

Resumen del Dictamen de Calificación de Papeles Comerciales hasta por la cantidad de 15 millones de dólares o su equivalente en bolívares

Tipo de Emisión:	Papeles Comerciales
Riesgo:	A2
Categoría A	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. Sólo en casos extremos pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado.
Subcategoría A2	Se trata de instrumentos con un mínimo riesgo de inversión. Su capacidad de pago, tanto del capital como de los intereses, es muy buena. Según la opinión del calificador, de producirse cambios predecibles en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría significativamente su riesgo.
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.
Emisor:	Fondo de Valores Inmobiliarios, S.A.C.A.
Monto de la Emisión:	Hasta 15 millones de dólares o su equivalente en bolívares.
Rendimiento de la Emisión:	Las respectivas tasas de interés y/o rendimiento efectivo generados por las primas, se determinaran en el momento de la colocación inicial de cada una de las series a emitirse y constaran en los títulos respectivos y en el aviso de prensa correspondiente.
Plazo de la Emisión:	Entre 15 y 360 días.
Uso de los Fondos:	Los fondos provenientes de la colocación de la presente emisión de papeles comerciales, serán destinados a financiar el capital de trabajo necesario para la construcción y remodelación de propiedades destinadas para el alquiler o la venta de terceros, reestructuración de pasivos a corto plazo, y en general se podrán destinar a la adquisición de nuevas oportunidades de inversión, que puedan presentarse acorde con el objeto principal del negocio.
Autorización de la Emisión:	Emisión 2002 aprobada en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas del día 10 de abril de 2001 y en sesión de Junta Directiva del día 9 de agosto de 2002.
Información Procesada:	<ol style="list-style-type: none"> 1. Edos. Financieros Consolidados Auditados del emisor: AF95, AF96, AF97, AF98, AF99; AF00; AF01 y AF02. 2. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa. 3. Reportes de Fitch Ratings Ltd.
Cifras Expresadas en:	Bolívares constantes del 30 de junio de 2002.

Fundamentos de la Calificación

Una vez considerados aspectos del emisor relacionados con la cobertura, estabilidad, solidez y competitividad, así como los factores de protección y la salud sectorial, FITCH Venezuela asigna la categoría A subcategoría A2, a la presente emisión de papeles comerciales.

La calificación esta soportada por los niveles de capitalización de la empresa, su posicionamiento de mercado, la experticia en el manejo del negocio, así como por los actuales niveles de liquidez con relación a sus compromisos financieros. Sin embargo, la misma se encuentra limitada por los bajos niveles de cobertura y rentabilidad, todo esto junto a los riesgos sectoriales asociados a un ambiente macroeconómico inestable, lo cual limita las posibilidades de nuevos negocios y el mantenimiento de la calidad de los negocios en curso.

FITCH Venezuela asigna la calificación A3 a las series emitidas tanto en bolívares como en moneda extranjera, siempre y cuando estas últimas no tengan convención especial de pago en moneda extranjera. Dicho nivel de riesgo incorpora el “*riesgo cambiario*” que pudiera afectar a las series emitidas en moneda extranjera pero no el “*riesgo de convertibilidad*” de la moneda que presentan aquellas series emitidas en moneda extranjera con convención especial de pago en otra moneda que no sea la de curso legal (artículo 115 de la Ley del Banco Central de Venezuela) siendo que, en caso de un control de cambio, aquellas series emitidas bajo esta modalidad podrían presentar retardo en el pago del capital y los intereses, dada la posible incapacidad del emisor de disponer de recursos en moneda extranjera por efecto de restricciones en la convertibilidad de la moneda.

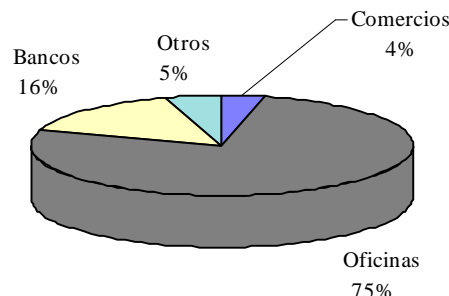
Operación

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 de la incorporación de IRSA, el FVI realiza en octubre de 1997 una oferta de acciones clase B equivalente a 100 millones de dólares en el mercado doméstico. 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 2002 el FVI mantenía espacios disponibles para alquiler equivalentes a 64.760 m² de oficinas, 16.198 m² de espacios comerciales y 3.934 m² de otros espacios disponibles para arrendar. 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.

