

Corporativo/Venezuela
Análisis de Riesgo

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

Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
PC* 2002 I	A3	A2	Ene-2003
Obligaciones I	A3	NR	Nov-2003
Obligaciones II	A3	NR	Nov-2003

* – Papeles Comerciales

NR – No calificado anteriormente.

Analistas

Franklin Santarelli
(58 212) 286 32 32
franklin.santarelli@fitchvenezuela.com

Carlos Fiorillo
(58 212) 286 38 44
carlos.fiorillo@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, constituyéndose como uno de los principales oferentes de espacios para alquiler dentro de su área de influencia.

Fortalezas y Oportunidades

- Ingresos crecientes y relativamente estables
- Buenos niveles de liquidez y capitalización
- Adecuado perfil de vencimiento de su deuda
- Liderazgo dentro del mercado relevante

Debilidades y Amenazas

- Bajos niveles de rentabilidad y cobertura de deuda e intereses
- Ingresos relativamente concentrados
- Inestabilidad y deterioro del ambiente macroeconómico venezolano
- Restricciones derivadas del control de cambio

Fundamentos

Desde el momento de su constitución la empresa se ha concentrado en la oferta de inmuebles para satisfacer el mercado de arrendamiento de oficinas 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 AF03 (junio de 2003) 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 73% para el cierre de junio de 2003. Es importante destacar que la empresa ha circunscrito su oferta de inmuebles a edificaciones denominadas “premium” principalmente ubicadas dentro del denominado Centro Financiero Emergente en la ciudad de Caracas.

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 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 la empresa Equity International Properties, LTD (EIP); siendo que la empresa pasó a controlar el 37% del patrimonio. EIP una empresa miembro de Equity Group Investment, un conglomerado integrado por cuatro compañías dedicadas al manejo de inversiones en el mercado inmobiliario en USA y el resto del mundo.

Por su parte, la empresa recientemente completó un desarrollo comercial en la ciudad de Caracas (Centro Comercial El Tolón), el cual resultó en una significativa expansión de los espacios disponibles para arrendar a finales del año 2003 y paulatinamente reducirá la concentración de la cartera de clientes. Es importante destacar que dicho centro comercial inició sus operaciones con un grado de ocupación superior al 80% a mediados del mes de noviembre de 2003, siendo que se estima que el mismo se encuentra totalmente ocupado en el corto plazo.

A pesar de la caída en los niveles de actividad económica en los últimos años, la empresa ha logrado mantener el nivel de ocupación de sus propiedades, siendo que es importante destacar que dicho stock de inmuebles se ha incrementado de manera significativa. Tal comportamiento, explicado por la estrategia del FVI de mantener relaciones a largo plazo con empresas de primera línea, como también por actitud una proactiva en la comercialización, mitiga parcialmente los posibles efectos que sobre el nivel de ocupación de inmuebles ocasiona un ambiente macroeconómico inestable. Sin embargo, las limitaciones impuestas por el control de cambios (que afecta a todas las empresas dentro del país) imponen cierta rigideces en el manejo del flujo de caja de la empresa, el cual estaba originalmente denominado en moneda extranjera.

Noviembre 2003

“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

▪ 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, ésta empresa rescindió su participación en el FVI. Luego, 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.

Así pues, 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 2003 el FVI mantenía espacios disponibles para alquiler equivalentes a 65.152 m² de oficinas, 13.853 m² de espacios comerciales y 97.433 m² de otros espacios (principalmente estacionamientos). Es importante destacar que la mayoría de los espacios para oficinas se encuentran concentrados en 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 esta empresa pasó a controlar el 37% 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 más 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 combinados superiores a 25.000 millones de dólares al cierre de diciembre de 2002, siendo el mayor fondo de su estilo en ese país con un portafolio de 721 edificios con más de 11,5 millones de m² distribuidos en 30 áreas geográficas; b) Equity Residential Properties (ERP), dedicado a la compra y administración de propiedades multifamiliares en USA, con más 217.000 unidades ubicadas en 35 estados y activos superiores a 11.800 millones de dólares al cierre de diciembre de 2002; c) Manufactured Home Communities (MHC), propietario de más de 140 comunidades residenciales distribuidas en 20 estados de USA y activos superiores por 1.100 millones de dólares al cierre de diciembre de 2002 y d) Capital Trust Inc., un fondo de inversión especializado el mercado inmobiliario de uso

