

Inmobiliario  
Venezuela  
Análisis de Crédito

**Fondo de Valores Inmobiliarios  
S.A.C.A.- (FVI)**

**Calificaciones**

Nacional de Largo Plazo	BBB(ven)
Nacional de Corto Plazo	F-3(ven)
Emisión OQ 2006 I, II y III	B1
Emisión OQ 2007 I, II y III	B1

**Información Financiera**

**Fondo de Valores Inmobiliarios  
S.A.C.A.**

(M VEF)	31/01/11 UDM	30/09/10
Ventas Netas	633.423	762.055
EBITDA	229.103	288.351
FGO	119.428	17.563
Deuda Total	1.762.801	1.823.581
EBITDA/Gastos Fin.	0,70x	0,80x
Deuda Total/EBITDA	7,70x	6,30x

Moneda constante de enero de 2011.

**Analistas**

José Luis Rivas  
+58 212 286 3844  
[joseluis.rivas@fitchratings.com](mailto:joseluis.rivas@fitchratings.com)

Julio Ugueto  
+58 212 286 3232  
[julio.ugueto@fitchratings.com](mailto:julio.ugueto@fitchratings.com)

**Reportes Relacionados**

- *Corporate Rating Methodology (August 16, 2010)*
- *National Ratings Criteria (January 19, 2011)*

**Fundamentos**

- Las calificaciones incorporan el adecuado posicionamiento del portafolio de inmuebles del FVI, la relativa estabilidad de sus indicadores de apalancamiento, el adecuado perfil de vencimiento de la deuda y satisfactorios niveles de liquidez. Asimismo, las calificaciones consideran la reducción del EBITDA y la dependencia del proceso de desinversión en el segmento de oficinas para disminuir la deuda financiera.
- El FVI ha logrado posicionarse como uno de los más importantes oferentes de espacios para oficinas AAA y locales en centros comerciales High End (segmento alto) del país, soportado en la experiencia de la gerencia, la concentración de las operaciones en una zona de relativa mayor estabilidad de la demanda y la focalización de la inversión en activos con un alto potencial de revalorización.
- Las calificaciones asignadas reflejan la relativa estabilidad de los niveles de apalancamiento de la empresa, donde el menor nivel de deuda resultó compensado por la caída del EBITDA. Al 31 de enero de 2011 la relación de deuda total neta a EBITDA se ubicó en 5,1 veces al incluir el efectivo y las inversiones temporales, y se reduce a 0,7 veces al considerar otras fuentes alternas de liquidez. La empresa mantiene un adecuado perfil de vencimiento de la deuda, donde el 90% de la misma está concentrada en el largo plazo. Las elevadas existencias de inversiones líquidas le permiten cubrir de manera satisfactoria la deuda de corto plazo (1,6 veces). Por otro lado, la disminución en el nivel absoluto de deuda de la compañía depende primordialmente de los flujos generados por operaciones no recurrentes que si bien se espera continúen en los próximos años, limitan la flexibilidad financiera de la compañía y pudiera verse afectado ante una menor demanda de oficinas dentro de un entorno económico menos favorable.
- La empresa contempla la emisión de obligaciones quirografarias en el mercado de capitales local, la cual se destinará al refinanciamiento de la deuda de corto plazo y a la redención anticipada de deuda con vencimiento a largo plazo, lo cual supondría una mejora del perfil de vencimientos de la deuda.

**Elementos Claves de la Calificación de Riesgo**

Las calificaciones asignadas pudieran ser incrementadas por aumento del EBITDA asociado a un mejor desempeño de los ingresos por arrendamiento de locales comerciales y a la venta de espacios de oficina, que se refleje en una reducción de la deuda financiera y en una mejora importante de los indicadores de cobertura. Por su parte, las calificaciones asignadas podrían reducirse ante un deterioro del flujo de caja y un incremento de los niveles de endeudamiento así como presiones en el perfil de liquidez de la compañía.

**Perfil**

El Fondo de Valores Inmobiliarios, S.A.C.A. fue fundado en marzo del año 1992 con el propósito de adquirir y/o promocionar la construcción de bienes inmuebles, oficinas AAA y espacios comerciales para su arrendamiento.

