

Corporativo/Venezuela  
Análisis de Riesgo

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

### Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
PC 2005 I	A3	NR	Jul-05
PC 2005 II	A3	NR	Jul-05
OQ 2005-I*	A2	NR	Nov-05
OQ 2006-I	A3	NR	Jun-06
OQ 2006-II	A3	NR	Jun-06
PC 2006-I	A3	NR	Ago-06
OQ 2006-III	A3	NR	Ago-06

PC – Papeles Comerciales; OQ – Obligaciones Quirografarias; NR – No calificado anteriormente.

\* Esta emisión cuenta con una garantía parcial del 30% del capital

### Analistas

Jorge Yanes  
(58 212) 286 32 32  
[jorge.yanes@fitchvenezuela.com](mailto:jorge.yanes@fitchvenezuela.com)

Hilario Ramírez  
(58 212) 286 38 44  
[hilario.ramirez@fitchvenezuela.com](mailto:hilario.ramirez@fitchvenezuela.com)

### Perfil

FVI constituido 1992 es una empresa dedicada a la comercialización de espacios inmobiliarios en el área metropolitana de Caracas, principalmente de uso comercial y de oficinas, constituyéndose como uno de los principales oferentes de espacios para alquiler dentro de su área de influencia.

#### Fortalezas y Oportunidades

- Ingresos por arrendamiento crecientes y relativamente estables
- Adecuados niveles de liquidez y capitalización
- Liderazgo dentro del mercado relevante

#### Debilidades y Amenazas

- Bajos niveles de rentabilidad y de cobertura de intereses
- Ingresos relativamente concentrados
- Dependencia de la venta de activos no medulares
- Inestabilidad del ambiente macroeconómico venezolano

### Fundamentos

Desde su constitución la empresa se ha concentrado en la oferta de inmuebles para satisfacer el mercado de arrendamiento de oficinas AAA y espacios comerciales, siendo que dicha estrategia ha sido complementada a través de la venta de algunos activos que no cumplían con la características impuestas por la gerencia de la empresa. Para el cierre del AF05 (junio de 2005) la empresa contaba con un portafolio de clientes relativamente concentrado, compuesto por empresas multinacionales y nacionales con un nivel de persistencia superior al 90% lo cual permitió lograr un porcentaje de ocupación de oficinas y espacios comerciales de 93% y 99% respectivamente (excluyendo los inmuebles no medulares). Es importante destacar que la empresa ha circunscrito su oferta de inmuebles a edificaciones denominadas “premium” ubicadas dentro del denominado eje económico-financiero de la ciudad de Caracas. Su estrategia actualmente está orientada a mantener una importante participación de arrendamientos de espacios comerciales dentro de sus ingresos en un contexto de diversificación geográfica fuera de Venezuela.

A lo largo de los años la empresa ha recibido diversos aportes de capital para llevar a cabo su plan de expansión, siendo que durante el año 2002 se concretó un importante aporte de capital por parte de la empresa Equity International Properties, LTD (EIP) quien controla un 40% del patrimonio. EIP es subsidiaria de Equity Group Investment, conglomerado dedicado al manejo de inversiones en el mercado inmobiliario en USA.

Por su parte, la empresa ha incrementado la participación de los arrendamientos de espacios comerciales dentro de sus ingresos gracias a la incorporación del Centro Comercial El Tolón en el AF04, el cual hoy en día posee una tasa de ocupación del 100%. Para el AF05 culminado el 30 de junio de 2005, el incremento de la venta de inmuebles, junto al crecimiento del nivel de ocupación ha significado una mayor base de ingresos y niveles de rentabilidad positivos, mejorando la cobertura de gastos financieros, aún cuando esta última se mantiene en niveles inferiores al promedio de otros emisores del mercado.

