

RESUMEN DEL DICTAMEN DE CALIFICACION DE RIESGO

EMISOR:	FONDO DE VALORES INMOBILIARIOS, S.A.C.A.
DESCRIPCION DE LOS TITULOS:	Obligaciones Quirografarias al portador hasta por la cantidad de UN MIL MILLONES DE BOLIVARES (Bs. 1.000.000.000,00), emisión aprobada en Asamblea General Extraordinaria realizada el 02 de Mayo de 2014 y acordado en Junta Directiva el 03 de Marzo de 2015.
PLAZO DE LOS TITULOS:	Mínimo dieciocho (18) meses y máximo siete (7) años.
USO DE LOS FONDOS:	Los fondos provenientes de la colocación de estos valores serán destinados a contribuir con la adaptación del perfil de vencimientos de pasivos, así como la disminución de costos financieros.
INFORMACION ANALIZADA:	a) Estados financieros al 30 de Septiembre de los años 2012, 2013 y 2014, auditados por Rodríguez Velázquez & Asociados y un corte no auditado para el 31 de Marzo de 2015. b) Entrevistas con Ejecutivos de la empresa c) Información sectorial
RIESGO:	A3 <u>Categoría: "A"</u> Corresponde a aquellos instrumentos con una buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no debería verse afectada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que éste pertenece, o en la economía, sólo en casos extremos, pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado <u>Sub-categoría: "A3"</u> : Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un muy bajo riesgo. Cuentan con una adecuada capacidad de pago, del capital e intereses, en los términos y plazos pactados. A juicio del calificador, sólo en casos extremos, eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, podrían incrementar levemente el riesgo del instrumento bajo consideración.
PERIODICIDAD DE LA REVISION:	Ciento ochenta (180) días contados a partir del inicio de la oferta pública autorizada por la Superintendencia Nacional de Valores, o cuando SOFTLINE RATINGS, C.A. SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO tenga conocimiento de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos

EDUARDO GRASSO V.

BEATRIZ FERNÁNDEZ R.

MARISOL CONTRERAS E.

Caracas, 13 de agosto de 2015

Nº DIC-SR-07/2015

Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una valuación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACION

El Fondo de Valores Inmobiliarios, S.A.C.A. es una empresa especializada en el negocio inmobiliario y financiero, tanto de espacios de oficina como centros comerciales. La estrategia de desinversión emprendida hace cinco (5) años se mantiene a la fecha, dada la existencia de espacios de oficina dentro portafolio, los cuales todavía se pueden vender o arrendar; sin embargo, su estrategia está enfocada fundamentalmente en el nicho de centros comerciales, convirtiéndose en un negocio exitoso a lo largo de los años. Como resultado de esta estrategia, se mantienen elevados niveles de ocupación (92,09% promedio) en el portafolio que mantiene, incluyendo activos no medulares. El portafolio de inversiones de F.V.I. se enfoca básicamente en el Centro San Ignacio, El Tolón y El Hatillo, manejado a través de su subsidiaria Inmuebles y Valores Caracas, C.A. (INVACA), los cuales han mantenido tendencias favorables en sus resultados en los últimos años.

FVI mantiene adecuados niveles de solvencia, tanto en términos totales como corrientes, con indicadores que se ubican promedio para el periodo analizado en 2,29x y 2,41x, respectivamente. Para el corte de Mar2015, el aumento del flujo de efectivo asociado en parte a la venta de inmuebles incidió en los mayores niveles de liquidez que refleja el emisor.

Por su parte, las Ventas Netas si bien registraron una contracción del 36% al cierre del año 2014, producto directo de la drástica regulación en los precios de alquileres comerciales, que el Gobierno Nacional estableciera en el Decreto N° 620, la situación al corte se revierte, dada la derogación de dicho decreto, lo que ha permitido al emisor una recuperación significativa de la renta, principalmente en su negocio recurrente. En definitiva, la evolución en los ingresos totales se ve reflejada directamente en los índices de rentabilidad, donde se puede apreciar clara mejoría en todos los márgenes de la empresa, que se puede esperar continúe para el ejercicio final del 2015.