## Perfil

El Fondo de Valores Inmobiliarios, S.A.C.A. (FVI) fue fundado en marzo del año 1992 a través de la capitalización de algunos inmuebles propiedad de un grupo de instituciones financieras, con el propósito de adquirir bienes inmuebles (oficinas y comercios) para su arrendamiento. A mediados del año 1996 por medio de una oferta privada de acciones por 56 millones de dólares se incorpora como socio la empresa argentina Inversiones y Representaciones S.A. (IRSA). Durante el año 2001 y como consecuencia del programa de reorganización de operaciones llevado a cabo por IRSA, esta empresa rescindió su participación en el FVI. Los fondos obtenidos de la asociación con IRSA y la oferta pública de acciones de 1997 fueron destinados a la adquisición de propiedades para constituir una oferta sistemática de espacios inmobiliarios para negocios de característica corporativa. La mayoría de los espacios para oficinas se encuentran concentrados en el denominado Centro Financiero Emergente, una zona de la ciudad de Caracas que cuenta con una serie de características que le permiten disfrutar de una demanda inmobiliaria relativamente estable.

Durante los meses de agosto y septiembre de 2002 se completó la inclusión de un nuevo socio a la estructura accionaria del FVI a partir de un aporte de capital por parte de EIP, controlando poco más del 40% del patrimonio del FVI. En la actualidad, esta empresa mantiene una participación minoritaria en el capital del FVI, siendo que su inversión en la compañía se lleva a cabo a través de la inversión a largo plazo en Saint Marks Fund GmbH (ver *Desempeño Financiero*). EIP es una empresa miembro de Equity Group Investment, un conglomerado con amplia experiencia en el manejo de inversiones en el mercado inmobiliario en USA y el resto del mundo. En noviembre de 2006, EIP vendió al Blackstone Group sus activos inmobiliarios en los Estados Unidos, siendo que a la fecha mantiene sus operaciones en el resto del mundo, incluyendo Venezuela.

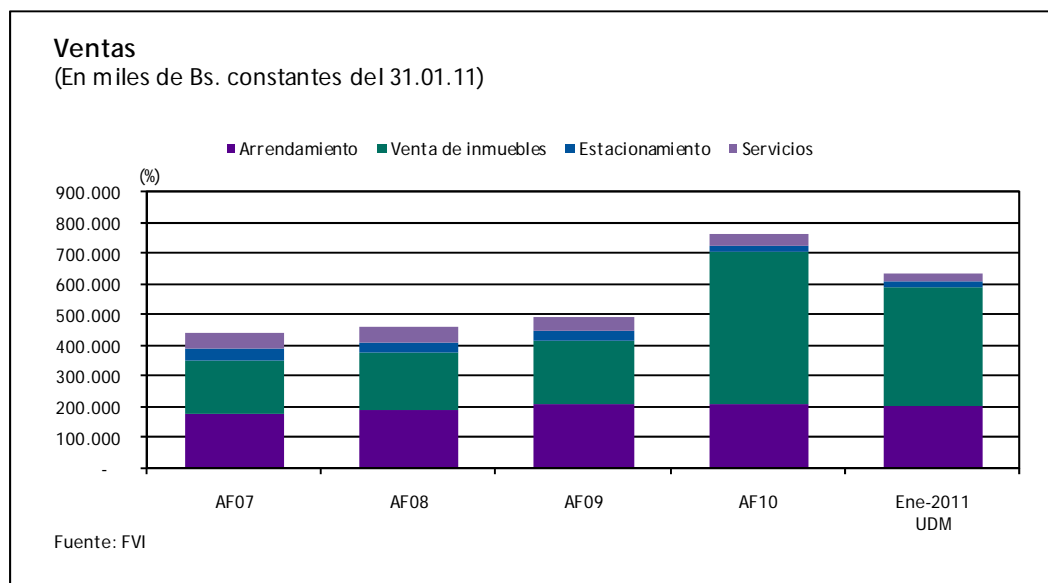
El FVI ha mantenido desde el año 1997 asociaciones estratégicas con reconocidas empresas constructoras, con el fin de desarrollar conjuntamente inmuebles destinados tanto al uso comercial como de oficinas, y así expandir su oferta de edificaciones disponibles para alquiler.