Para los primeros 11MAF06 (culminado en mayo de 2006) el comportamiento de los ingresos estuvo influenciado por las menores ventas de inmuebles que no pudieron ser compensadas por el aumento de los arrendamientos por la incorporación del Centro Comercial Paseo El Hatillo Lagunita. Lo anterior resultó en un descenso de 20% en los ingresos totales con relación al mismo período del año anterior aunque se vió favorecida la utilidad en operaciones antes de depreciación y amortización, cuyo margen se elevó hasta 40% (35% para el AF05). El mayor EBITDA incidió en la mejora de la relación de cobertura de intereses para alcanzar 1,3 veces, mientras que la relación de deuda total ajustada a EBITDA se incrementó hasta 7,2 veces, relación superior al promedio de otras empresas pero mitigada en parte el sólido nivel de liquidez de la empresa.

En el mediano plazo el apuntalamiento de la rentabilidad será clave para mantener apropiadas razones de cobertura con el objeto de que la calidad crediticia de la empresa pueda depender menos del mantenimiento de importantes excedentes de liquidez.

### Agosto 2006

“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.”

[www.fitchvenezuela.com](http://www.fitchvenezuela.com)

## ▪ 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. Por otro lado, en octubre de 1997, realiza una oferta de acciones clase B equivalentes a 100 millones de dólares y, en enero de 1998, la empresa logró completar el programa de ADR'S Nivel I, asignando al Bank of New York como custodio.

De esta manera, los fondos obtenidos a través 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. Es así como al cierre de junio de 2005 el FVI mantenía espacios disponibles para alquiler equivalentes a 39.570 m<sup>2</sup> de oficinas, 30.866 m<sup>2</sup> de espacios comerciales y 3.800 puestos de estacionamientos. Es importante destacar que 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 el año 2002 se completó la inclusión de un nuevo socio a la estructura accionaria del FVI. Así, durante los meses de agosto y septiembre se concretó un aporte de capital por más de 51.000 millones de bolívares por parte de EIP, siendo que actualmente esta empresa controla poco más del 40% del patrimonio del FVI. EIP es una empresa miembro de Equity Group Investment, un conglomerado de compañías dedicadas al manejo de inversiones en el mercado inmobiliario en USA y el resto del mundo con activos combinados por cerca de 38.000 millones de dólares aproximadamente. El grupo está integrado por cuatro compañías: a) Equity Office Properties (EOP), dedicada al mercado de oficinas en USA con activos consolidados cercanos a 23.000 millones de dólares al cierre de diciembre de 2005, siendo el mayor fondo de su estilo en ese país con un portafolio de 622 edificios con más de 10 millones de m<sup>2</sup> distribuidos en 16 áreas geográficas; b) Equity Residential Properties (ERP), dedicado a la compra y administración de propiedades multifamiliares en USA, con más 200.000 unidades ubicadas en 32 estados y activos aproximados de 14.100 millones de dólares al cierre de diciembre de 2005; c) Equito Lifestyle Properties, INC. (ELS) (antes Manufactured Home Communities), propietario de más de 285 comunidades residenciales distribuidas en 29 estados

de USA y activos cercanos a 1.950 millones de dólares al cierre de diciembre de 2005 y d) Capital Trust Inc., un fondo de inversión especializado el mercado inmobiliario de uso comercial en los Estados Unidos de Norteamérica, con más de 1.558 millones de dólares en activos al cierre de diciembre de 2005. Fitch Ratings asigna calificación de riesgo a EOP, la cual se ubica en el nivel BBB, siendo que muestra una buena calidad crediticia, con una adecuada capacidad de pago para el pago puntual de sus obligaciones.

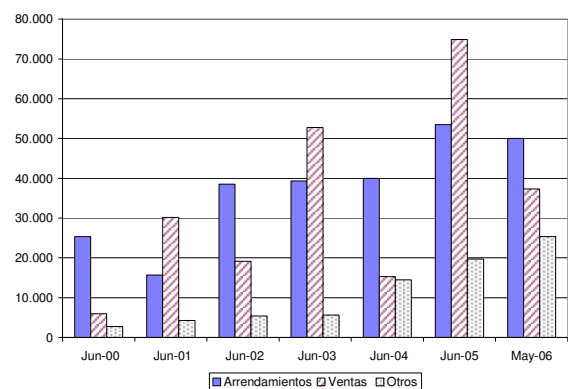
El FVI mantiene asociaciones estratégicas desde 1997 con reconocidas empresas constructoras, con el fin de desarrollar conjuntamente inmuebles destinados tanto al uso comercial como de oficinas, y así expandir su oferta de edificaciones disponibles para alquiler.