En términos de endeudamiento, las coberturas sobre EBITDA han reflejando una tendencia de continua mejoría en la seria analizada, a excepción del ejercicio 2014, año en el cual el descenso drástico en el canon de arrendamiento aunado a los resultados macroeconómicos del país, impactaron de manera directa sobre las operaciones recurrentes del emisor. Para el corte de Mar2015, las relaciones alcanzaron niveles superiores, toda vez que el emisor ha reducido la deuda bancaria, utilizado alternativas de financiamiento en el mercado de capitales, y no menos importante, mantenido crecimientos en los márgenes por cada segmento de negocio. Del análisis prospectivo realizado, se observa que a largo plazo, bajo cualquier escenario, no se esperan cambios significativos en las coberturas de capital e intereses, toda vez que los ingresos del emisor tienden a mejorar y ser estables en los próximos períodos, principalmente del negocio medular.

La capacidad que posee el emisor en gerencia y administración de centros comerciales, se evidencia en los niveles de venta y ocupación de los proyectos en los que ha incursionado, tales como el Centro Galipán, las oficinas en el centro comercial Paseo El Hatillo, y en el desarrollo Tolón II, lo que perfila al emisor como una empresa comprometida en el desarrollo de sus actividades y negocios. Hechas estas consideraciones y visto que la situación financiera proyectada a largo plazo del emisor luce estable, la Junta Calificadora otorgó la Categoría "A", Subcategoría "A3" para el programa de Obligaciones Quirografarias 2015-I del F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIOS, S.A.C.A., hasta por la cantidad de UN MIL MILLONES DE BOLÍVARES (Bs. 1.000.000.000,00), aprobado en Asamblea de Accionista de fecha 02 de Mayo de 2014.

1. EMISOR

1.1 DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Fondo de Valores Inmobiliarios, S.A.C.A. (en lo adelante FVI) se define como una empresa especializada en el negocio inmobiliario y financiero, dedicada a invertir, promover y administrar el alquiler de espacios de oficina y centros comerciales High End basados en tres parámetros fundamentales: ubicación, seguridad y calidad de servicio.

Sus ingresos provienen de cuatro (04) tipos de actividades: 1) Arrendamiento de locales comerciales y oficinas; 2) Servicios publicitarios, de administración inmobiliaria, entre otros; 3) Administración de estacionamientos; 4) Venta de inmuebles.

En un principio, el segmento de inversión del FVI se centraba en el mercado de bienes raíces para el arrendamiento de oficinas triple A. Sin embargo, a fin de atenuar los impactos de la economía y a manera de diversificar la cartera de inversión, la empresa decidió incursionar en el nicho de centros comerciales y de entretenimiento, convirtiéndose en un negocio exitoso a lo largo de los años.

Como resultado de esta estrategia, se mantienen elevados niveles de ocupación (92,09% promedio) en el portafolio que mantiene, incluyendo activos no medulares.

El negocio de los centros comerciales se desarrolla en tres ángulos. El primero, es el alquiler de los locales o espacios disponibles, una buena opción para aquellos comerciantes que no pueden

inmovilizar recursos en la adquisición de inmuebles. La renta por los locales contempla un canon de arrendamiento fijo y un porcentaje sobre los ingresos.

El segundo frente es el alquiler de los puestos de estacionamiento, actividad rentable, cónsona con el argumento de la seguridad. El último frente corresponde a la administración de los centros comerciales, actividad de la que se obtienen ingresos por servicios, aunque no se trata de un monto significativo.

En lo que se refiere al sector oficinas, FVI inició un plan de desincorporación hace más de cinco (5) años, donde todavía queda pendiente de ejecución la venta de los activos de las Torres Provincial y Mene Grande, de tal forma que la empresa mantiene un portafolio todavía importante de oficinas para vender, aun cuando su estrategia sigue enfocada hacia la administración de centros comerciales.

También se encuentra en el pipeline la venta del estacionamiento de la Torre HP, el FVI ya no tiene interés directo en esos espacios de oficina y la operación es pequeña, el valor estimado (en base a la reciente venta del Estacionamiento 3M) es de US\$ 8.000/puesto (465 puestos de estacionamiento).

Como parte de su estrategia de diversificación, en el año 2012, el FVI inició un ambicioso plan de crecimiento en las principales ciudades del interior de Venezuela, donde espera incorporar cuatro nuevos centros comerciales en los próximos seis años. De esta manera, adquirió en ese mismo año la Ciudad Comercial Llano Mall, ubicado en el Estado Portuguesa, Venezuela, incorporando dentro de su portafolio 34.000 m² comerciables a su portafolio.