**Presentación de cuentas:** Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros correspondientes a los ejercicios culminados el 30 de septiembre de 2007, 2008 y 2009 auditados por Alcaraz, Cabrera, Vázquez, firma miembro de KPMG, así como los estados financieros no auditados del ejercicio culminado el 30 de septiembre de 2010. Igualmente se utilizó el corte de los estados financieros al 31 de enero de 2011. Los estados financieros empleados siguen las normas establecidas por la Comisión Nacional de Valores e incluyen el efecto de la inflación.

## Operaciones

Los ingresos del FVI están constituidos principalmente por arrendamiento de espacios comerciales y de oficinas, la venta de inmuebles de oficinas, así como por el manejo de los espacios comerciales y estacionamientos.

El arrendamiento de espacios de oficinas y locales comerciales tradicionalmente han representado el activo que proporciona la mayor contribución individual a los ingresos del FVI. No obstante, durante el AF10 la venta de inmuebles contribuyó con el 65% de los ingresos, mientras que los arrendamientos generaron el 27%. A mediano plazo los arrendamientos incrementarían significativamente su participación, una vez se haya completado la desincorporación del inventario de inmuebles antes citado.



Los contratos de arrendamientos están distribuidos mayoritariamente entre empresas nacionales y transnacionales de reconocida solvencia y estabilidad, pertenecientes al sector petrolero, de servicios y financiero, presentando una importante concentración. La totalidad de los contratos de arrendamientos están denominados en bolívares, pactados en su mayoría a mediano y largo plazo, existiendo diversas cláusulas contractuales que protegen al FVI ante eventuales cancelaciones anticipadas de los contratos. A diciembre de 2010 el FVI manejaba dentro de su inventario de inmuebles para arrendar 3 edificaciones con un espacio de oficinas de 21.300 m<sup>2</sup>, de los cuales el 98% se encuentran ocupados (incluyendo inmuebles no medulares).

El portafolio de espacios comerciales para arrendamiento ha estado concentrada principalmente en centros comerciales, siendo que el resto se encuentra distribuido en las áreas comerciales de las edificaciones de oficinas. A diciembre de 2010, el FVI contaba con un inventario de locales comerciales para arrendar de cerca de 50.175 m<sup>2</sup> ocupados en un 96%. A la fecha los espacios comerciales comprenden el Centro Comercial El Tolón, el Centro Comercial San Ignacio y el Centro Comercial Paseo El Hatillo.

Durante 2010 la actividad comercial del país se ha visto afectada por la caída del consumo privado como consecuencia de la pérdida del poder adquisitivo, el impacto de las restricciones eléctricas sobre la actividad comercial que obligó a los establecimientos a reducir los horarios de operaciones y las dificultades para el acceso a divisas que limitaron la adquisición y reposición de inventarios. La Cámara Venezolana de Centros Comerciales (CAVECECO) estimó una caída de las ventas de los centros comerciales del 12% durante 2010. No obstante, el número de visitantes a los centros comerciales del FVI creció en 4% durante el año fiscal 2010, respecto al ejercicio anterior para alcanzar un total de 16,1 millones de visitantes. Debe destacarse, que durante el AF10 las ventas de los locatarios de los centros comerciales del FVI, incrementó 1,7% respecto al AF09, en términos reales.

Recientemente se concluyó el Centro Ejecutivo Galipán, un complejo de tres torres con un área total de 43.000 m<sup>2</sup> construido conjuntamente con el Grupo Sambil, encontrándose vendido en su totalidad. De acuerdo a información suministrada por la gerencia, este proyecto generó una utilidad neta de unos 40 millones de dólares, de los cuales 20 millones de dólares correspondieron al FVI.