**Presentación de Cuentas:** Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros para el período 2000-2004, auditados por Lara, Marambio y Asociados, firma miembro de Deloitte Touche Tohmatsu. Igualmente, se consideraron los estados financieros de la empresa para el ejercicio culminado el 30 de junio de 2005, auditados por Alcaraz, Cabrera, Vázquez, firma miembro de KPMG, así como un corte correspondiente a los primeros 11 meses del año fiscal 2006. 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 los arrendamientos de espacios de oficina y comerciales, la venta de los inmuebles no medulares, así como por el manejo de los espacios comerciales y estacionamientos.

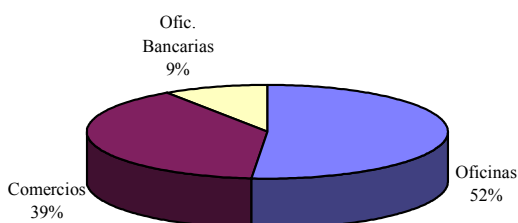
**Ingresos según su origen**  
Miles de bolívares constantes de mayo de 2006



Mientras la cartera de inmuebles se ha incrementado y a su vez ha logrado algún grado de maduración, los por arrendamientos se han mantenido como la principal fuente

de ingresos de la empresa promediando un 45% de los mismos en los últimos 5 años. Por su parte, las ventas de activos han representado una fuente importante de recursos, a pesar de constituir una fuente de ingresos no recurrente, debido a la estrategia de la gerencia de concentrarse en la oferta de oficinas “premium”, con lo cual se desincorporaron algunas edificaciones que no cumplían con dichas características, destacando que los arrendamientos incrementarían significativamente su participación en los ingresos de la empresa a mediano plazo, una vez se haya completado la depuración del inventario de inmuebles manejados.

### Distribución de los activos para arrendar (Junio de 2005)



*Nota: Excluye estacionamientos y depósitos*

Los espacios de oficinas y comerciales, representan el activo que proporciona la mayor contribución individual a los ingresos por alquiler del FVI, ya que estos representan cerca del 70% de los ingresos por arrendamientos. Tales arrendamientos están distribuidos mayoritariamente en empresas nacionales y transnacionales de reconocida solvencia y estabilidad donde los primeros 10 clientes representaban el 60% de dichos ingresos, implicando una relativa concentración de los mismos. Es importante destacar que la mayoría de los contratos de arrendamiento son pactados a mediano y largo plazo, mientras que existen diversas cláusulas contractuales que protegen al FVI ante eventuales cancelaciones anticipadas de los contratos. Debe destacarse, que más del 50% de los contratos están denominados en bolívares. En cuanto a la distribución sectorial de los clientes, las empresas energéticas, de servicios profesionales y de telecomunicaciones, representan un 90% de la cartera, destacando en primer lugar al sector de energía con 45% de la misma. Al cierre de junio de 2005 el FVI manejaba dentro de su inventario e inmuebles para arrendar 3 edificaciones con un espacio de oficinas de 40.000 m<sup>2</sup>, de los cuales el 93% se encuentran ocupados (excluyendo inmuebles no medulares).

La incursión de la empresa en el mercado de alquiler de espacios comerciales ha estado concentrada dentro de centros comerciales, siendo que el resto se encuentra distribuido en las áreas comerciales de las edificaciones de oficinas. Al cierre de junio de 2005, el FVI contaba con un inventario de locales comerciales para arrendar de cerca de 30.000 m<sup>2</sup> de los cuales un 99% se encontraba ocupado. Es importante destacar que a dicha fecha los espacios

comerciales manejados están constituidos por el Centro Comercial El Tolón y en el Centro Comercial San Ignacio.

