, la prestación de servicios de construcción (reconocidos según el avance de los proyectos), y la gerencia de proyectos. Dado que se trata de una empresa constructora, la evolución de las ventas está estrechamente relacionada con la finalización de proyectos. Además, las condiciones del mercado influyen en las decisiones de compra de los clientes, lo que genera una variabilidad en las ventas.

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. gestiona algunos de sus proyectos a través de fideicomisos, cuyos resultados se reflejan en el estado de resultados de la compañía al momento de su liquidación. En el periodo dic22-dic24, los ingresos de actividades ordinarias (venta de bienes inmuebles, servicios de construcción y contratos por servicios) mostraron una marcada tendencia decreciente al pasar de USD 10,40 millones a USD 1,84 millones, debido a que algunos proyectos seguían en desarrollo y las unidades habitacionales no habían sido vendidas en su totalidad.

A mar-25 los ingresos operativos registran un monto de USD 0,11 millones, reflejando una disminución del 76,83% en el periodo abr24-mar25(USD 0,43 millones) en relación con ene24-dic24 (USD 1,84 millones). Los ingresos a mar-25 correspondieron a servicios por avance de obras; y servicios de administración.

La dependencia de hitos de liquidación de fideicomisos para el reconocimiento de ingresos genera una concentración de flujos en momentos puntuales, lo cual incrementa la volatilidad de los resultados y podría afectar la previsibilidad de los ingresos operativos. En este contexto, la capacidad de la empresa para culminar proyectos, acelerar la comercialización de unidades y asegurar la eficiente liquidación de fideicomisos será un factor crítico para sostener su nivel de ingresos y mitigar riesgos de liquidez en el corto y mediano plazo.



El costo de ventas de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. está directamente vinculado a los proyectos inmobiliarios que desarrolla, incluyendo los costos asociados a la construcción de villas y unidades habitacionales. Entre dic22-dic23, el porcentaje de costo de ventas sobre ingresos aumentó de 55,21% a 66,85%, reflejando los efectos del proceso de transición de la empresa hacia nuevos proyectos, tanto bajo modalidad de gerencia de proyectos como de desarrollo propio.

A dic-24, el costo de ventas representó un 138,00% de los ingresos, evidenciando una sobrejecución de costos respecto a la facturación registrada, lo cual refleja posibles desfases en el reconocimiento de ingresos frente al avance físico de obra o ineficiencias operativas. Para mar-25, este indicador se redujo a 68,91%, en línea con la ejecución progresiva de los proyectos y el correspondiente reconocimiento de costos de construcción conforme las obras alcanzan mayores niveles de avance.

Con estos resultados, la utilidad bruta de la empresa ha presentado una tendencia decreciente, al pasar de USD 4,66 millones a una pérdida bruta de -USD 0,70 millones en el periodo dic22-dic24. A mar-25 la utilidad bruta registró USD 33,12 miles, reflejando una ligera recuperación en el periodo abr24-mar25 (USD 0,13 millones) con relación a ene24-dic24 (-0,70 millones).

A mar.25, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. evidencia un severo desbalance operativo, con gastos que ascendieron a USD 0,50 millones, equivalentes al 472,21% de los ingresos del periodo. Esta relación crítica refleja una desproporción estructural entre los niveles de actividad y la carga de costos fijos y operativos. El indicador contrasta fuertemente con el nivel observado en diciembre de 2023, cuando los gastos representaron el 37,79% de los ingresos, y mantiene una línea similar a la registrada en diciembre de 2024 (364,43%). Esta evolución revierte la aparente mejora post-2022, año en el que los gastos representaron el 87,92% de los ingresos debido, principalmente, al reconocimiento de pérdidas por

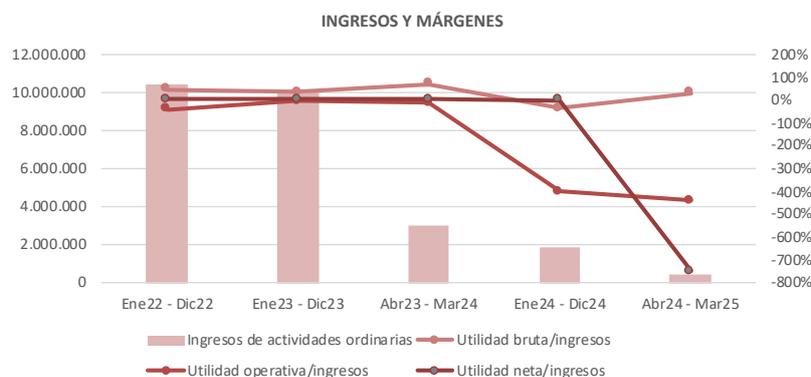
deterioro en inversiones. La persistencia de esta ineficiencia operativa sugiere una estructura de costos inflexible ante la caída de ingresos y constituye un factor de riesgo significativo en el análisis de viabilidad financiera.

Este comportamiento refleja que, en múltiples ejercicios, los ingresos operativos han sido insuficientes para cubrir los costos y gastos asociados a la actividad, generando pérdidas operativas recurrentes: USD -4,49 millones en 2022, USD -0,46 millones en 2023, USD -7,40 millones en 2024 y USD -0,47 millones a mar-25. La persistente incapacidad para alcanzar utilidades operativas sostenidas, junto con la alta volatilidad en los resultados, evidencia una debilidad estructural en el modelo de negocio y representa un riesgo elevado para la estabilidad financiera de la compañía, así como para su capacidad de cumplir con obligaciones financieras presentes y futuras.