## **Estrategia y Posición Competitiva**

El FVI mantiene como estrategia de negocio la contratación de cánones de arrendamiento de largo plazo, siendo además que la mayor parte de sus clientes son empresas de reconocida trayectoria. FVI cuenta con un portafolio de clientes relativamente concentrado, compuesto por empresas multinacionales y nacionales con un elevado nivel de persistencia que le ha permitido lograr un porcentaje de ocupación de oficinas y espacios comerciales del 97% para diciembre de 2010.

Actualmente, el FVI continúa con la estrategia de desinversión en el segmento de oficinas iniciado en 2007, dado el impacto que han tenido las regulaciones y el control de cambio sobre los ingresos por arrendamiento de la empresa. De esta forma, el FVI busca aprovechar los altos precios de venta actuales derivados de la baja oferta. La empresa estima culminar este proceso para el año 2013.

El FVI ha tenido como estrategia financiera mantener saldos de efectivo y equivalentes que soporten la cancelación de los pasivos financieros o que financien oportunidades atractivas de inversión en áreas de oficinas (para la venta) o comercios dentro de la zona de influencia de la empresa.

Los nuevos proyectos en el área de oficinas o comercios se han financiando a través de la comercialización o preventas de los mismos, o en su defecto mediante endeudamiento de proyecto a fin de no afectar la caja corporativa. En este sentido, la empresa se encuentra desarrollando la segunda etapa del Centro Comercial Tolón, proyecto que constará de 5.000 m<sup>2</sup> adicionales de áreas comerciales así como 121 unidades residenciales destinadas a ejecutivos de altos ingresos, estimándose su apertura durante el año fiscal 2011. Por otro lado, la empresa culminó el proyecto del Centro Oficinas Paseo El Hatillo, el cual consiste en 5.100 m<sup>2</sup> de oficinas para la venta construidos sobre el Centro Comercial. Este desarrollo consta de cinco plantas, donde se ubican diecinueve oficinas con áreas que van desde 41 hasta 1.000 m<sup>2</sup>.

A pesar de la clara inestabilidad del mercado inmobiliario en Venezuela, el FVI ha logrado posicionarse como uno de los más importantes oferentes sistemático de espacios para oficinas y locales comerciales en el país. Tal posicionamiento se explica no solo por la experticia de la gerencia, sino también por la estrategia de concentrar sus operaciones en una zona de relativa mayor estabilidad en la demanda, y la focalización de la inversión en activos con un alto potencial de revalorización. Por su parte, y a pesar de la reciente incursión en el mercado de centros comerciales, la empresa ha adquirido experiencia en la administración y operación de estos inmuebles, logrando competir con otras empresas dedicadas al manejo de centros comerciales, así como también con la oferta atomizada que representan los centros comerciales manejados bajo la figura de venta de locales.

## **Aspectos Regulatorios**

El negocio inmobiliario en Venezuela, principalmente arrendamiento, ha sido objeto de diversas regulaciones a lo largo de la historia, tanto a nivel de requerimientos técnicos mínimos exigidos (principalmente en aspectos de seguridad y ordenamiento urbano) como también a nivel de precios. Es así como, desde el año 1987 está en vigencia una disposición legal que limita el monto máximo de los cánones de arrendamiento sobre inmuebles construidos antes de dicho año, siendo que recientemente dicha legislación fue parcialmente modificada en pro de lograr una determinación más clara de los precios de los arrendamientos y de los deberes y derechos de los arrendadores y arrendatarios. Debido a que la mayoría de los inmuebles manejados por el FVI son de reciente construcción, la empresa no ha quedado sujeta a dichas disposiciones, con lo cual la mayoría de los cánones de arrendamiento son fijados en libre competencia entre la

empresa y sus posibles clientes.

Durante los primeros meses del año 2003 el Ejecutivo Nacional anunció la aplicación de una serie de medidas económicas entre las cuales destacó un control de cambios y un control de precios para una amplia lista de bienes y servicios comercializados en el país, todo esto como una estrategia para disminuir las presiones inflacionarias. Si bien, la regulación de precios antes mencionada no incluyó la fijación unilateral de los cánones de arrendamiento, la suspensión del libre comercio de la moneda extranjera si afecta las operaciones normales del FVI en lo referente a la obtención de divisas.