Por su parte y como parte de la estrategia de expansión en el área comercial, el FVI concluyó en el AF04 la construcción de un nuevo centro comercial en la ciudad de Caracas (Tolón), el cual está ubicado en una de las zonas de mayor actividad comercial en la ciudad. El proyecto de más de 24.000 m<sup>2</sup> de espacios disponibles para alquiler, requirió una inversión por parte del FVI de casi 30 millones de dólares. Actualmente el centro comercial se encuentra totalmente arrendado, representando ingresos cercanos a 1.000.000 dólares al mes entre arrendamientos, bajo un esquema de cánon fijo-variable, y estacionamiento.

Por su parte, la incursión de la empresa en el mercado de “entretenimiento” se encuentra representada por su participación en el consorcio que se adjudicó el manejo del sistema teleférico de Caracas y el Hotel Humboldt en el año 1998. Dichas instalaciones iniciaron su actividad comercial durante el año 2002, después de haberse completado la renovación del sistema del teleférico y también de las áreas de esparcimiento dentro del Parque Nacional el Avila, siendo que al cierre de junio de 2005 tales instalaciones registran un promedio de cerca de 50.000 visitantes mensuales, generando un EBITDA anual de unos 6.000 millones de bolívares. Actualmente el consorcio está próximo operar un casino en las instalaciones del Hotel Humboldt, el cual potenciará el flujo de visitantes a las instalaciones y, según la opinión de la gerencia, será la única instalación de su tipo en ofrecer un servicio cinco estrellas en la ciudad de Caracas. Hasta la fecha la inversión en el sistema y el hotel se registra bajo el método de participación patrimonial.

Dentro de los proyectos que se encuentra actualmente en ejecución, se encuentra Centro Ejecutivo Galipán un complejo de tres torres con un área total de 43.000 m<sup>2</sup> en construcción conjuntamente con el Grupo Sambil, estimándose su conclusión para el año 2007. Las dos primeras torres se destinarán a la venta, siendo que la primera (de 14.000 m<sup>2</sup>) se vendió a una importante institución financiera y de la segunda (de 12.000 m<sup>2</sup>) se ha comercializado un 50%. La tercera torre (17.000 m<sup>2</sup>) será destinada a arrendamiento, estimándose que generará ingresos anuales por 4,9 millones de dólares.

Por otro lado, dentro del segmento de centros comerciales, destaca la apertura en el mes de noviembre del año 2005 del centro comercial Paseo El Hatillo Lagunita, con un área de 22.000 m<sup>2</sup> para arrendamiento, estimándose que este centro comercial alcance el 100% de su capacidad de generación de ingresos (700 mil dólares mensuales) para inicios del año 2007.

Dentro de su estrategia de diversificación geográfica (*Ver Estrategia y Posición Competitiva*) el FVI está actualmente evaluando la adquisición de centros comerciales fuera de Venezuela.

Para los primeros 11MAF06 la empresa concretó la venta de activos por cerca de 35.000 millones de bolívares, destacando la Torre Alcatel y poco más de 3.000 m<sup>2</sup> de la Torre 3M, los cuales fueron destinados a la cancelación de deuda financiera de corto plazo y financiar las inversiones en activos en desarrollo.

#### ▪ **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. Para el cierre del AF05 la empresa contaba con un portafolio de clientes relativamente concentrado, compuesto por empresas multinacionales y nacionales con un nivel de persistencia superior al 90% que le ha permitido lograr un porcentaje de ocupación de oficinas y espacios comerciales del 96% para el cierre de junio de 2005.

