

Resumen del Dictamen de Calificación de Papeles Comerciales hasta por la cantidad de Bs. 5.000.000.000,00

Tipo de Emisión:	Papeles Comerciales
Riesgo:	A3
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 A3	Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un muy bajo riesgo. Cuentan con una adecuada capacidad de pago, del capital e intereses, en los términos y plazos pactados. A juicio del calificador, sólo en casos extremos, eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, podrían incrementar levemente el riesgo del instrumento bajo consideración.
Periodicidad de Revisión:	Este dictamen será revisado a los ciento ochenta días contados a partir del inicio de la oferta pública o cuando Duff and Phelps de 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 Bs. 5.000,00 MM.
Rendimiento de la Emisión:	La tasa de interés y/o rendimiento efectivo que devengarán los títulos será determinada para cada serie y se indicarán en los avisos que se publiquen notificando el inicio de cada serie.
Plazo de la Emisión:	Entre 15 y 360 días.
Uso de los Fondos:	Los fondos netos provenientes de la presente emisión de papeles comerciales al portador serán utilizados para financiar el capital de trabajo necesario para la construcción o remodelación de propiedades para alquiler o venta que actualmente están siendo desarrolladas por el FVI.
Autorización de la Emisión:	Emisión 1998 aprobada en Asamblea de Accionistas del día 15 de octubre de 1996 y Junta Directiva del 14 de octubre de 1998.
Información Procesada:	<ol style="list-style-type: none">1. Edos. Financieros Consolidados del emisor: AF95, AF96, AF97, AF98 y los seis primeros meses del AF99.2. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa.3. Reportes de Duff and Phelps Credit Rating Co.
Cifras Expresadas en:	Bolívares constantes del 31 de diciembre de 1998.

Duff and Phelps de Venezuela S.A.

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, Duff and Phelps de Venezuela S.A. asigna la categoría A subcategoría A3, a esta emisión de papeles comerciales.

La calificación esta soportada por la sólida posición patrimonial de la empresa, su posicionamiento de mercado, la experticia de la gerencia y accionistas en el manejo del negocio, así como por los importantes actuales niveles de liquidez en relación con sus compromisos financieros. Sin embargo, la misma se encuentra limitada por riesgos sectoriales asociados a un ambiente macroeconómico adverso, lo cual limita las posibilidades de nuevos negocios y el mantenimiento de la calidad de los negocios en curso.

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 de oficinas y comercios para su arrendamiento. Durante 1994, debido a la intervención por parte del Estado de algunas de las instituciones financieras propietarias del FVI, aproximadamente un 80% de las acciones pasan a manos de la junta administradora del Banco Latino y a FOGADE y no es hasta el año 1996 cuando el Sr. Luis Emilio Velutini, principal promotor de la empresa desde su fundación, logra adquirir más del 82% de las acciones del FVI, a través de diversas subastas públicas convocadas por dichas entidades. 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).

IRSA es una empresa dedicada al negocio de bienes raíces con activos consolidados por más de 912 millones de dólares y un patrimonio de 547 millones de dólares. IRSA actualmente es considerada como la primera empresa de su país dedicada al negocio de alquiler, desarrollo y venta de inmuebles, constituyéndose en líder en el manejo de áreas como: centros comerciales, oficinas, desarrollos residenciales y recientemente en el área hotelera. Luego de la incorporación de IRSA, el FVI realiza en octubre de 1997 una oferta de acciones clase B equivalentes a 100 millones de dólares, la cual fue exitosamente colocada 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. Recientemente DCR Argentina le asignó a IRSA la calificación de riesgo a nivel local de AA- para una emisión bonos de mediano plazo y también de bonos convertibles.

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 del AF98 el FVI cuenta con 54.367 m² de oficinas, 15.912 m² de espacios comerciales, 1.643 m² de depósitos y más de 123.000 m² de estacionamiento en el área metropolitana de Caracas, y más específicamente en el denominado Centro Financiero Emergente, el cual cuenta con una serie de características que le permiten constituirse en el área de mayor demanda y estabilidad de la zona. En dicho *stock* de espacios inmobiliarios se encuentran las siguientes edificaciones: Centro Comercial San Ignacio, Torre Shell, Torre Provincial, Torre El Samán, Edificio Mene Grande, Torre Cohete y la Torre Europa. Durante el segundo trimestre del AF98 el FVI decidió iniciar la venta de los espacios comerciales ubicados en el Centro Comercial San Ignacio ya que algunas de las condiciones de los mismos no correspondían al perfil deseado por la empresa para su stock de inversiones para arrendar, el área estimada a vender alcanza los 2.812 m².