Los ingresos no operacionales han desempeñado un rol estructural en la generación de utilidades de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., permitiéndole compensar resultados operativos deficitarios en varios ejercicios. En 2024, estos ingresos alcanzaron un nivel excepcional de USD 10,41 millones, impulsados principalmente por ganancias por medición de propiedades de inversión y la venta de activos, configurando un resultado extraordinario no atribuible al giro regular del negocio. Sin embargo, a mar-25, los ingresos no operacionales se redujeron drásticamente a apenas USD 0,22 millones, consolidando una tendencia descendente iniciada tras el pico observado en diciembre de 2022 (USD 6,75 millones). Esta caída progresiva refleja una menor generación de ingresos extraordinarios y no recurrentes, lo cual limita la capacidad de la empresa para sostener resultados positivos si no estabiliza su operación principal. La alta dependencia histórica de ingresos no operativos representa un riesgo crítico, ya que estos ingresos están sujetos a eventos puntuales y condiciones de mercado, y no constituyen una fuente sostenible para respaldar el cumplimiento de obligaciones financieras ni la generación de valor a largo plazo.

Los gastos financieros de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. están estrechamente relacionados con la estructura de financiamiento utilizada, particularmente con la deuda bancaria y las obligaciones emitidas en el mercado de valores. A dic-22, los gastos financieros ascendieron a USD 2,06 millones, representando el 19,81% de los ingresos del período. En dic-23, estos gastos se redujeron a USD 1,11 millones, en línea con la disminución de deuda bancaria, mientras que a dic-24 los gastos financieros se incrementaron nuevamente a USD 3,04 millones, elevando su participación sobre los ingresos a 165,18%.

A mar-25, los gastos financieros totalizaron USD 0,55 millones, lo que representó un 517,59% de los ingresos generados en ese trimestre. Este comportamiento refleja que los gastos financieros han crecido de manera desproporcionada frente a los ingresos operativos, especialmente en contextos de baja facturación, evidenciando una presión significativa sobre el flujo de caja. La evolución de los gastos financieros, en relación al crecimiento efectivo de los ingresos, es un aspecto a monitorear para evaluar la viabilidad financiera en el corto y mediano plazo.



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. presenta niveles de rentabilidad moderados pero con una marcada tendencia decreciente en los últimos ejercicios. La utilidad neta pasó de USD 235,78 mil en 2022 a una pérdida de USD -31,38 mil en 2024, reflejando un deterioro progresivo en la capacidad de generación de resultados. Esta tendencia se acentúa a mar-25, cuando la compañía registra una pérdida neta de USD -801,10 mil, atribuible principalmente a la significativa contracción de los ingresos operativos y al desbalance estructural entre ingresos y gastos.

En términos de rentabilidad sobre activos (ROA), la empresa registró un valor de -6,07% en el período abr24-mar25, frente a -0,06% en dic-24, 0,10% en dic-23 y 0,49% en dic-22, evidenciando una progresiva pérdida de eficiencia en el uso de sus activos. Por su parte, la rentabilidad sobre patrimonio (ROE) también refleja un deterioro, situándose en -26,89% en el período abr24-mar25, comparado con -0,25% en dic-24, 0,42% en dic-23 y 2,35% en dic-22.

La compañía prevé una recuperación de la rentabilidad apoyada en la generación de ingresos provenientes de la finalización de proyectos inmobiliarios actualmente en ejecución y de ingresos extraordinarios por la venta de terrenos.

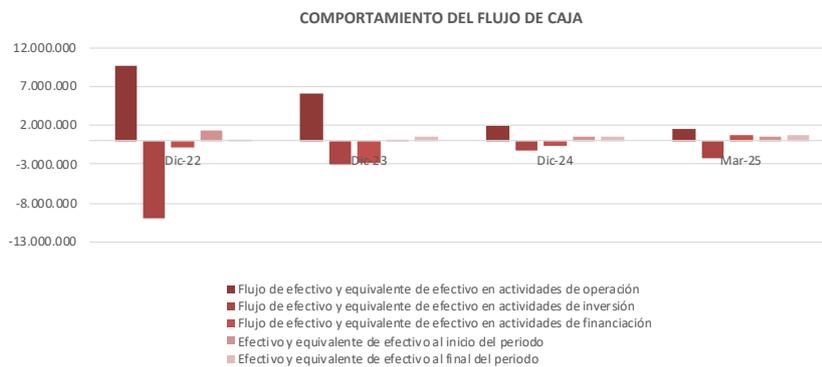
### 3.3 Flujos de caja.

El flujo de efectivo de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. entre dic22-mar25 refleja un deterioro progresivo en la generación de caja operativa, acompañado de una dependencia creciente de actividades de financiamiento para sostener su liquidez. El flujo de efectivo de las actividades de operación mostró una tendencia decreciente, pasando de USD 9,59 millones en dic-22 a apenas USD 1,54 millones en mar-25. Esta reducción responde a menores niveles de ingresos ordinarios y a una menor conversión de activos inmobiliarios en efectivo, dado que varios proyectos en ejecución aún no han generado ventas significativas.

Paralelamente, las actividades de inversión reflejaron salidas constantes de efectivo, propias de un modelo de negocios intensivo en capital. Aunque las inversiones disminuyeron entre el periodo de dic22-dic24, la salida neta de caja volvió a incrementarse en el primer trimestre de 2025, alcanzando – USD 2,23 millones, lo que indica mayores desembolsos destinados probablemente al avance de obras o adquisición de activos estratégicos. Esta dinámica, en un contexto de debilitamiento de los flujos operativos, ha ejercido presiones adicionales sobre la caja disponible de la compañía.