Luego de más de 10 años de historia el FVI ha incrementado sensiblemente su stock de inmuebles disponibles para arrendar y actualmente mantiene una estructura de propiedades diversificada en el área de oficinas y espacios comerciales, destacando el crecimiento de la participación de estos últimos dentro del portafolio de inmuebles para arrendar del FVI, la cual se incrementó desde 10% en el año 1999 hasta 39% al cierre del AF05. De esta forma, la estrategia del FVI se ha orientado a incrementar la participación de los comercios en su oferta de inmuebles para arrendar, considerando la creciente propensión del venezolano a visitar los centros comerciales. Asimismo, la empresa participa en el área de recreación al mantener el 50% del consorcio que posee la concesión de operación del sistema teleférico de Caracas y el Hotel Humboldt (denominado Parque Avila Mágica), la cual estima operar un casino a partir del año 2007 (*Ver Operaciones*).

Durante el año 2002 el FVI completó una reorganización de sus operaciones, concentrando en dos de sus subsidiarias el manejo y desarrollo de sus principales áreas de negocio. Así, se constituyó la empresa Latin American Office Properties (LOP), la cual agrupa todos los activos inmobiliarios destinados a la oferta de oficinas “premium” para la renta. Por su parte, la filial Inmuebles y Valores Caracas C.A. (INVACA) concentra todos los activos relacionados con la actividad de los centros comerciales y recreación y, por último, el FVI mantiene en su balance los activos destinados para la venta y el desarrollo de nuevos negocios.

Desde el punto de vista financiero, la estrategia de la empresa se ha enfocado la conversión en bolívares de su deuda financiera, aprovechando las menores tasas de interés en moneda nacional reflejo del control de cambios que impera en Venezuela desde el año 2003. Asimismo, FVI tiene como objetivo mantener importantes stocks de efectivo y equivalentes que respalden o soporten la cancelación de los pasivos financieros o, que financien una eventual adquisición de áreas de oficinas o comercios dentro de la zona de influencia de la empresa. Igualmente,

la empresa no prevé la contratación de nuevos endeudamientos financieros y estima invertir la actual estructura de su deuda de 70% bancaria y 30% en el mercado de capitales, a 70% en el mercado de capitales y el resto en el sistema bancario, en los próximos 24 meses. Por otro lado, los nuevos proyectos en el área de oficinas o comercios se financiarán a nivel de la subsidiaria o del desarrollo, donde el socio del proyecto asume su parte de la deuda adquirida.

Por otra parte, FVI se ha trazado como objetivo estratégico la diversificación geográfica de sus ingresos, específicamente en la región andina, planteándose como meta en cuatro años, la generación del 70% de sus ingresos fuera de Venezuela. Este proceso se está iniciando con la adquisición de centros comerciales fuera de Venezuela. (*Ver Operaciones*).

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 experiencia 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 en la inversión en activos con un alto potencial de revalorización. Así, el FVI es uno de los pocos oferentes de oficinas para arrendar que puede satisfacer la demanda de grandes empresas, las cuales normalmente exigen amplios espacios ubicados en inmuebles de primera categoría. Por su parte, y a pesar de la reciente incursión en el mercado de los 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. Adicionalmente, en medio

de la reforma del Impuesto al Valor Agregado completada en el año 2002, el cobro de alquileres de oficinas y espacios comerciales pasó a ser objeto de dicho impuesto, hasta ese momento exento de dicho tributo. La aplicación de una tasa impositiva (actualmente en 14%) al cobro de los cánones de arrendamiento ha significado una carga adicional para los inquilinos de tales espacios, siendo que la misma podría resultar en una reducción de la capacidad de pago de los mismos.

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 nuevas 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 (recientemente promulgada).

En el caso del FVI, en la actualidad la mayoría de sus cánones de arrendamiento habían sido 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 significativamente el margen operativo de la empresa. Se estima que se mantenga la tendencia creciente en la proporción de contratos denominados en moneda local.