comercial en los Estado Unidos de Norteamérica, con más de 384 millones de dólares en activos al cierre de diciembre de 2002. Fitch Ratings asigna calificaciones de riesgo a dos de las filiales del grupo, EOP y ERP, las cuales se ubican en los niveles BBB+ y A- respectivamente, siendo que muestran 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 residencial de lujo, y así expandir su oferta de edificaciones disponibles tanto para la venta como para alquiler. Dentro de tales desarrollos destaca y con una inversión cercana a los 30 millones de dólares, el recientemente inaugurado Centro Comercial El Tolón ubicado en la ciudad de Caracas, con más de 26.000 m² de área comercial, de los cuales cerca de un 80% se encuentra actualmente ocupado.

▪ Estrategia

El FVI mantiene como estrategia de negocio la contratación de cánones de arrendamiento de largo plazo, denominados en dólares americanos¹ ajustables según el comportamiento de la inflación a nivel de minorista en USA, siendo además que la mayor parte de sus clientes son empresas de reconocida trayectoria. Para el cierre del AF03 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 74% para el cierre de junio de 2003.

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, todo esto junto a algunos inmuebles disponibles para la venta además de una participación en la concesión de operación del sistema teleférico de Caracas y el Hotel Humbolt (denominado Parque Avila Mágica). Es importante destacar que el mantenimiento de una adecuada capitalización, el manejo de recursos líquidos suficientes y de una estructura de deuda conservadora, le ha permitido adquirir una buena parte del stock de inmuebles bajo condiciones muy ventajosas en medio de un período de alta inestabilidad macroeconómica.

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 Latinamerican Office

¹ Debido a regulaciones inmobiliarias para edificaciones construidas antes del año 1987, los cánones de arrendamiento cobrados a los inquilinos del Edificio Mene Grande se mantienen controlados y deben ser pactados en bolívares.

Properties (LOP), la cual concentra todos los activos inmobiliarios destinados a la oferta de oficinas AAA 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.

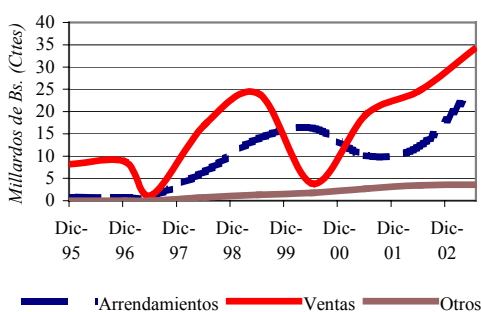
En respuesta a las necesidades del mercado, desde el año 2002 el FVI ha incorporado un nuevo tipo de inmueble dentro de su stock de áreas disponibles para arrendar, a través de la adquisición de agencias bancarias de instituciones financieras locales. Si bien tales inmuebles pueden ubicarse fuera del Centro Financiero Emergente, la existencia de contratos de largo plazo y la estabilidad propia de las operaciones de las agencias de las instituciones involucradas, reducen los riesgos derivados de la ampliación de su ámbito de operación. Al cierre de junio de 2003 el FVI contaba con más de 8.000 m² destinados a tales actividades y los ingresos provistos por tales operaciones de arrendamiento concentran aproximadamente el 13% del total.

Desde el año 1998 el FVI participa en el consorcio que maneja el Parque Avila Mágica en el Parque Nacional El Avila. Hasta la fecha el FVI ha realizado aportes a dicho consorcio por casi 13 millones de dólares, siendo que la operación del sistema teleférico de Caracas inició sus operaciones durante el AF02.

Operaciones

Los ingresos del FVI están constituidos principalmente por la venta de los inmuebles no medulares, los arrendamientos cobrados y en menor medida por el manejo de los espacios comerciales (condominios) y estacionamientos.

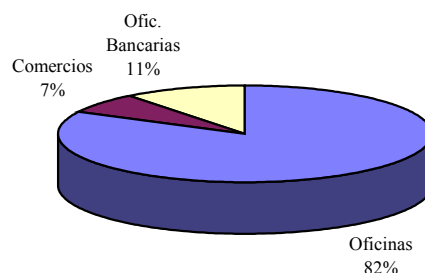
Distribución de los Ingresos según su origen



Mientras la cartera de inmuebles se ha incrementado y a su vez ha logrado algún grado de maduración, los ingresos por arrendamientos han ido incrementado su participación sobre el total, siendo que el stock de inmuebles disponibles para la venta se ha reducido y con ello su participación sobre el total de ingresos. Así, para el cierre del AF03, los ingresos por arrendamientos ya pasaron a representar el 40% del total, mientras que durante el período 1995-2002 tan solo eran un 32% del total. Es importante destacar que la venta de inmuebles ha estado motivada por la estrategia

de la gerencia de concentrarse en la oferta de oficinas “premium”, con lo cual debieron desincorporarse algunas edificaciones que no cumplían con dichas características, siendo que tales ventas tenderán a reducirse en el tiempo, una vez se haya completado la depuración del inventario de inmuebles manejados.