Respecto a las actividades de financiamiento, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. registró flujos negativos en el período dic22-dic24, asociados principalmente al servicio de deuda. Sin embargo, en mar-25, se observa un cambio en esta tendencia con un flujo positivo de USD 813 mil, reflejando la necesidad de captar nuevas fuentes de financiamiento para enfrentar los déficits de caja. Esta mayor dependencia de recursos externos evidencia la fragilidad del autofinanciamiento de la empresa y expone a la compañía a riesgos de refinanciamiento en un contexto de incremento de deuda.

Aunque el saldo de efectivo y equivalentes ha mostrado una recuperación desde el mínimo registrado en dic-22 (USD 118 mil) hasta alcanzar USD 692 mil en mar-25, esta mejora obedece más a flujos provenientes de financiamiento que a una recuperación genuina de la operación. En consecuencia, la capacidad de la empresa para generar flujo operativo suficiente y autofinanciar su crecimiento continúa siendo un aspecto a monitorear, especialmente en un entorno donde persiste la necesidad de completar proyectos inmobiliarios en desarrollo y afrontar vencimientos financieros relevantes en el corto y mediano plazo.



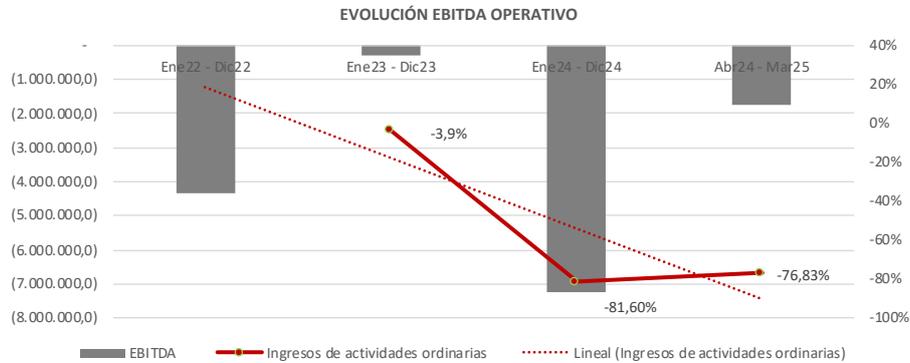
### 3.4 Cobertura de flujos.

Durante el período dic22–dic24, el EBITDA de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. evidenció un marcado deterioro, reflejando la fragilidad estructural del negocio. A diciembre de 2022, la compañía registró un EBITDA negativo de -USD4,33 millones, resultado de un desempeño operativo débil condicionado por una estructura de costos desproporcionada, con gastos operativos que representaron el 87,92% de los ingresos y una elevada carga financiera. Este escenario reflejaba la incapacidad de las actividades ordinarias para generar flujos operativos suficientes que permitieran cubrir los costos fijos y financieros, comprometiendo la rentabilidad y la liquidez.

En dic-23 se observó una mejora relativa, con un EBITDA negativo de -USD290,49 mil, atribuible a una significativa reducción del peso de los gastos operativos sobre los ingresos (de 87,92% a 37,79%) y a una mejor eficiencia en costos directos. No obstante, la limitada escala de ingresos impidió revertir completamente las pérdidas operativas, manteniéndose una dependencia de ingresos extraordinarios.

Para dic-24, el EBITDA se deterioró nuevamente hasta alcanzar un valor negativo de -USD7,22 millones, reflejando la contracción de los ingresos, el efecto de costos operativos rígidos y una presión financiera creciente. En el período abr24–mar25, si bien el EBITDA mejoró respecto a dic-24, se mantuvo en terreno negativo (-USD1,73 millones), mostrando que la generación interna de recursos sigue siendo insuficiente frente a las exigencias de la operación y del servicio de deuda. Cabe destacar que en este mismo período, la relación de gastos sobre ingresos volvió a niveles elevados, lo que refleja una presión persistente sobre la capacidad de conversión del EBITDA en utilidad neta.

En conclusión, aunque se evidencian esfuerzos de contención de costos y ajustes operativos, la sostenibilidad de la recuperación del EBITDA dependerá de la capacidad de la empresa para estabilizar su volumen de ventas, racionalizar su estructura de costos de manera sostenida y reducir la dependencia de ingresos extraordinarios. Asimismo, el creciente peso de los gastos financieros representa un riesgo adicional que limita la transformación de resultados operativos en flujos de caja reales y recurrentes.



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

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

La evolución de la cobertura EBITDA/gastos financieros ilustra con claridad esta fragilidad. A dic-22, la cobertura fue marcadamente negativa en -209,96%, lo que reflejaba que el EBITDA no solo era insuficiente, sino que se encontraba ampliamente superado por los intereses devengados. A dic-23, el indicador mostró una mejora relativa, pero se mantuvo en terreno negativo (-26,90%), confirmando que la empresa aún no generaba flujo operativo capaz de cubrir su carga financiera.