Distribución de los activos para arrendar
(Junio de 2002)



Desde el AF00 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 2002 el FVI contaba con más de 13.000 m² destinados a tales actividades, siendo que los ingresos provistos por tales operaciones de arrendamiento concentran aproximadamente el 26% del total.

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 la mayor parte de sus clientes empresas de reconocida trayectoria. Para el cierre del AF01 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 76% para el cierre de junio de 2002.

A su vez, es importante destacar que 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 el Centro Comercial El Tolón ubicado en la ciudad de Caracas, con más de 26.000 m² de área comercial. Se estima que este desarrollo se incorporó al stock de activos generadores de renta del FVI durante el año 2003 al completarse una inversión de más de 14 millones de dólares desde el momento del inicio de su construcción en el año 2000.

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.

También el FVI participa en el consorcio que se adjudicó la concesión de operación del sistema teleférico de Caracas y el Hotel Humbolt, licitado por CORPOTURISMO durante el año 1998. Hasta la fecha el FVI ha realizado aportes a dicho consorcio por casi 7 millones de dólares, siendo que la operación del sistema teleférico de Caracas inició sus operaciones durante el AF02.

En abril de 2001 fue aprobada en Asamblea de Accionistas la asociación estratégica con Equity International Properties (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 con una capitalización de mercado combinada de 34.000 millones de dólares aproximadamente. El grupo está integrado por cuatro compañías: a) Equity Office Properties (EOP), dedicada al mercado de oficinas en USA, siendo el mayor fondo de su estilo en ese país con un portafolio de 767 edificios con más de 11 millones de m² distribuidos en 34 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 36 estados; c) Manufactured Home Communities (MHC), propietario de 145 comunidades residenciales distribuidas en 23 estados de USA y d) Capital Trust Inc., un fondo de inversión especializado en hipotecas inmobiliarias. Fitch Ratings asigna calificación 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.

Durante el año 2001 el FVI inició un agresivo plan de reorganización de sus operaciones en tres áreas de negocio a saber: a) Inversión, Operación y Gerencia de Centros Comerciales; b) Administración de Inmuebles y c) Administración de oficinas AAA; siendo que los activos se distribuyeron bajo tres subsidiarias según su ubicación dentro del nuevo modelo de negocios. Así, se constituyó la empresa Latinamerican Office 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) concentrará todos los activos relacionados con la actividad de los centros comerciales y recreación y por último el FVI mantendrá dentro de su balance los activos destinados para la venta y el desarrollo de nuevos negocios.

Durante el mes de agosto de 2002 la Junta Directiva del FVI con la intención de fortalecer la base patrimonial de la empresa, convocó un aumento de capital a través de la oferta pública de acciones por un monto total de 35 millones de dólares. Los fondos provenientes de tal emisión no solo se destinaron a la reducción de pasivos financieros, sino también al financiamiento de los desarrollos inmobiliarios que se encuentra inmersa la empresa. De igual forma, posterior al cierre del AF02, la empresa logró una facilidad con un banco local por casi 30 millones de dólares con vencimiento en agosto del año 2005, el cual se empleará para amortizar préstamos de corto plazo.

Ambas operaciones permitirán a la empresa no solo fortalecer su posición patrimonial sino que también resultaran en una mejora sustantiva de su perfil financiero, toda vez que las cargas

financieras de corto plazo de la empresa serán reducidas, contando además con una holgada posición de liquidez.

Finanzas

Los principales ingresos del FVI lo constituyen los arrendamientos y ventas de inmuebles. Durante el AF02 continuó la maduración de la cartera de inmuebles del FVI lo que derivó en un incremento de los ingresos por arrendamiento de 22%. Por su parte, la venta de inmuebles en la Torre Mene Grande y el Centro San Ignacio resultaron en un incremento de 28% en los ingresos por venta de inmuebles. La mayor utilización de las áreas de estacionamiento, junto a la incorporación nuevas áreas destinadas para tal fin permitieron un aumento de 27% en los otros ingresos. En términos agregados los ingresos del FVI alcanzaron 30.205 millones de bolívares, mayores en 26% con relación a los registrados durante el AF01.