Distribución de los activos para arrendar (Junio de 2003)



Nota: Excluye estacionamientos y depósitos

Los espacios de oficinas representan el activo que proporciona la mayor contribución individual a los ingresos por alquiler del FVI, siendo que al cierre del AF03 estos eran 81% de los ingresos por arrendamientos. Tales arrendamientos están distribuidos mayoritariamente en empresas nacionales y transnacionales de reconocida solvencia y estabilidad donde los primeros 20 clientes representaban el 90% de dichos ingresos. Es importante destacar que la mayoría de los contratos de arrendamientos son pactados a mediano y largo plazo, mientras que existen diversas cláusulas contractuales que protegen al FVI ante eventuales cancelaciones anticipadas de los contratos. Al cierre de junio de 2003 el FVI manejaba 9 edificaciones con un espacio de oficinas disponible para arrendar de 65.152 m², de los cuales 46.079 m² se encuentran ocupados (71%).

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 y también en espacios dedicados a agencias bancarias. Al cierre de junio de 2003 el FVI contaba con un inventario de locales comerciales para arrendar de 13.853 m² (incluyendo oficinas bancarias) de los cuales un 87% se encontraba ocupado. Es importante destacar que una porción importante de los espacios comerciales manejados se encuentran concentrados en el Centro Comercial San Ignacio (16% del total), uno de los centros comerciales de mayores dimensiones en la ciudad. Es importante destacar que si bien el FVI no cuenta con la propiedad de la mayoría del Centro Comercial, desde el año 2001 logró el control de la administración del mismo, lo cual le ha permitido relanzar la edificación y elevar significativamente el flujo de consumidores.

Por su parte y como parte de la estrategia de expansión en el área comercial, el FVI concluyó 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 26.000 m² de espacios disponibles para alquiler, requirió una inversión por parte del fondo de casi 30 millones de dólares. Al momento de su apertura a mediados del mes de noviembre de 2003, la empresa había pre-comercializado los espacios a través de la figura de “pagos adelantados” los cuales se amortizarán a través de una reducción del canon de arrendamiento en un período de 48 meses. A la fecha, cerca de un 80% del centro comercial se encuentra ya contratado, mientras que el resto se encuentra en proceso de contratación o negociación. La puesta en marcha del Centro Comercial Tolón no solo incrementará sensiblemente los ingresos por arrendamientos de la empresa, sino que también contribuirá con la diversificación de ingresos, debido a la naturaleza comercial de la edificación.

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 Humbolt. 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 2003 tales instalaciones registran un promedio de 27.052 visitantes mensuales. Actualmente el consorcio adelanta las gestiones para la apertura de un casino en las instalaciones del Hotel Humbolt, 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. Para ello se ha contratado a un operador internacional que se encargará del manejo especializado del casino, siendo que el FVI estima participar en los ingresos derivados de dicha actividad a través de un esquema de remuneración fija y variable. Hasta la fecha la inversión en el sistema y el hotel se registra bajo el método de participación patrimonial, siendo que el financiamiento necesario ha sido aportado por los socios.

▪ **Posición Competitiva**

La inestabilidad económica en Venezuela ha derivado en un mercado inmobiliario con una oferta insuficiente y fragmentada en los últimos años. La escasez de oportunidades de financiamiento a largo plazo, el alto costo de la deuda y las constantes caídas en el nivel de actividad económica han limitado un crecimiento de la oferta cónsono con el nivel de la demanda. Desde el año 1996 se han incorporado diversas soluciones inmobiliarias para atender el mercado de oficinas y espacios comerciales, aunque las mismas no han sido suficientes para enfrentar la demanda.