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 AF98 la empresa contaba con una cartera de clientes relativamente concentrada, compuesta por empresas multinacionales y nacionales tales como: Shell, Citibank, Mobil Exploration, Penzoil, 3Com, Deltaven, Lucent Technologies, Banco Federal, entre otros, logrando un porcentaje de ocupación de oficinas y espacios comerciales cercano al 90%.

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. También el FVI tiene la opción de participar en el consorcio que se adjudicó la concesión de operación del sistema teleférico de Caracas y el Hotel Humbolt, recientemente licitado por CORPOTURISMO.

Finanzas

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. A pesar de haberse logrado los ajustes necesarios en los cánones de arrendamiento el FVI ha decidido iniciar las gestiones para proceder a la venta de dichos inmuebles.

Duff and Phelps de Venezuela S.A.

Los principales ingresos del FVI lo constituyen el arrendamiento y venta de inmuebles. Para el AF98 los mismos se ubicaron en 10.606 millones de bolívares, equivalentes al 78,5% de los ingresos anualizados generados en el período corto de seis meses que culminó al cierre de junio de 1997 (6MAF97). A pesar de la contracción de los ingresos mencionada anteriormente, el margen bruto se elevó desde 16% en los 6MAF97 hasta 58% en el AF98, debido a una reducción de los ingresos provenientes de la venta de inmuebles vendidos (93,9% vs. 70,3%), por lo cual la utilidad bruta se incrementó hasta 6.138 millones de bolívares.

La utilidad bruta registrada en el AF98 revirtió el resultado operativo deficitario registrado en períodos anteriores, a pesar de un ligero incremento de la relación de gastos de administración y ventas y por lo cual la utilidad operativa alcanzó 3.594 millones de bolívares.

El aumento de la pérdida cambiaria y de los egresos financieros producto del crecimiento de los pasivos bancarios durante el AF98, fueron contrarrestados por el mayor nivel de utilidad operativa, con lo cual la utilidad neta se ubicó en 1.481 millones de bolívares, equivalentes al 117% del resultado anualizado obtenido en los 6MAF97. Sin embargo, este aumento en la utilidad frente a un nivel de activos y patrimonio mayores, se reflejó en una ligera reducción de las relaciones ROA y ROE las cuales se ubicaron en 0,9% y 1,21% respectivamente.

Durante los primeros 6MAF99 y como consecuencia del aumento en las ventas de inmuebles comerciales y del área arrendada en general, el FVI registró un aumento de 125% en los ingresos totales en relación a los alcanzados en el mismo período del AF98, alcanzando ingresos totales por 4.749 millones de bolívares. A su vez, el crecimiento menos que proporcional del costo de venta explicado por el aumento sustantivo en el nivel de ocupación de los inmuebles derivó en un aumento de 5 puntos porcentuales del margen bruto, el cual se ubicó en 56% al cierre de los 6MAF98. A su vez, el mayor nivel de ocupación de los inmuebles derivó en una reducción de 35% en los gastos de administración y ventas producto de los menores gastos de promoción, lo cual redundó en una utilidad operativa de 1.435 millones de bolívares que contrasta positivamente versus la pérdida registrada en el mismo período del año

anterior. El aumento de los egresos financieros y el aumento de otros egresos (principalmente por los gastos derivados por el servicio de asesoría) producto del mayor nivel de activos manejados, contrarrestaron en parte el efecto de una mayor utilidad operativa, resultando en una utilidad neta de 568 millones de bolívares, menor en 64% en relación a la registrada al cierre de diciembre de 1997 cuando se ubicó en 1.586 millones de bolívares.