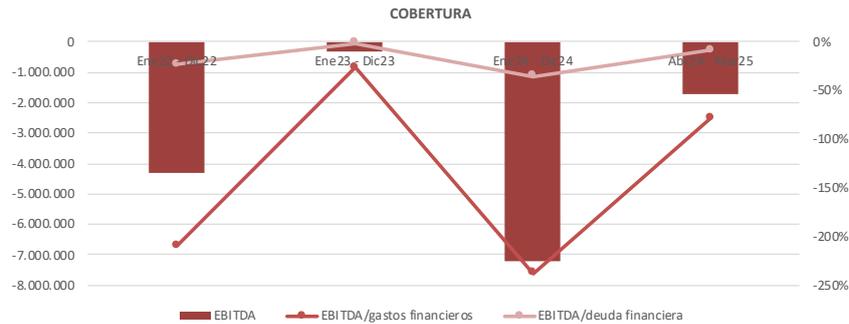
A dic-24, la situación volvió a deteriorarse, con una cobertura negativa de -237,76%, resultado de una caída drástica en el EBITDA asociada a la contracción de ingresos operativos. En el período abr24-mar25, si bien se observó una ligera mejora, la cobertura se mantuvo negativa en -78,55%, reflejando una persistente incapacidad de la operación principal para sostener financieramente las obligaciones de la empresa.

Esta evolución evidencia una debilidad estructural crítica que debe ser corregida para restablecer la viabilidad financiera del modelo de 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.

Respecto a la cobertura de la deuda financiera, se observa un comportamiento similar al evidenciado en la cobertura de gastos financieros. A dic-22, la cobertura fue negativa en -23,18%, lo que indica una generación operativa de caja insuficiente para cubrir las obligaciones financieras exigibles. Para dic-23, la cobertura mejoró levemente a -1,50%, aunque se mantuvo en terreno negativo, reflejando que la empresa aún dependía de fuentes extraordinarias para atender sus obligaciones.

En dic-24, la cobertura de deuda financiera se redujo alcanzando -36,63%, resultado de una recuperación parcial del EBITDA. Sin embargo, en el período abr24-mar25, la cobertura se recupera ligeramente pero aún manteniendo niveles negativos al registrar -8,51%, evidenciando que la generación operativa continúa siendo limitada frente a los compromisos financieros asumidos.

Los retrasos en los pagos correspondientes a emisiones en el mercado de valores y el proceso de reestructuración de deuda con uno de sus principales acreedores resaltan que el riesgo financiero persiste. La limitada generación de flujos operativos en relación a las obligaciones financieras refuerza la necesidad de monitorear de manera continua la evolución del flujo de caja de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., a fin de evaluar su capacidad real para cumplir oportunamente con sus compromisos de corto y mediano plazo.



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

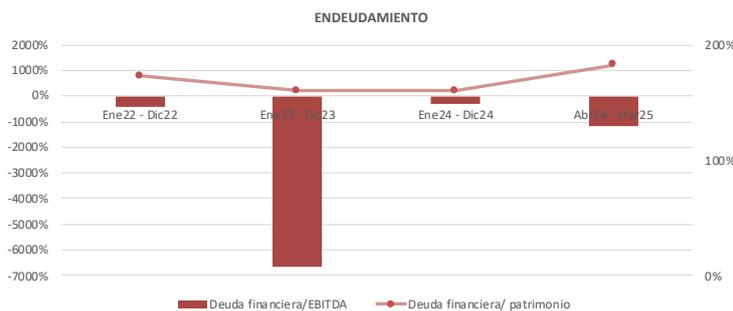
### 3.5 Endeudamiento y solvencia.

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. mantiene una estructura de financiamiento basada principalmente en deuda bancaria, emisiones de obligaciones en el mercado de valores y anticipos de clientes. El nivel de apalancamiento financiero ha mostrado una leve reducción, pasando de 3,71 veces en 2022 a 3,61 veces a mar-25. Si bien esta disminución sugiere un ajuste marginal, el apalancamiento permanece en niveles elevados, lo cual continúa representando un riesgo financiero significativo, especialmente en contextos de estrés operativo o deterioro en la disponibilidad de financiamiento externo.

Respecto al indicador deuda financiera/patrimonio, se observa un incremento de 1,73 veces en 2022 a 1,82 veces a mar-25. Este comportamiento indica que el endeudamiento financiero ha crecido en una proporción superior al fortalecimiento patrimonial, lo que evidencia una mayor presión sobre la solvencia estructural del balance y expone a la compañía a mayor vulnerabilidad en escenarios adversos de mercado o caída de ingresos.

En cuanto a la cobertura de deuda financiera medida por el indicador deuda financiera/EBITDA, los resultados han sido negativos en varios ejercicios recientes, reflejando graves limitaciones para generar flujos operativos que permitan amortizar el endeudamiento. En el período abr24-mar25, dicho indicador se ubicó en -11,75 veces, lo que implica que, en ausencia de ingresos extraordinarios o ajustes estructurales, la compañía requeriría varios años de generación operativa para saldar su deuda vigente. Este valor contrasta negativamente incluso con el registrado en 2024 (-2,81 veces), lo cual acentúa el deterioro reciente.

Aunque la empresa ha mostrado ciertos avances en la gestión de su estructura de deuda, subsisten desafíos estructurales importantes. La composición del pasivo, la baja capacidad de fondeo interno y la alta volatilidad en la generación de EBITDA son factores que deben ser monitoreados estrechamente. Si bien la diversificación de fuentes de financiamiento le otorga cierto margen de flexibilidad, esta ventaja puede convertirse en un riesgo si no es gestionada con prudencia, especialmente en un entorno macroeconómico desafiante que podría restringir el acceso a nuevas líneas de crédito, en particular para empresas del sector inmobiliario y de construcción.



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

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 a su Octava Emisión de Obligaciones en mar-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.