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 en la inversión en activos con un alto potencial de revalorización. Así, el FVI uno de los pocos oferente 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 logrado competir con otras empresas dedicadas al manejo de centros comerciales, así como también con la oferta atomizada que representan los centros comerciales comercializados 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 de 16% 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 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 larga 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 futura aplicación de la Ley de Delito cambiario (en proceso de discusión).

En el caso del FVI la mayoría de sus cánones de arrendamiento habían sido fijados en moneda extranjera y los mismos ahora deberán ser cobrados en bolívares utilizando como base de conversión el tipo de cambio oficial. Si bien los requerimientos de moneda extranjera por parte de la empresa para su operación comercial podrían considerarse bajos, la existencia de préstamos bancarios denominados en moneda extranjera por 25 millones impone rigideces en el manejo financiero de la empresa en medio de un control de cambios. Por su parte, el incremento esperado en el nivel de sobrevaluación de la tasa oficial de la moneda, en medio de un ambiente de mayor inflación, podría reducir el margen operativo de la empresa. 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 por casi 18 millones de dólares; c) su reciente participación en la colocación de bonos de deuda emitidos por el Gobierno Central denominados en dólares pero pagaderos en Bolívares por un monto equivalente de 9,6 millones de dólares, los cuales podrían ser 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 Financiero²

Durante el AF03 (culminado el 31 de junio de 2003) continuó la maduración de la cartera de inmuebles del FVI lo que derivó en un incremento de los ingresos por arrendamiento de 106%, en parte como resultado del efecto de la devaluación sobre los arrendamientos cobrados y el cobro anticipado de algunos alquileres de la Torre Shell por un espacio de dos años. Por su parte, la venta de Edificio Miranda (Cohete) y otros inmuebles, resultaron en un incremento de 37% en los ingresos por venta. La mayor

utilización de las áreas de estacionamiento permitió un aumento de 4% de los otros ingresos. En términos agregados los ingresos del FVI alcanzaron 64.753 millones de bolívares, mayores en 55% con relación a los registrados durante el AF01.

La pérdida contable derivada de la venta del Edificio Miranda (en relación a su valor en libros reexpresados) resultó en una reducción de la utilidad bruta hasta 22.609 millones de bolívares, mientras que el margen bruto disminuyó hasta 35%. De igual forma, las presiones inflacionarias internas y algunos gastos incurridos en el relanzamiento del Centro Comercial San Ignacio, derivaron en un aumento de 24% en los gastos de administración y ventas, los cuales resultaron en una reducción del margen operativo hasta 17%; el más bajo en los últimos cinco años. Por su parte, la menor deuda financiera, el aumento del efectivo y la mayor participación de la deuda denominada en moneda extranjera, lograron más que compensar el aumento de las tasas de interés a nivel nacional, con lo cual los gastos financieros registraron una reducción de 38% con respecto a los registrados durante el año anterior, lo que aunado a la reducción de la pérdida cambiaria y el mantenimiento de la ganancia monetaria resultaron en un beneficio neto por financiamiento de poco más de 2.000 millones de bolívares. Así, la reducción del costo integral de financiamiento y de los otros gastos no operativos más que compensaron la reducción de la utilidad operativa, resultando en un aumento de la utilidad neta hasta 11.726 millones de bolívares.

El aumento de capital y la amortización de una significativa porción de la deuda financiera de corto plazo lograron una mejora en las relaciones de liquidez. Así, para junio de 2003 la relación de activo circulante a pasivo circulante se elevó hasta 2,9 veces mientras que para el cierre del AF01 la misma se ubicaba en 1,1 veces. Por su parte, las inversiones en valores y el efectivo cubrían en casi 3 veces la deuda financiera de corto plazo, relación que se ubica muy por arriba de la media de las empresas calificadas, siendo que la deuda financiera de corto plazo solo representa un 22% de la deuda financiera total. Es importante destacar que la empresa mantiene dentro de sus activos líquidos algunas inversiones que se encuentran garantizando una porción minoritaria de las obligaciones de largo plazo de la empresa. Sin embargo, aún si se excluyera el efecto de dichas inversiones, las relaciones de liquidez se mantendrían muy por encima del promedio de su categoría de calificación.

La reducción más que proporcional de los gastos financieros y de la deuda financiera de corto plazo con relación al EBITDA permitieron una mejora de su cobertura. Al cierre de junio de 2003 la relación EBITDA a gastos financieros se elevó hasta 0,9 veces mientras que la cobertura de deuda financiera de corto plazo y deuda financiera total alcanzaron 0,6 y 0,1 veces respectivamente.