1.2 ANÁLISIS DEL ENTORNO

La actividad económica nacional al cierre del tercer trimestre de 2014¹, según cifras preliminares proporcionadas por el Banco Central de Venezuela (BCV), muestran que el Producto Interno Bruto (PIB) registró una contracción de 3,97%, en comparación el mismo período del año 2013. Dicha caída está asociada principalmente al comportamiento del sector no petrolero, que representa cerca del 88% de la producción total, y

que a su vez se contrajo 3,75%. Por su parte, el sector petrolero no registró variaciones significativas.

Sectores como Instituciones Financieras y Seguros, Comunicaciones, etc., que reflejaron tasas de crecimiento positivas, y cuyas actividades corresponden al sector no-transable de la economía, dejando en evidencia la alta exposición de sectores que por excelencia han sido generadores de empleo, como el manufacturero y construcción, y que en el último año muestran una fuerte recesión.

Particularmente, el sector comercio mostró una caída del 10,77%, siendo el sector con mayor contracción en la economía nacional. Estos resultados en la actividad económica, se encuentran correlacionados con el comportamiento mostrado por la Demanda Agregada Interna (DAI), así como a las fuertes restricciones por el lado de la oferta, consecuencia directa de las limitaciones para tener acceso pleno a insumos, materias primas, etc.

Analizando la evolución del consumo privado, acumulado al tercer trimestre del año 2014, se pone de manifiesto una contracción del 3,32%, que en parte se ha visto afectado por la pérdida del poder adquisitivo de los hogares, asociada a la aceleración de los niveles de inflación y el comportamiento real del gasto público corriente.

Este comportamiento del consumo, aunado al impacto de la aplicación del Decreto temporal de arrendamiento en los locales comerciales N° 602, a finales del 2013, implicó ajustes drásticos en algunos centros comerciales. Dicho decreto fue derogado en May2014, bajo un contexto de fuerte contracción económica, que permitió a representantes del sector inmobiliario, particularmente de centros comerciales, llegar a negociaciones con el Gobierno Nacional en materia de la legislación al mercado de arrendamientos comerciales, permitiendo flexibilizar las medidas antes tomadas, y dando un respiro al sector.

Por otra parte, a inicios del presente año se implementaron diversas políticas para el reordenamiento del sistema cambiario nacional. En primer lugar, de las diversas modalidades existentes en el pasado, se determinó que quedarían tres mecanismos: 1) la tasa de cambio preferencial de Bs./US\$ 6,30 que se reservó de manera exclusiva para las importaciones de alimentos y medicamentos; 2) unificación del Sicad I y II con una tasa de arranque de Bs./Us\$ 12 con el cual se pensaba cubrir el 30% de las

¹La últimas cifras disponibles del PIB publicadas por el Banco Central de Venezuela son la del III Trimestre de 2014.

necesidades del país; y 3) tasa de cambio libre definida por la oferta y demanda, llamado Sistema Marginal de Divisas (Simadi).

En febrero de 2015, entró en vigencia el nuevo esquema cambiario con la creación del Simadi, que hasta el cierre del mes de mayo representó el 1,9% del mercado total de divisas, a una tasa que en promedio se ubicó en Bs./US\$ 192,61, para dicho período.

A pesar de no disponer de cifras recientes del sector real, mediante la apreciación de la actividad petrolera y su comportamiento en los últimos meses, se puede inferir que la actividad económica interna se mantiene en un estado de contracción que continuará hacia finales del año en curso.

1.3 POSICIONAMIENTO

Dado que el portafolio de inversiones de FVI se enfoca básicamente en la gestión de los centros comerciales, a través de su subsidiaria Inmuebles y Valores Caracas, C.A. (INVACA), a continuación se realiza un breve análisis del desempeño de cada centro comercial.

Paseo el Hatillo – La Lagunita

Es definido por la empresa como el centro de encuentro para toda la familia, ideal para el paseo de tiendas, el deleite del paladar y el más amplio entretenimiento.

La estrategia que ha venido utilizando el emisor, ha sido la mejora de su tenant mix, con la incorporación de nuevas marcas como Aishti, Kepen, Armandeus, Timberland, Paul Frank, Shoe Box y YogenFruz.