Es importante destacar que la mayor parte de los otros gastos están afectados directamente por el Contrato de Asesoría celebrado con Velutini & Asociados, el cual estipula honorarios de acuerdo con el monto de los activos administrados reflejados en los estados financieros ajustados por inflación de la empresa y en algunos casos sobre su valor de mercado.

El aumento más que proporcional del efectivo y las inversiones temporales compensaron el crecimiento de los préstamos bancarios, con lo cual la relación de activo circulante a pasivo circulante se duplicó al cierre del AF98 al ubicarse en 2,56 veces. Sin embargo, al cierre de los 6MAF98 el índice de liquidez se redujo ligeramente hasta 2,14 veces, como consecuencia de un mayor nivel de endeudamiento bancario y la reducción de los niveles de efectivo. Este nivel sigue siendo conservador.

La relación de apalancamiento definida como pasivo total sobre patrimonio registró una reducción significativa, a partir de la oferta pública de acciones realizada a principios del AF98 y se ubicó en 0,33 veces al cierre de junio de 1998. Al cierre de los primeros 6MAF99 y como consecuencia del aumento en los préstamos bancarios frente al mantenimiento del patrimonio, el índice de apalancamiento se elevó hasta 0,37 veces, siendo esta todavía una relación satisfactoria.

La empresa presenta una baja exposición a variaciones en el tipo de cambio, toda vez que mantiene una posición activa neta en moneda extranjera y a su vez la mayoría de los ingresos por arrendamiento están denominados en dólares. Al cierre de junio de 1998 los activos en moneda extranjera excedían a los pasivos en 26 millones de dólares, mientras que para diciembre dicha relación se ubicaba en 23,3 millones de dólares.

Domingo Fontiveros

Julián Villalba

Carlos Fiorillo

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

(Expresado en MM de Bs. de diciembre de 1998)