Adicionalmente, los requerimientos de moneda extranjera por parte de la empresa para su operación comercial podrían considerarse bajos considerando 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>**

Al cierre del AF05 (culminado en junio de 2005) los ingresos estuvieron favorecidos por las ventas de inmuebles y el aumento de los arrendamientos por la elevada ocupación del Centro Comercial El Tolón, lo cual resultó en un incremento de 112% en los ingresos totales, respecto al AF04. Por su parte, la venta de inmuebles implicó el incremento de la utilidad bruta a niveles de 56.357 millones de bolívares, aunque el aumento de los gastos de operación asociado a las mayores ventas redujo el margen bruto hasta 38%. Ello compensó la dilución de los gastos de venta y administración frente a los mayores ingresos, reflejándose en un decrecimiento del margen operativo hasta 23%, con lo cual, la utilidad operativa antes de depreciación y amortización EBITDA también registró un descenso en el AF05, para ubicarse en 35%. Por su parte, el aumento de los pasivos monetarios se reflejó en un aumento de la ganancia monetaria aunada al mantenimiento de un importante stock de activos fijos, compensó parcialmente los mayores gastos financieros netos, incrementando ligeramente el costo integral de financiamiento respecto al AF04. Durante el AF05, la mayor utilidad operativa y la reducción de los otros egresos permitieron la obtención de una utilidad neta de 10.616 millones de bolívares con una rentabilidad patrimonial ROAE de 2%, la cual compara favorablemente con la pérdida registrada en AF04.

El descenso de la deuda de corto plazo, aunado por el aumento del efectivo e inversiones temporales y la ampliación del plazo de maduración de pasivos bancarios a corto plazo, determinaron una mejora en las relaciones de liquidez con relación al AF04. Así, a junio de 2005, la relación de activo circulante a pasivo circulante se elevó hasta en 1,8 veces, mientras que la de inversiones líquidas a deuda financiera de corto plazo alcanzó 1,6 veces. Es importante destacar que aún si se excluyen las inversiones que se encuentran garantizando préstamos a largo plazo de los índices anteriores, esta relación sigue siendo adecuada.

Las relaciones de cobertura de intereses y deuda fueron favorecidas por el aumento del EBITDA. Así, para el ejercicio culminado en junio de 2005, la relación de EBITDA a gastos financieros se incrementó hasta 1,2 veces, mientras que la relación de deuda total ajustada a EBITDA disminuyó hasta 6,7 veces, relación superior al promedio de otras empresas pero mitigada por el efecto de las cuantiosas existencias de inversiones líquidas que

<sup>1</sup> Cifras expresadas en bolívares constantes de mayo de 2006.

permiten cubrir en forma importante sus compromisos financieros de corto plazo.

▪ **Eventos Financieros Recientes<sup>1</sup>**

Para los primeros 11MAF06 (culminado en mayo de 2006) el comportamiento de los ingresos estuvo influenciado por las menores ventas de inmuebles que no pudieron ser compensados por el aumento de los arrendamientos por la incorporación del centro comercial Paseo El Hatillo Lagunita. Lo anterior resultó en un descenso de 20% en los ingresos totales con relación al mismo período del AF05, destacando la mayor participación de los arrendamientos dentro de los ingresos respecto al AF05 para alcanzar un 44%. Esto último favoreció a la utilidad en operaciones antes de depreciación y amortización, cuyo margen se elevó a 40% (35% para el AF05). Por su parte, a pesar del aumento de la utilidad en operaciones con relación al mismo período del año anterior, el descenso de los pasivos monetarios se reflejó en una caída de la ganancia monetaria que aunada al mantenimiento de un importante stock de

activos fijos, resultó en una menor utilidad neta, con un indicador ROAE de 0,2%.

La cancelación de pasivos financieros determinó la mejora de la relación de activo circulante a pasivo circulante que alcanzó 3 veces, mientras que la de inversiones líquidas a deuda financiera de corto plazo alcanzó 2,6 veces. Es importante destacar que aún si se excluyen las inversiones que se encuentran garantizando préstamos a largo plazo de los índices anteriores, esta relación sigue siendo conservadora.