Los resultados de este centro comercial, a nivel de número de visitantes y ventas, evidencian un comportamiento estable a pesar de las regulaciones impuestas entre 2013 y 2014 con respecto al los precios de los alquileres. En 2015 se observa una mejoría en ambos segmentos al proyectar las cifras.

Tolón Fashion Mall

El modelo de negocio del Tolón ha permitido potenciar su mezcla comercial, orientada a suplir las necesidades de los clientes, incorporando nuevos conceptos de marcas internacionales tales como Custo Barcelona, Dunhill, Kiton, Belvest, Paul & Shark, Paul Frank, Steve Madden, entre otros.

Se incrementó el Marketing Plan dirigido a la potenciación de las ventas en los comercios, a través de la extensión de los niveles de

penetración de Tolón Fashion Mall en sectores adyacentes, enmarcados en su target objetivo. El número de visitantes se ha venido incrementando, ubicándose por encima de los 8,3 millones de personas al año. Los resultados para el año 2014, no resultan comparables, debido que durante el primer semestre no se realizaron conteos, sin embargo para los primeros cinco (5) meses de 2015 el número de visitas es de 2,4 millones aproximadamente.

Con respecto a las ventas, la tendencia es positiva con picos nuevamente en el último trimestre del año. Con las cifras disponibles de los primeros meses de 2015, se puede pronosticar un incremento significativo en los niveles de venta en comparación con el año anterior, a pesar de la contracción económica.

Centro San Ignacio (CSI)

La estrategia que lleva adelante el Centro San Ignacio se centra en la flexibilidad en los objetivos para modificar los planes según varíen las condiciones del entorno. De esta forma, la Gerencia señala que cambiaron la imagen de un centro de "rumba" por uno de entretenimiento familiar, con la creación de una tendencia hacia lo gastronómico.

La reactivación del sector comercio también la ha venido logrando, permitiendo la instalación de marcas representativas como: La Senza, Converse, Clarks, Aishti, Adidas, Furla, Mario Hernández, Peter Kent, etc. y generando una dinámica entre turística y bohemia a través de una refinada oferta de restaurantes y gastrobares como: Aijó Sushi Bar, Monnalisa Gastrobar & Lounge, Mytho's, Dalai, Le St. Tropez, Sukihana, Li-Bar, Memphi's, Café Olé, Platino, etc., manteniendo un posicionamiento en el público High End.

Asimismo, mantienen un incremento en los visitantes que se ubican alrededor de los 11 millones de personas al año, lanzando promociones y realizando decoraciones innovadoras acorde a este nuevo modelo. El número de visitantes se ha venido incrementando, al menos hasta el 2013, pues en el 2014 no se realizaron conteos. Las cifras de ventas reflejan el mismo comportamiento de los otros centros comerciales, mostrándose una tendencia positiva, pero menos pronunciada en su crecimiento para el 2014.

Centro Comercial Llano Mall

Este Centro Comercial cuenta con 35.000 m2 de comercio, distribuidos en dos niveles. Actualmente el centro comercial se encuentra ocupado en un

93% y cuenta dentro de sus instalaciones con espacios dedicados al entretenimiento (cines y feria), restaurantes, bancos y servicios en sus 197 locales.

Entre las principales marcas presentes en el centro comercial se encuentran: Ferka, Mcdonal'S, Valeo, Digitel, Movistar, Movilnet, Ny&Co, Banco De Venezuela, Exotik, Óptica Caroní, entre otros. En el último año, el número de visitas al centro comercial superó los 5.500.000.

Como parte de su estrategia comercial, durante el año 2012-2013 el emisor realizó acuerdos con importantes representantes del sector comercio en Venezuela, por un lado con el Grupo Phoenix que es representante en Venezuela e internacionalmente de marcas como: Zara, Bershka, MNG, Kiton, Hacket London, Coach, Helly Hansen, Suite Blanco, Cortefiel, Aldo, entre otras.

Desde su adquisición, las ventas se han venido incrementando de manera sostenida, esperando resultados positivos para el cierre de este año. Por su parte, el número de visitas se ubicó en 2013 en 6,3 millones de personas, para un incremento de 13,82% en un año.