Así, por segunda vez en un período de 10 años el Ejecutivo Nacional decretó la aplicación de un control de cambios (febrero de 2003), limitando las operaciones de divisas en este mercado. Tal medida que no solo limita el libre acceso a la moneda extranjera sino que también exige la venta de los ingresos generados por la actividad de exportación al Banco Central de Venezuela e impone numerosas barreras al libre desenvolvimiento de la empresa privada en Venezuela, entre las cuales destacan: a) Inconvenientes en el manejo de las compras de materia prima o productos en el exterior; b) Posibles retrasos en la cancelación de la deuda financiera o comercial denominada en moneda extranjera; c) Imposibilidad de continuar manejando contratos denominados en moneda extranjera con clientes a nivel nacional; d) Limitaciones para la repatriación de dividendos a accionistas ubicados en el extranjero y e) Posibles contingencias legales derivadas de la aplicación de la Ley de Ilícitos Cambiario.

En el caso del FVI, en la actualidad sus cánones de arrendamiento están fijados en moneda nacional ajustados por la inflación interna por lo que el incremento esperado en el nivel de sobrevaluación de la tasa oficial de la moneda no afectaría el margen operativo de la empresa. Igualmente, los contratos son firmados a tres años, siendo que para el caso de los comercios, además del ajuste periódico por inflación del canon base durante la vigencia del contrato, al momento de la renovación del mismo el FVI efectúa un incremento adicional al canon base inicial a fin de compensar cualquier distorsión entre éste y el valor del local. Por otro lado, debe destacarse que durante el año 2008 se realizó la renovación de los contratos de arrendamiento de los centros comerciales del FVI, siendo que en promedio durante el año un 80% de los ingresos por alquiler de espacios comerciales proviene de la porción fija y el resto de la porción variable del canon. De esta forma, la empresa redujo a futuro el impacto que tendría un agudo proceso recesivo en la economía local sobre los ingresos de la empresa.

Adicionalmente, los requerimientos de moneda extranjera por parte de la empresa para su operación comercial podrían considerarse bajos tomando en cuenta su posición larga en moneda extranjera. Es importante destacar que la empresa ha tomado diferentes medidas para mitigar los efectos negativos del control de cambio sobre sus operaciones, entre las cuales destacan: a) los cánones de arrendamiento que contemplan la posibilidad de modificar la fórmula de ajustes de los mismos en caso de existir un control de cambios; b) acumulación de activos en moneda extranjera; c) su participación en colocaciones de bonos de deuda emitidos por el Gobierno Central denominados en dólares pero pagaderos en Bolívares, los cuales son liquidados para obtener así parte de las divisas necesarias y d) registro de la empresa ante la Comisión de Administración de Divisas (CADIVI) con la intención de obtener las divisas necesarias para honrar sus compromisos de deuda y otras necesidades operativas.

## Desempeño Financiero<sup>1</sup>

Pese al menor nivel de actividad económica registrado en el AF10, los ingresos del FVI resultaron favorecidos por la venta de espacios de oficinas, producto de la estrategia de desinversión en este segmento, observándose una relativa estabilidad de los ingresos provenientes del negocio medular de la empresa. En tal sentido, durante el AF10 los ingresos registraron un incremento del 55,4% respecto al AF09. El bajo margen de contribución de la venta de espacios de oficina afectó la utilidad en operaciones antes de depreciación y amortización, cayendo el margen EBITDA a 37,8%.

La reducción de la deuda financiera al cierre del AF10 a partir de los recursos generados por la venta liquidación de inversiones temporales favoreció la mejora de la relación de EBITDA a gastos financieros brutos a 0,8 veces, siendo que se ubica en 3,1 veces al tomar en cuenta los gastos financieros netos (3,0 veces al cierre del AF09), valor que se ubica en niveles adecuados. Este indicador ha resultado favorecido por el aumento de los ingresos financieros, asociados al mantenimiento de una inversión a largo plazo en Saint Marks Fund GmbH cuyo saldo a enero de 2011 se sitúa en 1.057 millones de bolívares fuertes, la cual tiene un vencimiento de cinco años contados desde el año 2007 y genera intereses a la tasa aplicable a las prestaciones sociales en Venezuela (cerca de 75% de la tasa activa).