Así la mayor utilización de los activos productivos, los mejores precios de los inmuebles vendidos y el control de los costos de operación permitieron una nueva mejora el margen bruto de la empresa, el cual se elevó hasta 66%, el más alto en los últimos cinco ejercicios fiscales. El proceso de reorganización de la empresa ocurrido en el AF02 y los mayores gastos de comercialización derivados de la introducción a principios del ejercicio de algunas áreas nuevas para comercialización y el relanzamiento del Centro Comercial San Ignacio, derivaron en un aumento de 32% en los gastos de administración y ventas, los cuales fueron compensados por los mayores ingresos. Así el aumento más que proporcional de los ingresos con relación a los gastos de administración y ventas permitieron un nuevo aumento del margen operativo hasta 44%, mientras que la utilidad operativa fue de 13.200 millones de bolívares, mayor en 31% con respecto al registrada el año anterior. Por su parte el incremento de las tasas de interés promedio, el mayor nivel de deuda y el efecto de la devaluación sobre la posición pasiva neta en moneda extranjera de la empresa resultaron en un aumento de 534% del costo integral de financiamiento hasta 36.716 millones de bolívares. El drástico aumento del costo integral de financiamiento y el registro de otros gastos no operativos por más de 4.000 millones de bolívares más que compensaron la mejora de la utilidad operativa, con lo cual el FVI registró una pérdida neta de 29.240 millones de bolívares durante el AF02.

A partir del AF00 las relaciones de liquidez fueron afectadas tanto por el incremento de la porción circulante de la deuda a largo plazo, la adquisición de nuevos activos para arrendar y también por el efecto de la devaluación sobre la deuda financiera denominada en dólares. Así para junio de 2002 la relación de activo circulante a pasivo circulante se ubicó en 1,05 veces mientras que para el cierre del AF00 la misma se ubicaba en 2,8 veces. La amortización estimada de la deuda financiera de corto plazo resultara en un aumento de la relación de activo circulante a hasta poco más de 2,5 veces, según estimaciones preliminares.

El aumento menos que proporcional del EBITDA con relación a los gastos financieros y la deuda financiera de corto plazo derivó en una reducción de su cobertura. Al cierre de junio de 2002 la relación EBITDA a gastos financieros se contrajo hasta 0,7 veces mientras que la cobertura de deuda financiera de corto plazo y deuda financiera total alcanzaron 0,3 y 0,1 veces respectivamente.

La amortización de deuda derivada el aumento de capital permitirá una mejora sustancial de tales relaciones de cobertura.

Históricamente la empresa ha mantenido un nivel de apalancamiento moderado favorecido por las suscripciones de acciones efectuadas en 1996 y 1997. El efecto de la devaluación sobre la deuda financiera y las adquisiciones de inmuebles

efectuadas durante los años 2000 y 2001 derivaron en un incremento de la relación de pasivo total a patrimonio hasta 1,09 veces, mientras que la misma se ubicaba en 0,3 veces al cierre del AF00. Al completarse el aumento de capital propuesto por 35 millones de dólares, tal indicador podría reducirse hasta casi la mitad (0,6 veces).

Fondo de Valores Inmobiliarios, S.A.C.A. y sus Filiales

(Expresado en MM de Bs. de junio de 2002)