Históricamente la empresa ha mantenido un nivel de apalancamiento moderado favorecido por las suscripciones de acciones efectuadas en 1996, 1997 y recientemente en

² Cifras reexpresadas en bolívares constantes de agosto de 2003.

2002. Así, el aumento de capital suscrito por EOP y la reducción de la deuda financiera contribuyeron con una mejora de la relación de pasivo total a patrimonio hasta 0,7 veces al cierre de junio de 2003.

▪ **Eventos Financieros Recientes²**

Al cierre de los primeros 2MAF04 (culminado en agosto de 2003) estuvieron afectados por una caída en las ventas de inmuebles (-73%), las cuales estuvieron acompañadas de una reducción en los ingresos por alquiler (-12%) como consecuencia de una pequeña reducción en el nivel de ocupación de las edificaciones, situación normal en el proceso de cancelación y renovación de los espacios inmobiliarios manejados por la empresa. Por su parte, la reducción de los gastos de operación principalmente por efecto de la caída en el costo de venta de los inmuebles vendidos, permitió mantener la utilidad bruta en niveles cercanos a los 4.000 millones de bolívares mientras que el margen bruto se elevó hasta 59%. Tal mejora del margen bruto y el control de los gastos de administración y ventas, derivó en una mejora de la utilidad operativa hasta 1.934 millones de bolívares mientras que el margen operativo se elevó hasta 31%. Por su parte, el aumento de la deuda financiera promedio (en parte compensado por el mayor nivel de activos líquidos) se reflejó en un aumento de los gastos financieros, los cuales no pudieron ser compensados por la ganancia monetaria derivada del mantenimiento de un importante stock de activos fijos, lo que junto a la caída de las ganancias cambiarias derivada de la aplicación del control de cambios, más que compensaron la utilidad operativa resultando en una pérdida neta de casi 750 millones de bolívares, la cual contrasta negativamente con la utilidad registrada en el período pasado. Según opinión de la gerencia, el aumento esperado de los ingresos por arrendamiento producto del inicio de las operaciones del Centro Comercial Tolón permitirán lograr una mejora de la rentabilidad de la empresa.

El incremento de la deuda de corto plazo se reflejó en una reducción de las relaciones de liquidez, aunque las mismas aún se ubican en niveles superiores a los registrados por otras empresas ubicadas en la misma categoría de calificación. Así, al cierre de agosto de 2003, la relación de activo circulante a pasivo circulante se redujo hasta 2,3 veces mientras que la de inversiones líquidas a deuda financiera de corto plazo se ubicó en 1,9 veces. Es importante destacar que aún si consideramos el efecto de las inversiones que se encuentran garantizando préstamos a largo plazo antes mencionada, dichas relaciones tan sólo se reducen hasta 2,1 veces y 1,6 veces, relaciones aún conservadoras.

Las relaciones de cobertura de intereses y deuda fueron afectadas negativamente por el aumento de la deuda de corto plazo y su efecto en gastos financieros. Así, para el período de 2 meses culminado en agosto de 2003, la relación de EBITDA a gastos financieros se redujo hasta 0,7 veces mientras que las relaciones de EBITDA a deuda de corto plazo y EBITDA a deuda financiera total disminuyeron hasta 0,35 y 0,11 veces, relaciones inferiores

al promedio de otras empresas pero mitigadas por el efecto de las cuantiosas existencias de inversiones líquidas que permiten más que cubrir sus compromisos financieros de corto plazo.

▪ **Obligaciones Garantizadas**

Como parte de la estrategia de la gerencia de mejorar su perfil financiero, la empresa ha considerado diversas opciones para reducir aún más el peso de la deuda financiera de corto plazo y así adecuar su perfil de vencimientos con el período normal de maduración de sus activos además de reducir su exposición cambiaria.

Así, la empresa se encuentra en proceso de colocación de una emisión de obligaciones quirografarias por un monto total de 30.000 millones de bolívares, a través de dos emisiones por la cantidad de 15.000 millones de bolívares: una con un vencimiento de 2 años y otra con 3 años. Cada una de las emisiones contará con una garantía parcial denominada en moneda extranjera emitida por una institución financiera de primera línea domiciliada fuera de Venezuela. Dichas garantías consisten en cartas de crédito de garantía irrevocable por 2,7 millones de dólares (para el caso de la emisión con vencimiento de dos años) y 2,3 millones de dólares (para el caso de la emisión con vencimiento de tres años), emitidas por una subsidiaria del American Express Bank LTD, entidad financiera norteamericana que maneja activos superiores a los 159 millardos de dólares y un patrimonio de 14,5 millardos, cuyas calificaciones de riesgo fueron ratificadas el 03 de octubre de 2003 por parte de Fitch Ratings en el nivel de F-1 para el corto plazo y A+ para el largo plazo, siendo que ambas denotan una alta calidad crediticia.