Por su parte, la relación de deuda total ajustada a EBITDA se redujo hasta 6,3 veces, relación superior al promedio de otras empresas en Venezuela pero mitigada por el efecto de las elevadas existencias de inversiones líquidas que permiten cubrir en forma importante sus compromisos financieros de corto plazo, por lo que la relación de deuda total neta ajustada a EBITDA se ubica en 4,4 veces al cierre del AF10 (5,1 veces a Ene-11).

Debe destacarse que al 31 de enero de 2011 la empresa registra ingresos diferidos por 315 millones de bolívares fuertes, relacionados con aportes por contratos de compra-venta de oficinas correspondientes a los proyectos Galipán, Tolón II y Oficinas Paseo El Hatillo. La gerencia prevé registrar los ingresos derivados de estos proyectos durante el AF11 dentro del estado de ganancias y pérdidas, lo cual incidiría favorablemente en los niveles de apalancamiento y cobertura.

Al 31 de enero de 2011, sobre una base anualizada, el menor margen operativo de las ventas de inmuebles de oficinas se vio reflejada en una ligera contracción del margen EBITDA respecto al AF10, siendo que éste alcanzó un total de 229 millones de bolívares en los últimos 12 meses. El menor EBITDA se reflejó en una ligera disminución de la relación de cobertura de intereses brutos, la cual se ubicó en 0,7 veces (3,6 veces considerando los gastos financieros netos).

Por su parte, la deuda financiera bajó a Bs. 1.763 millones con lo cual la relación de deuda total ajustada a EBITDA sube a 7,7 veces, nivel inferior al promedio de los últimos 5 años. Este nivel de apalancamiento resulta parcialmente mitigado por el efecto de las existencias de inversiones líquidas (la relación de deuda neta ajustada a EBITDA se ubica en 0,4 veces). Al 31 de enero de 2011 las disponibilidades en efectivo e inversiones temporales cubren 1,6 veces la deuda de corto plazo.

La disminución en el nivel absoluto de deuda de la compañía depende primordialmente de los flujos generados por operaciones no recurrentes que si bien se espera continúen en los próximos años, limitan la flexibilidad financiera de la compañía y pudiera verse afectado ante una menor demanda de oficinas dentro de un entorno económico menos favorable.

---

<sup>1</sup> Cifras expresadas en bolívares constantes de enero 2011.

**Resumen Financiero - Fondo de Valores Inmobiliarios, S.A.C.A.**

(Cifras consolidadas, expresadas en miles de bolívares fuertes constantes del 30 de septiembre de 2010, años fiscales culminados el 30 de septiembre)