En este contexto, FVI muestra perspectivas favorables para el 2015, señalando que dentro de sus centros comerciales se aprecia todavía altos niveles de ocupación, los cuales se estiman estables; asimismo, con la incorporación nuevamente en la ley del porcentaje sobre las ventas se estimaría que los ingresos van a tener un importante incremento. La economía inflacionaria venezolana ha favorecido el consumo dentro de los centros comerciales, ya que los consumidores buscan dar el mejor uso a los bolívares comprando productos de marca/calidad.

Con respecto al mercado de oficinas, cifras disponibles del sector, muestran un incremento del índice de desocupación por aumento en la oferta de arrendamiento, particularmente en los edificios Clase A y B el índice se ubica en 3,83% y 2,76, respectivamente². Dicho incremento puede estar asociado, por una parte al aumento, tanto en los precios de oferta de venta como de los cánones esperados; y por otra al aumento de superficie disponible destinada para el arrendamiento, producto de la incorporación al mercado de nuevos espacios de oficina, adquiridos por

² Según CBRE Global Research and Consulting, *Mercado de Oficinas – Caracas Market View*. Primer Trimestre 2015.

empresas trasnacionales, ya que representa una de las pocas alternativas para proteger los excedentes en moneda local.

1.4 PROPIEDAD Y GERENCIA

El Capital social nominal suscrito y pago de FVI es de Bs. 76.214.818, dividido en el mismo número de acciones, Clase A y Clase B, todas nominativas, no convertibles al portador y con un valor nominal de Bs. 1,00 cada una.

La gestión del FVI está a cargo de la Junta Directiva, cuya designación fue realizada en Asamblea Extraordinaria de Accionistas celebrada el 17 de octubre de 2014, para un período de tres (3) años, la cual está conformada por los siguientes miembros:

Directores Principales: Luis Emilio Velutini Urbina (Presidente), Horacio J. Velutini Sosa, Luis García Montoya, Luis Delgado Lugo, Carlos Acosta, Pedro López, Alvar Nelson Ortiz, Tulio Guillermo Chacón, Luis Andrés Guerrero Rosales y Domingo Amaro Rangel.

Directores Suplentes: José Vicente Melo López y Alejandro Petit.

2. DESEMPEÑO FINANCIERO

La información financiera analizada está basada en los estados financieros consolidados al 30 de Septiembre de los años 2012, 2013 y 2014 auditados por Rodríguez Velázquez & Asociados, más cifras no auditadas al 31 de Marzo de 2015. Toda la información se encuentra en valores constantes a esta última fecha, de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

La consolidación incluye las cuentas de FVI y subsidiarias: Inversiones Boca del Río (poseída 100%), Inversiones Kitami, C.A. (poseída 100%), Casa de Campo Aguasal, C.A. (poseída 100%), Lesuma Investment Corporation Ltd. y Subsidiarias (poseída 100%), LopcoBm Ltd. y Subsidiarias (poseída 100%), C.A. de Inmuebles y Valores Caracas y Subsidiarias (poseída 98,55%).

2.1 SOLVENCIA Y LIQUIDEZ

FVI mantiene adecuados niveles de solvencia, tanto en términos totales como corrientes, con indicadores que se ubican promedio para el periodo analizado en 2,29x y 2,41x, respectivamente. Para el corte de Mar2015, el aumento del flujo de efectivo asociado en parte a

la venta de inmuebles incidió en los mayores niveles de liquidez que refleja el emisor.

Dentro de la estructura de balance de FVI, la porción de activos líquidos representa en promedio el 24,4%. Destaca que la situación de liquidez mejoró significativamente al cierre de Sep2014, con incrementos importantes de Efectivo y equivalentes de efectivo, así como en las Inversiones Disponibles para la Venta y las mantenidas hasta su Vencimiento.

Es de hacer notar, el importante descenso del Inventario de Inmuebles disponibles para la venta entre el cierre de Sep2014 y Mar2015, debido a la venta de oficinas, locales e inmuebles, tales como las del Centro Comercial Paseo El Hatillo – La Lagunita, el Gran Local Tolón II, venta parcial de espacios de oficina y locales en el Edificio Galipan, entre otros.

Cuando analizamos la rotación en las cuentas por cobrar totales, aunque mejora considerablemente al corte de May2015, los días promedio de pago a proveedores se encuentra por debajo, evidenciando de esta manera una brecha poco favorable para el emisor, lo que podría traducirse en un alto costo de oportunidad.