Es importante destacar que dichas garantías se encuentran denominadas en moneda extranjera mientras que la deuda que respaldan se encuentra emitida en moneda local con lo cual, cualquier devaluación del tipo de cambio durante el período de vigencia de la emisión, representaría una mejora crediticia para los tenedores de títulos, pues tales emisiones gozarían de un mayor nivel de cobertura por parte del garante, al punto que dependiendo de la magnitud de la devaluación ocurrida durante la vigencia del instrumento, este evento podría significar una mejora importante en la calidad crediticia de las obligaciones emitidas por el FVI calificadas en este momento en la categoría A3.

A lo largo de la historia venezolana, el tipo de cambio ha mantenido una tendencia sostenida al alza mientras que la reevaluación de la moneda ha ocurrido en forma puntual y no sostenida. Considerando el tipo de cambio oficial vigente de 1.600 bolívares por dólar, las garantías en cuestión cubren en 29% y 25% de los montos de cada una de las emisiones para 2 y 3 años respectivamente; sin embargo, basado en el hecho que en los últimos 15 años el promedio móvil de la devaluación de la moneda en períodos de 2 y 3 años ha alcanzado 72% y 130% respectivamente, la cobertura de tales garantías por efecto devaluación podrían aumentar hasta 48% y 56% del capital de las emisiones de 2 y 3 años respectivamente.

De acuerdo con lo especificado en el prospecto de las emisiones de obligaciones garantizadas, dentro de los 60 días anteriores al vencimiento de la primera serie de las emisiones, el FVI podrá reemplazar las cartas de crédito por una fianza bancaria en bolívares, lo cual en opinión de Fitch Venezuela no tendría porque representar una desmejora de la suficiencia de la garantía por tratarse de un instrumento de largo plazo, donde el mayor beneficio de cobertura por efecto devaluación seguramente se sucederá previo al período de sustitución de dicha garantía y el contravalor del monto en bolívares en función de las condiciones de convertibilidad de la moneda que aplicarían

en caso de sustitución, se consideran razonables para el inversionista.

Finalmente, vale mencionar que las emisiones de obligaciones garantizadas a 2 y 3 años establecen la domiciliación de pagos de facturas correspondientes a contratos de arrendamientos de inmuebles destinados a comercios u oficinas que son propiedad FVI, en una cuenta concentradora para que dichos fondos sean utilizados para el pago de intereses, manteniendo un manejo discrecional de dichos fondos por parte del emisor.

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

(Cifras consolidadas expresadas en millones de bolívares constantes de agosto de 2003)