El aumento del EBITDA incidió en la mejora de la relación de cobertura de intereses. Para el período de 11 meses culminado en mayo de 2006, la relación de EBITDA a gastos financieros se incrementó hasta 1,3 veces. No obstante, la relación de deuda total ajustada a EBITDA se incrementó hasta 7,2 veces, relación superior al promedio de otras empresas pero mitigada por el efecto de las cuantiosas existencias de inversiones líquidas que permiten cubrir en forma importante sus compromisos financieros de corto plazo.

# FitchRatings

## Corporativo América Latina

### Resumen Financiero - Fondo de Valores Inmobiliarios S.A.C.A. y Filiales

(Cifras consolidadas expresadas en millones de bolívares constantes de mayo de 2006)

Tipo de Cambio VEB/USD a final del Período	2.150,00	2.150,00	1.920,00	1.920,00	1.600,00	1.352,75	718,75	682,00
Meses	11 May-06	12 Jun-05	11 May-05	12 Jun-04	12 Jun-03	12 Jun-02	12 Jun-01	12 Jun-00
<b>Indicadores Financieros</b>								
EBITDA/Gastos Financieros	1,25	1,18	1,12	0,77	0,88	0,74	1,44	1,77
(EBITDA-Inv. En Act. Fijo)/Gastos Financieros	0,91	0,74	1,07	0,15	0,54	0,57	1,04	1,15
Deuda Total Ajustada/EBITDA	7,20	6,68	7,50	12,02	8,79	7,98	6,58	6,46
Deuda Neta Ajustada/EBITDA	3,58	3,14	2,42	7,59	5,13	6,09	5,13	3,53
Deuda Total Ajustada/Capitalización	45,6%	48,8%	53,2%	47,6%	33,6%	44,5%	32,2%	22,0%
<b>Estado de Resultados</b>								
Ventas	112.607	148.114	141.544	69.731	97.730	63.061	50.066	34.054
Cambio (%)	-20,4%	112,4%	121,4%	-28,6%	55,0%	26,0%	47,0%	-44,2%
EBITDA	45.023	51.132	44.914	28.815	25.925	35.667	28.496	18.475
Margen EBITDA	40,0%	34,5%	31,7%	41,3%	26,5%	56,6%	56,9%	54,3%
Depreciación y Amortización	11.434	17.798	14.083	8.909	8.972	8.107	7.461	6.277
EBIT	33.589	33.334	30.831	19.906	16.952	27.559	21.036	12.198
Gastos Financieros	35.878	43.252	39.982	37.638	29.561	48.037	19.823	10.454
Costo Financiero Implícito (%)	12,5%	15,0%	15,3%	12,3%	11,6%	20,3%	12,9%	7,9%
Utilidad Neta	1.142	10.616	9.115	-6.230	17.697	-61.045	4.715	-24.546
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	0,20%	1,66%	1,57%	-1,00%	3,17%	-13,08%	0,99%	-4,71%
Retorno sobre Activo Promedio*	0,15%	1,22%	1,14%	-0,74%	2,51%	-9,46%	0,81%	-4,14%
<b>Flujo de Caja</b>								
Flujo de Caja Operativo	38.774	45.670	38.950	16.857	23.677	45.689	25.252	1.390
Variación en Capital de Trabajo	-80.355	13.360	-24.602	19.684	-18.749	-24.060	7.607	124.532
Flujo de Caja Operativo Neto	-41.581	59.031	14.348	36.541	4.929	21.629	32.860	125.922
Inversión en Activos Fijos	-12.492	-18.942	-2.096	-23.346	-9.855	-8.250	-7.834	-6.461
Otras Inversiones, netas	-8.552	23.271	62.294	-46.599	-9.569	-33.153	-40.350	-79.849
Variación Neta de Deuda	46.315	-76.280	-81.340	46.148	-93.200	-15.537	44.535	-42.063
Variación Neta de Patrimonio	-10.116	-4.393	-4.252	-25.721	82.209	-525	-32.891	-5.865
Otros financiamientos netos	11.308	25.403	24.965	20.284	35.334	36.059	11.550	-5.819
Variación Neta de Caja	-15.118	8.090	13.919	7.308	9.848	224	7.869	-14.134
Flujo de Caja Libre	-83.702	2.298	-21.767	-12.485	-32.240	-44.680	8.447	126.093
<b>Balance</b>								
Caja y Valores Líquidos	177.803	180.714	249.053	127.571	95.049	67.608	41.158	54.081
Cuentas por Cobrar	17.801	15.597	19.850	19.691	18.942	21.185	23.090	17.214
Activos Totales	877.261	855.987	878.149	826.968	724.447	686.977	604.253	561.959
Deuda a Corto Plazo	67.295	114.053	96.083	99.613	48.554	108.630	79.506	27.358
Deuda a Largo Plazo	286.391	157.440	167.220	206.289	175.197	176.014	107.961	91.936
Otras Deudas	0	69.982	104.369	40.356	4.214	0	0	0
Total Deuda Ajustada	353.687	341.476	367.672	346.257	227.965	284.644	187.467	119.294
Total Patrimonio	394.121	403.095	401.734	396.871	428.822	328.916	390.486	418.663
Intereses Minoritarios	27.925	25.343	25.667	25.142	26.868	26.231	4.897	4.621
Total Capital	775.733	699.931	690.704	727.914	679.441	639.791	582.851	542.577
<b>Liquidez</b>								
Deuda a Corto Plazo/Deuda Total	19%	42%	36%	33%	22%	38%	42%	23%
Caja y Valores Líquidos/Deuda a Corto Plazo	2,64x	1,58x	2,59x	1,28x	1,96x	0,62x	0,52x	1,98x
EBITDA*/(Deuda a Corto Plazo + Gastos Financieros*)	0,46x	0,33x	0,35x	0,21x	0,33x	0,23x	0,29x	0,49x
<b>Riesgo Cambiario</b>								
Posición en Moneda Extranjera Neta (MM de USD)	25,8	13,2	12,9	1,4	-6,7	-23,9	-17,9	-11,5
<b>Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al cierre de mayo de 2006)</b>								
Año	2006	2007	2008	>2008				
Vencimientos	6.216	36.963	11.550	199.871				