2.2 EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

Los ingresos totales de FVI se pueden diferenciar entre recurrentes, los cuales se generan vía arrendamientos, servicios y estacionamientos, y los no recurrentes que corresponden a la venta de inmuebles. Analizando en términos globales, al cierre de Sep2014, las Ventas Netas registraron una contracción del 36%, producto directo de la drástica regulación en los precios de alquileres comerciales, que el Gobierno Nacional estableciera en el Decreto N° 620 de Nov2013.

El mencionado decreto, establecía un régimen transitorio a fin de controlar el valor de arriendo del metro cuadrado en un máximo de Bs. 250 m2, sin tomar en consideración la estructura de costo y particularidades de los diferentes tipos de locales. Sin embargo, en Mayo2014 dicho decreto quedó anulado, lo que ha permitido al emisor una recuperación significativa de la renta, que se refleja en sus resultados al corte de Mar2015, que en cifras anualizadas representa un incremento del 37,56% sólo en el negocio recurrente.

Por su parte, los ingresos provenientes por Inmuebles Vendidos representan en promedio el 67% de las Ventas Netas, acorde con el plan iniciado hace más de cinco (5) años de

desincorporación del portafolio de oficinas del FVI, quedando todavía pendiente la venta de un área de 75 m2.

Cabe destacar, que desde el año 2012 el emisor ha detectado una oportunidad de expansión de sus negocios a nivel local, dando el primer paso con la compra del Centro Comercial Llano Mall, ubicado en el Estado Portuguesa, incorporando al portafolio de comercio y administrado 30.800 m2 y 35.000 m2, respectivamente. El emisor señala que se encuentran evaluando oportunidades de desarrollo en cuatro (4) ciudades del país³.

En definitiva, la evolución en los ingresos totales se ve reflejada directamente en los índices de rentabilidad, donde para el corte de Mar2015, se puede apreciar clara mejoría en todos los márgenes de la empresa, que se puede esperar continúe para el ejercicio final del 2015.

El EBITDA para el cierre de Sep2014 fue de Bs. 1.202 millones, evidenciando un descenso pronunciado con respecto al cierre anterior, debido principalmente a la regulación existente hasta May2014 en relación a los límites en los cánones de arrendamiento, que afectan los ingresos y costos.

2.3 ENDEUDAMIENTO, COBERTURA Y FLUJOS

La estructura financiera del emisor ha mantenido a lo largo del tiempo una tendencia al largo plazo, de manera que los Pasivos no Corrientes en promedio han representado un 70% del total de pasivos.

Desde el punto de vista financiero, FVI sigue una estrategia que le permita adecuar los vencimientos de su endeudamiento a las características particulares de su negocio. En efecto, el negocio inmobiliario es de largo plazo, por lo que la característica de su financiamiento debe ser coherente a dicha situación. El emisor ha concentrado su deuda financiera total al largo plazo, representando al cierre de 2014 el 73% y registrando al corte un crecimiento importante al ubicarse en 96% del total.

Por excelencia las fuentes de financiamiento del emisor han sido: mercado de valores, préstamos bancarios y deuda privada. La estrategia financiera luce adecuada, toda vez que el costo implícito de financiamiento ha venido cayendo en la serie

³Memoria Anual del Fondo de Valores Inmobiliarios Año 2014.

analizada. Sin embargo, para el corte a Mar2015 la deuda financiera se divide en deuda bancaria 9% y deuda privada mercado de capitales 91%.

En consecuencia, los niveles de apalancamiento se han mantenido en un promedio de 0,84x a lo largo de la serie analizada. Por su parte, el apalancamiento financiero (Deuda Financiera / Patrimonio) se ubicó en 0,29x al corte de Mar2015, como consecuencia directa de la reducción en la deuda financiera total.

Si bien los indicadores de liquidez reflejan un aproximado de la disponibilidad de activos, con los que cuenta el emisor en caso de pago anticipado de todas sus obligaciones de corto plazo, no recogen de manera precisa el flujo real de efectivo que se genera de las operaciones.

Si se anualiza el FCO correspondiente al corte de Mar2015, se obtiene un incremento muy significativo, lo cual se traduce en mejoras en los niveles de cobertura, tanto de intereses como del servicio de deuda, situándose en 13x y 1,35x, respectivamente.