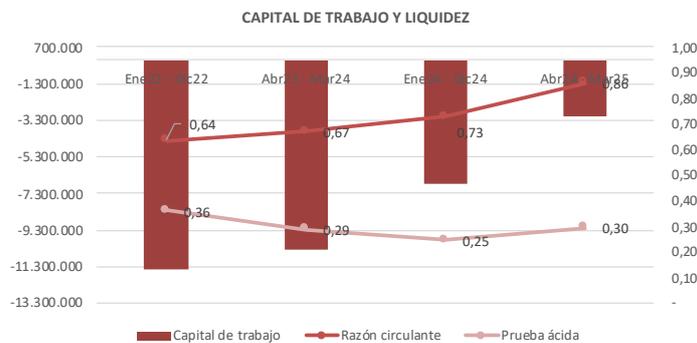
FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. mantiene una estructura financiera caracterizada por una concentración en activos de largo plazo, principalmente propiedades de inversión y derechos fiduciarios, mientras que su estructura de fondeo muestra un predominio de pasivos de corto plazo, incluyendo anticipos de clientes por reservaciones de unidades

inmobiliarias. Esta configuración ha condicionado históricamente que los indicadores de liquidez de la compañía se mantengan por debajo de la unidad, reflejando una presión estructural sobre su capital de trabajo.

La liquidez de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. ha mostrado leves variaciones, pero se mantiene estructuralmente limitada. La razón circulante fluctuó entre 0,64 veces en diciembre de 2022 y 0,73 veces en diciembre de 2024, situándose por debajo del umbral mínimo deseable de 1,0, lo que refleja un nivel de exposición elevado ante obligaciones de corto plazo. A mar-25, este indicador presentó una ligera mejora al ubicarse en 0,86 veces, lo que sugiere un incremento parcial de los activos corrientes respecto a los pasivos exigibles en el corto plazo; sin embargo, aún evidencia una posición de liquidez ajustada.

Por su parte, la prueba ácida, se ha mantenido consistentemente baja, oscilando entre 0,36 veces y 0,29 veces en el período dic-22 a dic-24, y descendiendo a 0,30 veces a marzo de 2025. Esta evolución pone de manifiesto la limitada disponibilidad de activos líquidos inmediatos para hacer frente a los compromisos de corto plazo.

En términos de capital de trabajo, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. mostró una mejora progresiva entre diciembre de 2022 y diciembre de 2024, al reducir su déficit desde -USD11,43 millones a -USD 6,73 millones. Este avance refleja esfuerzos por contener las obligaciones de corto plazo o mejorar la rotación de activos corrientes. No obstante, a mar-25, el capital de trabajo volvió a registrar un saldo negativo de -USD3,08 millones, lo que, si bien representa una mejora cuantitativa, continúa evidenciando la fragilidad estructural de la posición de liquidez de la compañía. El hecho de que los pasivos circulantes superen de manera sistemática a los activos corrientes limita la autonomía financiera de corto plazo y obliga a la empresa a depender de financiamiento externo o de ingresos extraordinarios para cubrir sus operaciones recurrentes.



Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

### 3.7 Proyecciones<sup>10</sup>

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.

<sup>10</sup> Proyecciones presentadas en el Prospecto de Oferta Pública



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.

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

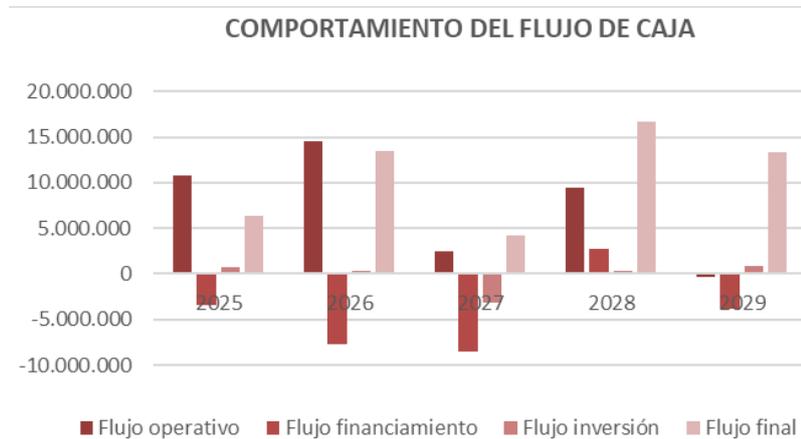
Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

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.



El cumplimiento de las proyecciones de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. para el primer 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 106,55 mil frente a una proyección de USD 5,08 millones, representando un cumplimiento de solo 2,10%. 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 73,42 mil frente a USD 3,63 millones proyectados (2,02% de cumplimiento), aunque la reducción de costos fue proporcional al bajo nivel de ventas.

Los gastos operativos ascendieron a USD 503,12 mil, representando un cumplimiento del 51,87% respecto a los USD 969,93 mil proyectados. Aunque fueron menores a lo presupuestado, los gastos operativos no se ajustaron en la misma proporción a la caída de ingresos, afectando negativamente el margen operativo. Por otro lado, los gastos financieros se ubicaron en USD 551,47 mil, superando lo proyectado (USD 486,09 mil), alcanzando un cumplimiento del 113,45%, 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 utilidad neta fue de -USD 816,24 mil frente a una pérdida esperada de -USD 183,71 mil, evidenciando un deterioro significativo del resultado operativo y financiero. El nivel de incumplimiento en la utilidad (444,30% respecto a la pérdida prevista) 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 1,54 millones, superando ampliamente la proyección de USD 477,37 mil (321,77% 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 -2,23 millones, sin un egreso presupuestado para el trimestre, afectando el flujo de caja neto. Como resultado, el flujo final del trimestre alcanzó USD 692,63 mil, muy por debajo del proyectado de USD 3,20 millones, con un cumplimiento del 21,68%.