Tipo de Cambio VEB/USD a final del Período	1.600,00	1.600,00	1.352,75	718,75	682,00	606,00
Meses	2	12	12	12	12	12
	Ago-03	Jun-03	Jun-02	Jun-01	Jun-00	Jun-99
Indicadores Financieros						
EBITDA/Gastos Financieros	0,74x	0,88x	0,74x	1,44x	1,77x	3,17x
EBITDA*/Deuda de Corto Plazo	0,35x	0,54x	0,33x	0,36x	0,68x	0,31x
EBITDA*/Deuda Financiera Total	0,11x	0,12x	0,13x	0,15x	0,15x	0,22x
EBITDA*/Deuda Financiera Neta de Corto Plazo	-0,38x	-0,39x	0,87x	0,74x	-0,69x	-0,40x
Pasivo/Patrimonio	0,79x	0,69x	1,09x	0,55x	0,34x	0,39x
Resultados						
Ventas Netas	6.336	64.753	41.782	33.172	22.563	40.458
% de Cambio	-41%	55%	26%	47%	-44%	60%
EBITDA	2.992	17.252	23.632	18.881	12.241	21.297
Margen EBITDA	47%	27%	57%	57%	54%	53%
Depreciación y Amortización	1.058	6.020	5.372	4.943	4.159	3.305
EBIT	1.934	11.232	18.260	13.938	8.082	17.992
Gastos Financieros	4.043	19.586	31.828	13.134	6.926	6.725
Costo de Financiamiento Estimado	15,3%	11,7%	20,3%	12,9%	7,9%	7,8%
Pérdida Cambiaria	0	1.820	42.853	2.528	4.060	2.273
Ganancia Monetaria	1.647	23.412	23.892	7.653	(3.856)	12.947
Utilidad Neta	(749)	11.726	(40.452)	3.124	(16.264)	7.625
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	-1,2%	3,2%	-13,1%	1,0%	-4,7%	2,2%
Retorno sobre Activo Promedio*	-0,9%	2,5%	-9,5%	0,8%	-4,1%	1,9%
Flujo de Caja						
Efectivo Neto Provisto por las Actividades Oper.	993	58.503	(35.340)	578	(5.838)	3.293
Efectivo neto (Usado) Provisto por las Act. de Inv.	(20.020)	(42.615)	(28.549)	(29.381)	(50.312)	66.140
Efectivo neto (Usado) Provisto por las Act. de Financ.	24.603	(20.774)	64.039	23.381	(20.769)	10.553
Flujo de Efectivo Neto	5.576	(4.886)	150	(5.423)	(76.918)	79.987
Balance						
Efectivo e Inversiones en Valores	98.655	76.685	44.795	27.270	35.833	119.114
Cuentas por Cobrar	22.450	19.366	22.161	15.299	11.405	10.732
Activo Total	506.516	480.000	455.173	400.362	372.340	413.431
Deuda Financiera de Corto Plazo	51.407	32.171	71.976	52.678	18.126	69.514
Cuentas y Gastos por Pagar	13.639	11.493	18.424	3.847	3.312	2.040
Deuda Financiera de Largo Plazo	119.139	113.701	116.622	71.532	60.915	26.410
Pasivo Total e Intereses Minoritarios	223.138	195.873	237.242	141.636	94.944	115.887
Patrimonio Total	283.378	284.126	217.931	258.726	277.395	297.545
Liquidez						
Deuda Corto Plazo/Deuda Financiera Total	30%	22%	38%	42%	23%	72%
Efectivo e Inv. en Valores/Deuda Corto Plazo	1,92x	2,38x	0,62x	0,52x	1,98x	1,71x
EBITDA*/(Deuda Corto Plazo + Gastos Financieros*)	0,24x	0,33x	0,23x	0,29x	0,49x	0,28x
Activo Circulante/Pasivo Circulante	2,32x	2,85x	1,12x	1,05x	2,81x	2,05x
Riesgo Cambiario						
Posición en Moneda Extranjera Neta (MM de USD)	4,2	-6,7	-23,9	-17,9	-11,5	26,8
Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al 31 de Agosto de 2003)						
Año	2004	2005	2006	2007	> 2008	
Vencimientos	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	

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

Características de la Emisión

Emisor:	Fondo de Valores Inmobiliarios S.A.C.A.
Identificación de la Emisión:	OQ-2003-II
Tipo de Emisión:	Obligaciones Quirografarias
Monto:	Hasta 15.000 millones bolívares.
Rendimiento:	Fijada al momento de la emisión.
Plazo:	Tres años.
Riesgo:	A3
Categoría	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.
Subcategoría	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.
Periodicidad de Revisión:	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.
Uso de los Fondos:	Los fondos que se obtengan de la colocación de la emisión serán utilizados para contribuir a la adaptación del perfil de vencimientos de pasivos del emisor con sus planes operativos y de negocio, así como para reducir el costo de financiamiento.
Garantía Parcial de Capital:	Carta de garantía irrevocable emitida por American Express International Bank por 2,7 millones de dólares. Entidad bancaria organizada y constituida bajo las leyes del Estado de Nueva York, Estados Unidos de Norteamérica.
Autorización de la Emisión:	Emisión OQ-2003-II aprobada por la Asamblea Extraordinaria de Accionistas de fecha 11 de octubre de 2002 y en reunión de Junta Directiva del 3 de julio de 2003.
Información Procesada:	<ol style="list-style-type: none">1. Edos. Financieros consolidados del emisor para el período 1997-2003.2. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa.3. Reportes de FITCH Ratings Ltd.
Sustento de la Calificación:	Análisis Financiero del Fondo de Valores Inmobiliarios publicado en Noviembre de 2003.

Noviembre 2003

"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."