Resumen Financiero	UDM				
	Ene-2011	2010	2009	2008	2007
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	229.103	298.408	290.231	242.121	225.296
EBITDAR Operativo	229.103	298.408	290.231	242.121	225.296
Margen de EBITDA	36,20	39,20	59,20	53,00	51,90
Margen de EBITDAR	36,20	39,20	59,20	53,00	51,90
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	13,40	6,40	17,00	2,20	9,50
Margen del Flujo de Fondos Libre	17,10	(13,40)	(33,90)	(163,00)	(21,50)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	0,80	4,10	4,50	3,40	12,20
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,40	0,60	1,30	0,20	1,50
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	0,70	0,90	0,50	0,50	1,10
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	0,70	0,90	0,50	0,50	1,10
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	0,30	0,30	0,20	0,10	0,50
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,30	0,30	0,20	0,10	0,50
FGO / Cargos Fijos	1,40	0,60	1,30	0,20	1,50
FFL / Servicio de Deuda	0,60	0,30	0,30	(0,20)	0,20
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,50	0,80	1,10	0,60	1,30
FGO / Inversiones de Capital	146,50	0,40	0,50	(4,10)	0,70
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	4,00	8,60	3,70	30,70	5,90
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	7,70	6,10	9,00	13,00	7,80
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	5,10	4,50	5,10	7,70	5,60
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	7,70	6,10	9,00	13,00	7,80
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	5,10	4,50	5,10	7,70	5,60
Costo de Financiamiento Implícito (%)	15,00	14,70	13,40	13,30	12,90
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,20	0,30	0,30	0,40	0,10
<b>Balance</b>					
Total Activos	3.925.901	3.957.108	4.962.604	5.355.790	3.596.315
Caja e Inversiones Corrientes	605.445	475.453	1.114.194	1.294.325	497.102
Deuda Corto Plazo	372.138	563.983	761.538	1.207.611	251.879
Deuda Largo Plazo	1.390.663	1.254.179	1.836.204	1.940.467	1.499.927
Deuda Total	1.762.801	1.818.162	2.597.742	3.148.078	1.751.806
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.762.801	1.818.162	2.597.742	3.148.078	1.751.806
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.762.801	1.818.162	2.597.742	3.148.078	1.751.806
Total Patrimonio	1.512.954	1.497.157	1.500.025	1.448.425	1.377.848
Total Capital Ajustado	3.275.755	3.315.319	4.097.767	4.596.503	3.129.654
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	119.428	(137.611)	163.585	(346.190)	100.045
Variación del Capital de Trabajo	(10.553)	195.671	(6.515)	(249.401)	114.357
Flujo de Caja Operativo (FCO)	108.875	58.060	157.070	(595.591)	214.402
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(743)	(159.210)	(314.047)	(146.059)	(307.933)
Dividendos	0	(1.267)	(9.206)	(2.652)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	108.132	(102.416)	(166.183)	(744.302)	(93.531)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	146.399	496.874	176.358	0	0
Otras Inversiones, Neto	615.448	609.619	529.682	(1.189.636)	(685.902)
Variación Neta de Deuda	(730.810)	(212.632)	125.556	1.845.869	721.327
Variación Neta del Capital	(63.091)	(63.005)	(248)	(1.408)	0
Otros (Inversión y Financiación)	(1.374)	(566.947)	(686.007)	(479.344)	(10.744)
Variación de Caja	74.704	161.493	(20.842)	(568.821)	(68.849)
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	633.423	762.055	490.300	456.549	434.385
Variación de Ventas (%)		55,40	7,40	5	
EBIT Operativo	183.034	252.352	246.273	191.139	178.655
Intereses Financieros Brutos	318.381	348.771	532.643	448.829	196.823
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	11.589	61.477	66.850	47.550	83.806

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADemás, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCION DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2011 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o disseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

**Revisión del Dictamen de Calificación**

Marzo 2011

<b>Tipo de Emisiones:</b>	Obligaciones Quirografarias
<b>Número de las Emisiones:</b>	OQ-2006-I; OQ-2006-II; OQ-2006-III; OQ-2007-I; OQ-2007-II; OQ-2007-III
<b>Riesgo:</b>	<b>B1</b>
<b>Categoría B</b>	Corresponde a aquellos instrumentos con buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero susceptible de ser afectada, en forma moderada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que este pertenece, o en la economía.
<b>Subcategoría B1</b>	Se trata de instrumentos que presentan un bajo riesgo para la inversión. Tienen una buena capacidad de pago, del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero, a juicio del calificador eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que éste pertenece o en la marcha de los negocios en general, podrían incrementar levemente el riesgo.
<b>Periodicidad de Revisión:</b>	Este dictamen será revisado a los 180 días contados a partir de la fecha de la presente revisión o cuando FITCH Venezuela tenga conocimiento de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.
<b>Monto de las Emisiones:</b>	OQ-2006-I: Bs. 50 millones; OQ-2006-II: Bs. 30 millones; OQ-2006-III: 30 millones; OQ-2007-I: 60 millones; OQ-2007-II: 120 millones; OQ-2007-III: 40 millones.
<b>Rendimiento de las Emisiones:</b>	Fijado al momento de cada emisión
<b>Plazo de la Emisiones:</b>	OQ-2006-I; OQ-2006-II; OQ-2006-III; OQ-2007-I y OQ-2007-II: 5 años; OQ-2007-III: 7 años.
<b>Autorización de las Emisiones:</b>	Las emisiones fueron aprobadas en la Asamblea Extraordinaria de Accionistas celebrada el 11 de noviembre de 2005 para el caso de las emisiones OQ-2006-I, OQ-2006-II y OQ-2006-III. Las emisiones fueron aprobadas en la Asamblea Extraordinaria de Accionistas celebrada el 23 de marzo de 2007 para el caso de las emisiones OQ-2007-I, OQ-2007-II y OQ-2007-III.
<b>Información Procesada:</b>	Edos. Financieros período 2006-2010 y corte al 31 de enero de 2011. Cifras expresadas en bolívares constantes del 31 de enero de 2011.
<b>Informes Relacionados:</b>	Para más información ver <a href="http://www.fitchvenezuela.com">www.fitchvenezuela.com</a>