	6MAF97 ^a	AF98	AF99	AF00	AF01	AF02
ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS						
Ventas de inmuebles	938	12.856	17.844	2.857	14.450	18.466
Arrendamientos	708	4.886	10.431	12.148	7.500	9.156
Servicios	0	547	972	1.306	2.031	2.583
Ingresos Totales	1.646	18.289	29.247	16.311	23.981	30.205
Costo de Ventas	1.680	7.705	12.076	6.553	8.904	10.394
<i>Utilidad Bruta</i>	-34	10.584	17.171	9.758	15.077	19.811
Gastos de Administración y Ventas	1.740	4.102	4.165	3.915	5.001	6.611
<i>Utilidad Operativa</i>	-1.774	6.481	13.006	5.843	10.076	13.200
Gastos de Financiamiento	-237	1.494	4.862	5.007	9.495	23.009
Pérdida Cambiaria	75	2.878	1.643	2.935	1.828	30.979
Ganancia Monetaria	1.240	1.362	9.359	-2.787	5.532	17.272
<i>Utilidad Después del Costo Integral de Financiamiento</i>	-373	3.470	15.861	-4.887	4.285	-23.516
Otros Ingresos (Egresos)	1.760	670	-7.056	-5.569	-693	-4.476
EBT	1.387	4.140	8.805	-10.456	3.592	-27.992
<i>Utilidad Neta</i>	1.084	2.837	5.512	-11.757	2.258	-29.243
BALANCE GENERAL						
Activo						
Efectivo	8.101	7.672	8.970	2.200	5.969	6.076
Inversiones en Valores	9.300	69.083	77.138	23.703	13.744	26.306
Renta Fija	100%	76%	91%	38%	36%	0%
Renta Variable	0%	24%	9%	62%	64%	100%
Cuentas por Cobrar	1.883	4.143	7.758	8.245	11.060	16.020
Inmuebles Destinados para la Venta	4.631	13.269	14.065	12.641	12.974	13.052
Otros Activos Circulantes	892	7.854	7.683	2.712	4.714	9.059
<i>Total Activo Circulante</i>	24.808	102.020	115.614	49.501	48.461	70.515
Inversiones Totales	130.823	166.374	164.778	202.654	222.454	237.085
Inmobiliarias para Arrendar	52.579	134.470	127.658	170.504	180.813	176.245
Inmobiliarias en Desarrollo	67.126	29.753	31.994	23.524	32.993	49.775
Otras Inversiones	11.117	2.151	5.126	8.625	8.648	11.065
Otros Activos	3.587	11.617	18.131	16.575	17.896	20.766
<i>Activo Total</i>	159.559	280.495	298.871	269.165	289.425	329.049
Pasivo						
Préstamos Bancarios y Porción Circulante de la DLP	2.350	32.946	39.307	13.104	22.539	39.032
Papeles Comerciales	0	0	7.827	0	15.542	13.000
Obligaciones Inmobiliarias	18.584	4.404	3.117	0	0	0
Gastos Acumulados por Pagar	280	364	484	1.180	1.113	2.617
Cuentas por Pagar	960	1.091	991	1.214	1.668	10.702
Otros Pasivos Circulantes	514	1.103	4.744	2.096	2.311	2.037
<i>Total Pasivo Circulante</i>	22.688	39.909	56.470	17.593	43.173	67.388
Deuda a Largo Plazo	29.162	22.374	19.092	44.035	51.711	84.307
Acumulaciones para Indemnizaciones	197	128	347	254	488	972
Otros Pasivos e Intereses Minoritarios	4.004	6.510	7.866	6.753	7.017	18.837
<i>Pasivo Total e Intereses Minoritarios</i>	56.050	68.921	83.775	68.636	102.390	171.504
Patrimonio						
Capital Social	52.400	80.005	81.044	82.805	80.725	73.883
<i>Patrimonio Total</i>	103.508	211.574	215.096	200.530	187.035	157.544
FLUJOS DE EFECTIVO						
EBITDA	-1.613	6.783	15.396	8.849	13.649	17.084
Efectivo Provisto por las Actividades Operacionales	25.045	-73.484	2.381	-4.220	417	-25.548
Efectivo Provisto por Actividades de Inversión	-49.113	-43.981	47.813	-36.371	-21.240	-20.638
Efectivo Provisto por Actividades de Financiamiento	17.546	117.036	7.629	-15.014	16.902	46.294
Flujo de Efectivo Neto	-6.521	-429	57.823	-55.605	-3.921	108
PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS						
Liquidez y Capital de Trabajo						
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1,09	2,56	2,05	2,81	1,12	1,05
Días de Cuentas por Cobrar	209	83	97	185	168	194
Días de Cuentas por Pagar	103	51	30	67	67	371
Cobertura						
EBITDA/Gastos Financieros		4,54	3,17	1,77	1,44	0,74
EBITDA [*] /Deuda Financiera	-0,06	0,11	0,22	0,15	0,15	0,13
EBITDA [*] /Deuda a Corto Plazo	-0,15	0,18	0,31	0,68	0,36	0,33
Rentabilidad						
Margen Bruto	-2,09%	57,87%	58,71%	59,83%	62,87%	65,59%
Margen Operativo	-107,78%	35,44%	44,47%	35,82%	42,02%	43,70%
Margen EBITDA	-98,00%	37,09%	52,64%	54,25%	56,92%	56,56%
Margen Neto	65,87%	15,51%	18,85%	-72,08%	9,42%	-96,82%
ROA [*]	1,36%	1,01%	1,84%	-4,37%	0,78%	-8,89%
ROE [*]	2,09%	1,34%	2,56%	-5,86%	1,21%	-18,56%
Apalancamiento						
Pasivo/Activo	0,35	0,25	0,28	0,25	0,35	0,52
Pasivo/Patrimonio	0,54	0,33	0,39	0,34	0,55	1,09
POSICIÓN EN MONEDA EXTRANJERA						
Posición en Moneda Extranjera Neta ¹	(1,8)	26,1	26,8	(11,5)	(17,9)	(23,9)

^a Período corto de 6 meses consecuencia del cambio del período del ejercicio fiscal.

¹ Millones de US\$.

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