Asimismo, las coberturas sobre EBITDA también han reflejando una tendencia de continua mejoría en la serie analizada, a excepción del ejercicio 2014, año en el cual el descenso drástico en el canon de arrendamiento aunado a los resultados macroeconómicos del país, impactaron de manera directa sobre las operaciones recurrentes del emisor. Para el corte de Mar2015, las relaciones alcanzaron niveles superiores, toda vez que el emisor ha reducido la deuda bancaria, utilizado alternativas de financiamiento en el mercado de capitales, y no menos importante, mantenido crecimientos en los márgenes por cada segmento de negocio.

En lo que se refiere a generación de efectivo por actividades operacionales, al cierre Ago2014 se observa una mejora sustancial al ubicarse en Bs. 820 millones.

3. FACTORES CRÍTICOS DE RIESGO

3.1 RIESGO DE CRÉDITO

La Gerencia señala que su mayor exposición al riesgo de crédito viene por el efectivo y sus equivalentes, el cual mitiga en cierta medida manteniendo su efectivo en instituciones financieras de alto prestigio.

Por su parte, las pérdidas provenientes de cuentas por cobrar se aminoran mediante la práctica de evaluar periódicamente la condición financiera de

los deudores. Sin embargo, el emisor indica que este riesgo no es representativo ni genera mayor impacto, en vista que cuenta con un alto grado de atomización en su cartera de clientes por cobrar, de forma que individualmente ninguno concentra un riesgo de crédito significativo.

3.2 RIESGO DE MERCADO

Las actividades del FVI, las condiciones financieras y los resultados de la operación están, principalmente, en función de los precios del sector inmobiliarios. Según el emisor, dichos precios tienden a ser estables, por lo que el riesgo en este caso es bajo. Sin embargo, hemos notado como medidas regulatorias como las implementadas en el año 2013, afectaron de manera significativa los ingresos del emisor, razón por la cual existe un riesgo latente en este aspecto, que resulta impredecible.

3.3 RIESGO CAMBIARIO

Aún cuando las operaciones del emisor son esencialmente en bolívares, cuando la Gerencia identifica una oportunidad de mercado, en el corto o mediano plazo, las inversiones podrían ser colocadas en instrumentos en divisas, principalmente en dólares estadounidenses. La posición en moneda extranjera ha mantenido una tendencia superavitaria hasta la fecha del corte, asociada principalmente al manejo de efectivo.

3.4 RIESGO DE REPUTACIÓN

El FVI cuenta con más de 15 años de trayectoria y se ha consolidado a nivel local como la empresa líder en el mercado inmobiliario, así como una de las más activas dentro del mercado de capitales. Paralelamente, como parte de su plan de diversificación geográfica, se propone la penetración en el mercado internacional para posicionarse como una empresa capaz y experimentada en el mercado de bienes raíces, acción que está respaldada por el reconocimiento de su marca.

La capacidad que posee el emisor en gerencia y administración de centros comerciales, se evidencia en los niveles de venta y ocupación de los proyectos en los que ha incursionado, tales como el Centro Galipán, las oficinas en el centro comercial Paseo El Hatillo, y en el desarrollo Tolón II, lo que perfila al emisor como una empresa comprometida en el desarrollo de sus actividades y negocios.

4. PROYECCIONES

Siguiendo la metodología de calificación de riesgo de SOFTline Ratings, se elaboraron las proyecciones del comportamiento del FVI bajo tres escenarios: 1) Base: condiciones provistas por el emisor; 2) Restricciones Leves: se desmejoran ligeramente ciertas variables; y 3) Restricciones Graves: recoge el posible efecto de una desmejora significativa de algunas condiciones.

Para la construcción primer escenario, se utilizaron dos tipos de premisas, las de tipo macroeconómica y las propias del negocio. Las premisas macroeconómicas se tomaron de fuentes oficiales y las estimaciones contenidas en la política presupuestaria de la Nación para el 2015, éstas últimas ajustadas siguiendo criterios propios de la Calificadora.

Para el modelo financiero trabajado se incorporó como parte de la deuda financiera de la presente emisión. Del análisis realizado en el escenario base, no se esperan cambios significativos en las coberturas de intereses y servicio de deuda siendo en promedio de 2,84x y 0,24x, respectivamente, toda vez que los ingresos del emisor tienden a mejorar y ser estables en los próximos períodos, principalmente del negocio medular.