\* En caso que pertenezcan a períodos menores a un año, los índices se anualizaran con fines comparativos

## Características de la Emisión

---

<b>Emisor:</b>	Fondo de Valores Inmobiliarios S.A.C.A.
<b>Identificación de la Emisión:</b>	OQ-2006-III
<b>Tipo de Emisión:</b>	Obligaciones Quirografarias
<b>Monto:</b>	Hasta 30.000 millones de bolívares.
<b>Rendimiento:</b>	Fijada al momento de la emisión.
<b>Plazo:</b>	Cinco años.
<b>Riesgo:</b>	A3
<b>Categoría A</b>	Corresponde a aquellos instrumentos con una muy 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. Solo en casos extremos, pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado.
<b>Subcategoría A3</b>	Se tratan 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, solo 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.
<b>Periodicidad de Revisión:</b>	Este dictamen será revisado a los ciento ochenta días contados a partir del inicio de la oferta pública o cuando Fitch Venezuela S.A., tenga conocimientos de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.
<b>Uso de los Fondos:</b>	El 100% de los fondos que se obtengan de la colocación de la emisión serán destinados a contribuir a la readecuación de pasivos y en general tanto al mantenimiento de la estructura financiera de la empresa, así como la realización de actividades relativas a su objeto social.
<b>Autorización de la Emisión:</b>	La emisión fue aprobada en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas del día 11 de noviembre de 2005.
<b>Información Procesada:</b>	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Edos. Financieros consolidados del emisor para el período 1997-2006.</li><li>2. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa.</li><li>3. Reportes de FITCH Ratings Ltd.</li></ol>
<b>Sustento de la Calificación:</b>	Análisis Financiero del Fondo de Valores Inmobiliarios publicado en agosto de 2006.

---

---

**Agosto 2006**

"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."

[www.fitchvenezuela.com](http://www.fitchvenezuela.com)