	AF95	AF96	6MAF97 ^a	6MAF98	AF98	6MAF99
ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS						
Ventas de inmuebles	3.546	1.897	6.337	303	7.456	1.350
Arrendamientos	364	142	410	1.225	2.833	3.043
Servicios	0	0	0	580	317	357
Ingresos Totales	3.910	2.039	6.748	2.109	10.606	4.749
Costo de Ventas	7.321	3.310	5.683	1.035	4.468	2.113
	<i>Utilidad Bruta</i>	<i>-3.411</i>	<i>-1.271</i>	<i>1.065</i>	<i>1.074</i>	<i>2.636</i>
Gastos de Administración y Ventas	1.233	1.474	1.065	1.841	2.544	1.201
	<i>Utilidad Operativa</i>	<i>-4.643</i>	<i>-2.744</i>	<i>-1</i>	<i>3.594</i>	<i>1.435</i>
Gastos de Financiamiento	-141	-62	-137	298	867	1.290
Pérdida Cambiaria	-262	-28	44	417	1.669	811
Ganancia Monetaria	-227	-3.808	405	2.097	1.851	3.277
	<i>Utilidad Después del Costo Integral de Financiamiento</i>	<i>-4.467</i>	<i>-6.462</i>	<i>498</i>	<i>614</i>	<i>2.610</i>
Otros Ingresos (Egresos)	-1.384	-3.985	307	813	-672	-1.998
EBT	-5.851	-10.447	805	1.427	2.237	612
	<i>Utilidad Neta</i>	<i>-6.021</i>	<i>-10.448</i>	<i>629</i>	<i>1.481</i>	<i>568</i>
BALANCE GENERAL						
Activo						
Efectivo	2.747	8.480	4.698	5.989	4.449	1.568
Inversiones en Valores	0	14.190	5.394	36.539	40.064	46.242
Renta Fija	n.a	63,2%	100%	n.a	76,1%	78,0%
Renta Variable	n.a	37%	0%	n.a	24%	22,0%
Cuentas por Cobrar	735	1.472	1.092	1.206	2.403	2.903
Inmuebles Destinados para la Venta	5.735	3.438	2.686	8.153	7.695	7.986
Otros Activos Circulantes	2.795	1.327	517	1.658	4.555	4.599
	<i>Total Activo Circulante</i>	<i>12.012</i>	<i>28.907</i>	<i>14.387</i>	<i>59.165</i>	<i>63.297</i>
Inversiones Totales	10.713	48.293	75.869	91.751	96.486	97.341
Inmobiliarias para Arrendar	7.477	6.837	30.493	78.411	72.692	72.039
Inmobiliarias en Desarrollo	3.236	40.674	38.929	13.340	8.984	18.224
Otras Inversiones	0	783	6.447	0	14.810	7.077
Planta y Equipos Netos	902	117	198	214	280	221
Otros Activos	422	1.657	2.080	7.747	6.737	6.833
	<i>Activo Total</i>	<i>24.049</i>	<i>78.975</i>	<i>153.256</i>	<i>162.670</i>	<i>167.692</i>
Pasivo						
Préstamos Bancarios y Porción Circulante de la DLP	2.122	0	1.363	857	19.107	25.296
Obligaciones Inmobiliarias	0	18.877	10.778	4.680	2.554	2.197
Gastos Acumulados por Pagar	166	339	162	82	211	151
Cuentas por Pagar	1.301	154	557	2.412	633	1.056
Otros Pasivos Circulantes	450	128	298	413	640	857
	<i>Total Pasivo Circulante</i>	<i>4.040</i>	<i>19.498</i>	<i>13.157</i>	<i>23.144</i>	<i>29.557</i>
Deuda a Largo Plazo	0	0	16.912	14.576	12.976	11.937
Acumulaciones para Indemnizaciones	41	55	114	29	74	132
Otros Pasivos e Intereses Minoritarios	83	22	2.322	4.159	3.775	3.811
	<i>Pasivo Total e Intereses Minoritarios</i>	<i>4.165</i>	<i>19.575</i>	<i>32.506</i>	<i>39.970</i>	<i>45.438</i>
Patrimonio						
Capital Social	33.646	59.107	59.107	47.044	75.116	46.395
	<i>Patrimonio Total</i>	<i>19.885</i>	<i>59.400</i>	<i>60.028</i>	<i>122.700</i>	<i>122.254</i>
FLUJOS DE EFECTIVO						
EBITDA	-4314,71	-2617,93	92,74	-410,59	3769,26	2102,58
Efectivo Neto Provisto por las Actividades Operacionales	560	(4.385)	5.017	n.a	(7.946)	(974)
Efectivo Usado por Actividades de Inversión	(635)	(39.844)	(18.975)	n.a	(60.176)	(6.525)
Efectivo Provisto (Usado) por Actividades de Financiamiento	2.004	49.962	10.176	n.a	67.873	4.619
Flujo de Efectivo Neto	1.930	5.733	(3.782)	n.a	(249)	(2.881)
PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS						
Liquidez y Capital de Trabajo						
Activo Circulante/Pasivo Circulante	2,97	1,48	1,09	6,34	2,56	2,14
Días de Cuentas por Cobrar	69	263	30	104	83	112
Días de Cuentas por Pagar	64	17	18	419	51	90
Cobertura						
EBITDA/Gastos Financieros				-1,38	4,35	1,63
EBITDA [*] /Deuda Financiera	-2,03	-0,14	0,01	-0,04	0,11	0,11
EBITDA [*] /Deuda a Corto Plazo	-2,03	-0,14	0,02	-0,15	0,17	0,15
Rentabilidad						
Margen Bruto	-87,23%	-62,31%	15,78%	50,92%	57,87%	55,50%
Margen Operativo	-118,76%	-134,58%	-0,01%	-36,40%	33,89%	30,22%
Margen Neto	-154,00%	-512,37%	9,32%	75,21%	13,96%	11,96%
ROA [*]	-25,04%	-13,23%	1,36%	2,07%	0,91%	0,68%
ROE [*]	-30,28%	-17,59%	2,09%	2,52%	1,21%	0,93%
Apalancamiento						
Pasivo/Activo	0,17	0,25	0,35	0,18	0,25	0,27
Pasivo/Patrimonio	0,21	0,33	0,54	0,22	0,33	0,37
POSICIÓN EN MONEDA EXTRANJERA						
Posición en Moneda Extranjera Neta ¹	0,6	8,1	(1,8)	n.a	26,1	23,3

^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