Bajo un escenario de restricciones leves, que incluye un crecimiento promedio de las ventas inferior, así como un costo implícito de los fondos de 16% en promedio, se obtuvo una cobertura de gastos y servicio de la deuda de 2,34x y 0,18x, respectivamente.

Por último, considerando condiciones más exigentes, tales como un crecimiento inferior en las ventas anuales, se produce una disminución de la capacidad de pago de capital e intereses, el indicador se reduce a 0,16x.

F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIOS, S.A.C.A.				
INDICADORES FINANCIEROS				
Expresado en bolívares				
Cifras constantes al 31 de marzo de 2015				
	Sep2012	Sep2013	Sep2014	Mar2015
Liquidez y Solvencia				
Solvencia	1,98	2,41	1,92	2,85
Solvencia corriente	1,42	1,25	1,29	5,68
Capital de Trabajo	828.732.351	550.691.089	963.071.646	3.665.189.887
Activos circulante / Activo total	17,83%	20,95%	25,73%	33,10%
Rotación Ctas. por Cobrar	103	140	225	135
Rotación Ctas. por Pagar	84	95	201	99
Ciclo efectivo	20	45	24	36
Endeudamiento				
Pasivo Total / Patrimonio	1,02	0,71	1,08	0,54
Pasivo Total / Activo Total	0,51	0,42	0,52	0,35
Pasivo Circulante / Pasivo Total	24,74%	40,28%	38,34%	16,64%
Pasivo con Costo Financiero/ Pasivo Total	80,83%	71,07%	78,23%	53,89%
Gastos Financieros / Utilidad Operativa	84,09%	30,98%	36,05%	7,92%
Eficiencia				
Crecimiento de las Vtas (%)	-	20,97%	-36,07%	147,88%
Ventas Netas / Act. Fijo Neto Promedio (veces)	-	0,88	0,61	1,50
Ventas Netas / Total Activo Promedio (veces)	-	0,25	0,15	0,19
Costos / Ventas (%)	53,66%	29,66%	42,33%	31,66%
Utilidad Bruta / Ventas Netas (%)	46,34%	70,34%	57,67%	68,34%
Utilidad en Operaciones / Ventas Netas (%)	34,88%	58,63%	44,36%	63,79%
Utilidad Neta / Ventas Netas (%)	6,06%	20,04%	18,51%	26,20%
Rentabilidad				
EBITDA	1.186.533.196	227998056811%	120173062429%	380086288594%
Utilidad Neta / Total Activo Promedio (ROA)	-	4,96%	2,83%	9,81%
Utilidad Neta / Patrimonio Promedio (ROE)	-	9,27%	5,38%	17,65%
EBITDA / Total Activo Promedio (%)	-	15,91%	8,11%	25,31%
EBITDA / Patrimonio Promedio (%)	-	29,59%	15,74%	47,70%
Costo Implícito de la Deuda	13,48%	16,72%	5,38%	11,19%
Cobertura de Deuda				
Gastos financieros	860.472.007	644.618.386	362.784.309	284.094.718
Deuda Financiera Total	6.381.561.568	3.855.446.739	6.744.794.753	2.537.694.764
Corto Plazo	1.173.617.518	1.271.826.911	1.848.343.452	112.815.654
Largo Plazo	5.207.944.050	2.583.619.827	4.896.451.301	2.424.879.110
Deuda Neta (Deuda - Caja)	6.061.450.863	3.700.051.214	6.397.963.183	1.870.061.206
Deuda Neta (Deuda - (Caja+Inversiones Neg.))	6.036.331.244	3.682.135.642	6.316.004.777	1.188.934.694
Variación de la deuda neta	-	-38,96%	72,92%	-70,77%
Cobertura Intereses	1,38	3,54	3,31	13,38
EBITDA/Servicio Deuda	0,16	0,51	0,17	1,35
EBITDA/Servicio Deuda CP	0,58	1,19	0,54	9,58
EBITDA/Servicio Deuda LP	0,20	0,71	0,23	1,40
EBITDA/Servicio Deuda Neta	0,17	0,52	0,18	1,76
FCO / Servicio Deuda	0,14	-0,05	0,12	1,28