En conclusión, los resultados del primer trimestre de 2025 muestran un desempeño operativo muy inferior al planificado, tanto en generación de ingresos como en control de gastos, junto con una mayor presión financiera. Aunque el flujo operativo fue positivo, el flujo neto final revela restricciones de liquidez relevantes. Estas desviaciones refuerzan la necesidad de ajustar las proyecciones futuras a supuestos más conservadores y realistas, así como de fortalecer la ejecución operativa y la gestión de gastos, para asegurar un cumplimiento más consistente de los objetivos financieros y preservar la estabilidad de la compañía.

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. muestra una capacidad moderada para generar flujos de efectivo futuros; no obstante, la elevada dependencia de ingresos provenientes de la venta de activos extraordinarios plantea dudas sobre la sostenibilidad de esta generación en el largo plazo. Para fortalecer su posición financiera, la empresa deberá enfocar sus esfuerzos en consolidar ingresos recurrentes provenientes de su operación principal y en mejorar la eficiencia de ejecución de sus proyectos. Asimismo, la gestión prudente de su endeudamiento será fundamental para preservar la liquidez y cumplir oportunamente con sus obligaciones financieras, especialmente en los períodos de menor generación operativa proyectados. La planificación financiera conservadora y el fortalecimiento de su flujo operativo serán factores críticos para sostener su estabilidad en un entorno volátil.

## 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	1,20
Activos depurados/emisiones en circulación	mayor o igual a 1,25	1,91
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, 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 cambian 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

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. 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 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, 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, 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 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 mar-25 se cumplió con este límite al alcanzar un indicador de 0,40 veces.

Adicionalmente, se debe mencionar que a mar-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 0,62<sup>11</sup> 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 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.

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.

---

<sup>11</sup> Activos depurados/pasivos-deuda mercado de valores

- 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 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	<p>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:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>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.</li> </ol>				
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.

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A a mar-25 alcanzó un total de activos de USD 52,53 millones, de los cuales el 52,29% son activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

Certificado de activos libres de gravamen (USD)	Activo valor en libros	Activo Gravado	Activo libre de gravamen
Caja y Bancos	692.634	-	692.634
Cuentas por Cobrar	2.981.336	-	2.981.336
Anticipos a Proveedores	1.229.857	-	1.229.857
Crédito Tributario	1.587.889	-	1.587.889
Obras en Construcción	9.024.425	-	9.024.425
Obras en Ejecución Terreno	3.198.657	3.198.657	-
Inventarios en Bodega	138.061	-	138.061
Activo Fijo-Terrenos	144.000	144.000	399.445
Activo Fijo Depreciable	423.244	23.799	-
Propiedades de Inversión	21.693.746	21.693.746	3.139.498
Inversiones Acciones-Terrenos	3.139.498	-	4.522.238
Inversiones en Proyectos	4.522.238	-	2.350.609
Derechos Fiduciarios	2.350.609	-	1.311.191
Otras Cuentas por Cobrar	1.311.191	-	93.272
Activos por Impuestos Diferidos	93.272	-	-
<b>Total</b>	<b>52.530.656</b>	<b>25.060.202</b>	<b>27.470.454</b>

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

A mar-25, la empresa registra activos después de deducciones por USD 9,17 millones, el 80% de dicho valor es USD 7,34 millones, evidenciando que los activos de la empresa permiten cubrir el saldo de las emisiones vigentes en mercado de valores.

<b>Monto Máximo Emisión (USD)</b>	<b>Monto</b>
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 mar-25 el saldo de las emisiones en circulación y la presente emisión representa el 88,32 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.

<b>200% patrimonio (USD)</b>	<b>Monto a la fecha de corte</b>
Patrimonio	11.396.294
Saldo emisiones en circulación	10.064.825
<b>Cobertura</b>	<b>88,32%</b>

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.

A la fecha de elaboración del presente informe se ha provisionado en el Fideicomiso el 100% de los recursos para el pago del primer dividendo. La tabla de amortización 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.

**Liquidez de los instrumentos.**

De ene-25 a abr-25, las Bolsas de Valores registran 36 emisiones de renta fija por un monto total de USD 319,18 millones. Del volumen de operación, el 49,22% corresponde a obligaciones de largo plazo, el 31,55% a papel comercial y 19,23% a titularizaciones. Por otro lado, el mercado de renta variable asciende a USD 17,67 millones.

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 mar-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-2020-00004247	AA
Octava Emisión de Obligaciones	5.000.000	SCVS-INMV-DNAR-2022-000045742	AA
Novena Emisión de Obligaciones	5.000.000	SCVS-INMV-DNAR-2025-0004	AA