FITCH Venezuela ratifica la calificación de las emisiones de Obligaciones Quirografarias 2006 I, II y III, así como 2007 I, II y III por un total de 330 millones de bolívares por parte del Fondo de Valores Inmobiliarios S.A.C.A. (FVI) en el nivel "B1", equivalente a BBB(ven) según la escala estandarizada utilizada por Fitch para largo plazo. Asimismo se ratificó en F-3(ven) la calificación nacional a corto plazo.

Las calificaciones incorporan el adecuado posicionamiento del portafolio de inmuebles del FVI, la relativa estabilidad de sus indicadores de apalancamiento, el adecuado perfil de vencimiento de la deuda y satisfactorios niveles de liquidez. Asimismo, las calificaciones consideran la reducción del EBITDA y la dependencia del proceso de desinversión en el segmento de oficinas para disminuir la deuda financiera. Las calificaciones asignadas pudieran ser incrementadas por aumento del EBITDA asociado a un mejor desempeño de los ingresos por arrendamiento de locales comerciales y a la venta de espacios de oficina, que se refleje en una reducción de la deuda financiera y en una mejora importante de los indicadores de cobertura. Por su parte, las calificaciones asignadas podrían reducirse ante un deterioro del flujo de caja y un incremento de los niveles de endeudamiento.

El FVI ha logrado posicionarse como uno de los más importantes oferentes de espacios para oficinas AAA y locales en centros comerciales High End (segmento alto) del país, soportado en la experiencia de la gerencia, la concentración de las operaciones en una zona de relativa mayor estabilidad de la demanda y la focalización de la inversión en activos con un alto potencial de revalorización.

Las calificaciones asignadas reflejan la relativa estabilidad de los niveles de apalancamiento de la empresa, donde el menor nivel de deuda resultó compensado por la caída del EBITDA. Al 31 de enero de 2011 la relación de deuda total neta a EBITDA se ubicó en 5,1 veces al incluir el efectivo y las inversiones temporales, y se reduce a 0,7 veces al considerar otras fuentes alternas de liquidez. La empresa mantiene un adecuado perfil de vencimiento de la deuda, donde el 90% de la misma está concentrada en el largo plazo. Las elevadas existencias de inversiones líquidas le permiten cubrir de manera satisfactoria la deuda de corto plazo (1,6 veces). Por otro lado, la disminución en el nivel absoluto de deuda de la compañía depende primordialmente de los flujos generados por operaciones no recurrentes que si bien se espera continúen en los próximos años, limitan la flexibilidad financiera de la compañía y pudiera verse afectado ante una menor demanda de oficinas dentro de un entorno económico menos favorable.

La empresa contempla la emisión de obligaciones quirografarias en el mercado de capitales local, la cual se destinará al refinanciamiento de la deuda de corto plazo y a la redención anticipada de deuda con vencimiento a largo plazo, lo cual supondría una mejora del perfil de vencimiento de la deuda.

El Fondo de Valores Inmobiliarios, S.A.C.A. fue fundado en marzo del año 1992 con el propósito de adquirir y/o promocionar la construcción de bienes inmuebles, oficinas AAA y espacios comerciales para su arrendamiento.

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