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

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

## Anexo 2 – Estados Financieros

Balance general	Ene22 - Dic22	Ene23 - Dic23	Ene24 - Mar24	Ene24 - Dic24	Ene25 - Mar25
<b>ACTIVO</b>					
Efectivo y equivalentes de Efectivo	110.767	459.322	2.477.207	574.213	692.634
Activos Financieros	7.845	7.845	-	-	-
Documentos y cuentas por cobrar	6.218.336	6.090.268	3.418.683	2.706.592	2.981.336
Documentos y cuentas por cobrar no relacionadas	2.016	13.362	15.274	172.460	161.192
Documentos y cuentas por cobrar relacionadas	6.176.982	6.060.185	3.386.853	2.519.162	2.811.443
Otras cuentas por cobrar	39.338	16.721	16.556	14.970	8.701
Inventarios	8.653.894	11.335.838	12.069.730	11.864.281	12.361.143
Servicios y otros pagos anticipados	4.310.804	999.006	1.874.200	1.310.750	1.229.857
Activos por impuestos corrientes	722.162	1.210.706	1.275.648	1.518.241	1.587.889
<b>Activo Corriente</b>	<b>20.023.808</b>	<b>20.102.985</b>	<b>21.115.469</b>	<b>17.974.077</b>	<b>18.852.859</b>
Propiedad, planta y equipo	2.733.095	2.615.350	2.578.529	325.257	307.360
Propiedad, planta y equipo bruto	5.959.291	5.943.183	5.808.942	3.103.047	3.103.047
Depreciación acumulada	3.226.196	3.327.833	3.230.413	2.777.790	2.795.687
Propiedades de inversión	10.004.115	13.875.343	13.896.593	19.173.504	21.693.746
Activos intangibles	149.920	142.961	141.255	278.810	259.884
Documentos y cuentas por cobrar largo plazo	-	-	1.813.562	2.402.278	1.299.678
Activos por impuestos diferidos	93.272	93.272	93.272	278.839	93.272
Otros activos no corrientes	15.964.617	16.072.580	16.442.161	12.575.642	10.023.858
<b>Activo No Corriente</b>	<b>28.945.019</b>	<b>32.799.506</b>	<b>34.965.371</b>	<b>35.034.330</b>	<b>33.677.797</b>
<b>Total Activo</b>	<b>48.968.827</b>	<b>52.902.491</b>	<b>56.080.839</b>	<b>53.008.406</b>	<b>52.530.656</b>
<b>PASIVO</b>					
Cuentas y documentos por pagar	2.851.260	5.455.107	5.917.097	5.571.258	5.231.369
Locales	2.851.260	5.455.107	5.917.097	5.571.258	5.231.369
Obligaciones financieras corto plazo	12.679.126	13.219.215	12.865.520	13.637.994	10.799.691
Obligaciones con instituciones financieras	12.679.126	5.374.153	5.303.020	6.275.534	6.389.397
Porción corriente de obligaciones emitidas	-	7.845.062	7.562.500	7.362.460	4.410.294
Otras obligaciones corrientes	811.895	1.521.836	1.620.882	1.921.273	2.003.759
Cuentas por pagar diversas/ relacionadas	5.928.856	4.778.178	3.615.039	1.666.902	2.013.284
Anticipos de clientes	3.556.310	5.016.474	7.221.924	1.646.649	1.632.108
Porción corriente de provisiones por beneficios a empleados	280.438	234.924	252.044	257.668	252.927
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>31.457.885</b>	<b>30.225.734</b>	<b>31.492.506</b>	<b>24.701.743</b>	<b>21.933.138</b>
Cuentas y documentos por pagar largo plazo	-	-	136.277	2.790.965	4.409.110
Locales	-	-	136.277	2.790.965	4.409.110
Obligaciones financieras largo plazo	5.350.000	7.396.046	9.896.046	6.291.697	9.974.336
Obligaciones con instituciones financieras	500.000	4.771.046	7.271.046	5.520.000	4.288.639
Obligaciones emitidas	4.850.000	2.625.000	2.625.000	771.697	5.685.697
Anticipos de clientes	1.353.757	2.042.429	1.342.519	6.430.414	4.488.421
Provisiones por beneficios a empleados	402.205	377.632	340.076	353.525	329.358
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>7.105.962</b>	<b>9.816.107</b>	<b>11.714.918</b>	<b>15.866.601</b>	<b>19.201.225</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>38.563.847</b>	<b>40.041.841</b>	<b>43.207.424</b>	<b>40.568.344</b>	<b>41.134.363</b>
<b>PATRIMONIO</b>					
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	247.809	247.809
Reserva legal	216.798	242.868	242.869	247.809	247.809
Otros resultados integrales	512.237	512.237	1.272.115	1.272.115	1.272.115
Resultados acumulados	4.931.061	5.147.812	4.439.686	4.043.181	3.769.136
Resultados del ejercicio	235.782	49.399	10.410	(31.377)	(801.102)
<b>Total Patrimonio</b>	<b>10.404.980</b>	<b>12.860.650</b>	<b>12.873.414</b>	<b>12.440.062</b>	<b>11.396.293</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>48.968.827</b>	<b>52.902.491</b>	<b>56.080.839</b>	<b>53.008.406</b>	<b>52.530.656</b>

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

<b>Estado de resultados (anual)</b>	<b>Ene22 - Dic22</b>	<b>Ene23 - Dic23</b>	<b>Ene24 - Mar24</b>	<b>Ene24 - Dic24</b>	<b>Ene25 - Mar25</b>
Ingresos de actividades ordinarias	10.398.176	9.996.496	737.356	1.839.223	106.546
Costo de ventas y producción	5.741.217	6.683.061	220.617	2.538.094	73.423
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>4.656.959</b>	<b>3.313.435</b>	<b>516.739</b>	<b>-698.871</b>	<b>33.123</b>
Gastos operativos	9.142.422	3.777.946	618.459	6.702.655	503.123
Gastos administrativos	8.901.804	3.540.513	607.076	6.618.240	495.877
Depreciaciones	155.049	167.065	38.626	102.592	17.897
Amortizaciones	5.346	6.960	1.706	75.702	18.926
Gastos de venta	240.618	237.433	11.383	84.414	7.246
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>-4.485.463</b>	<b>-464.511</b>	<b>-101.720</b>	<b>-7.401.526</b>	<b>-470.000</b>
Otros ingresos	6.745.256	1.733.327	411.463	10.408.226	220.372
Gastos financieros	2.059.924	1.108.745	299.333	3.038.077	551.473
<b>Utilidad/Pérdida antes de IR</b>	<b>199.869</b>	<b>160.071</b>	<b>10.411</b>	<b>-31.377</b>	<b>-801.102</b>
Impuesto a la Renta	-35.913	110.672	0	0	0
<b>Utilidad/Pérdida del ejercicio</b>	<b>235.782</b>	<b>49.399</b>	<b>10.411</b>	<b>-31.377</b>	<b>-801.102</b>

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

## Anexo 3 – Indicadores Financieros

Rentabilidad	Ene22 - Dic22	Ene23 - Dic23	Abr23 - Mar24	Ene24 - Dic24	Abr24 - Mar25
ROA	0,49%	0,10%	0,06%	-0,06%	-6,07%
ROA, antes de impuestos	0,42%	0,31%	0,08%	-0,06%	-6,07%
ROE	2,35%	0,42%	0,24%	-0,25%	-26,89%
ROE, antes de impuestos	1,99%	1,38%	0,32%	-0,25%	-26,89%
Costo de ventas/ingresos	55,21%	66,85%	29,92%	138,00%	68,91%
Utilidad bruta/ingresos	44,79%	33,15%	70,08%	-38,00%	31,09%
Gastos operacionales/ingresos	87,92%	37,79%	83,88%	364,43%	472,21%
Utilidad operativa/ingresos	-43,14%	-4,65%	-13,80%	-402,43%	-441,12%
Gastos financieros/ingresos	19,81%	11,09%	40,60%	165,18%	517,59%
Utilidad neta/ingresos	2,27%	0,49%	1,06%	-1,71%	-751,88%
EBITDA y Cobertura					
Depreciaciones y amortizaciones	160.395,00	174.025,00	161.328,72	178.294,42	147.291,04
EBITDA	(4.325.068,00)	(290.486,00)	(245.551,68)	(7.223.231,45)	(1.732.710,64)
EBITDA/ventas	-41,59%	-2,91%	-8,33%	-392,73%	-406,56%
EBITDA/gastos financieros	-209,96%	-26,20%	-20,51%	-237,76%	-78,55%
EBITDA/deuda financiera corto plazo	-40,85%	-2,24%	-1,88%	-53,79%	-14,18%
EBITDA/deuda financiera	-23,18%	-1,50%	-1,13%	-35,63%	-8,51%
EBITDA/pasivo corriente	-15,37%	-0,94%	-0,80%	-26,30%	-7,43%
EBITDA/pasivo no corriente	-43,94%	-3,43%	-2,43%	-56,25%	-9,88%
EBITDA/pasivo total	-11,39%	-0,74%	-0,60%	-17,92%	-4,24%
EBITDA/deuda financiera+gastos financieros	-20,63%	-1,39%	-1,08%	-32,32%	-7,54%
Solvencia					
Pasivo corriente/pasivo total	0,82	0,75	0,75	0,61	0,53
Pasivo no corriente/pasivo total	0,18	0,25	0,25	0,39	0,47
Deuda financiera/pasivo total	0,47	0,51	0,54	0,49	0,51
Pasivo no corriente/patrimonio	3,02	2,35	2,45	1,99	1,92
Deuda financiera/ patrimonio	1,73	1,60	1,77	1,60	1,82
Pasivo total/patrimonio	3,71	3,11	3,25	3,26	3,61
Pasivo no corriente/EBITDA	-2,28	-29,13	-41,11	-1,78	-10,12
Deuda financiera/EBITDA	-4,31	-66,52	-88,33	-2,81	-11,75
Pasivo total/EBITDA	-8,78	-135,30	-166,78	-5,58	-23,58
Liquidez					
Razón circulante	0,64	0,67	0,67	0,73	0,86
Prueba ácida	36,14%	29,01%	28,72%	24,73%	29,60%
Capital de trabajo	(11.434.077,00)	(10.122.749,00)	(10.377.037,25)	(6.727.666,52)	(3.080.279,01)
Gestión Operativa					
Rotación cuentas por cobrar	1,87	1,62	0,62	0,42	0,15
Días cuentas por cobrar	192,02	221,63	580,32	860,93	2.402,31
Rotación inventarios	0,48	0,67	0,08	0,22	0,02
Días inventarios	745,60	538,40	4.774,12	1.645,34	14.847,37
Rotación cuentas por pagar	1,91	1,61	0,16	0,46	0,05
Días cuentas por pagar	188,18	223,72	2.319,63	781,98	6.620,76
Días Ciclo de operación	(185,82)	(221,43)	(2.318,94)	(781,35)	(6.620,58)

Fuente: Furoiani Obras y Proyectos S.A.

## Anexo 4 – Escala de Calificación

Categoría	Definición
<b>AAA</b>	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.
<b>AA</b>	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.
<b>A</b>	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>B</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.
<b>C</b>	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.
<b>D</b>	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.
<b>E</b>	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



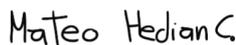
Ivan Sannino



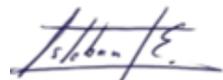
José Burgoa



Carlos Méndez



Mateo Hedian  
Gerente General



Esteban Zambrano  
Analista