

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
PC 2004 I	A3	NR	Jul-05
OQ 2003-I	A3	NR	Nov-03
OQ 2003-II	A3	NR	Nov-03
OQ 2005-I	A2	NR	Nov-05

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

### 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 reducida cobertura de intereses
- Ingresos relativamente concentrados
- Inestabilidad del ambiente macroeconómico venezolano

### 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 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 AF04 (junio de 2004) 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 le permitió lograr un porcentaje de ocupación de oficinas y espacios comerciales del 81% para el cierre de junio de 2004. Es importante destacar que la empresa ha circunscrito su oferta de inmuebles a edificaciones denominadas “premium” principalmente ubicadas dentro del denominado nuevo eje económico financiero, ubicado en el este de la ciudad de Caracas. Su estrategia actualmente está orientada a incrementar la participación de los ingresos por arrendamiento de espacios comerciales 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 completó la inclusión de un nuevo socio a la estructura accionaria del FVI. Así, durante los meses de agosto y septiembre de dicho año 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 controla actualmente poco más del 40% 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 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, además de implicar la expansión de los espacios para arrendar, posee una tasa de ocupación del 100%. Ello ha incidido en el crecimiento del margen EBITDA, aún cuando, debido al crecimiento de la deuda financiera no se reflejó en mejores indicadores de cobertura de gastos financieros ni en menores indicadores de endeudamiento. Para el AF05 culminado el 30 de junio de 2005, el incremento de la venta de inmuebles, junto al crecimiento de la ocupación de los inmuebles ha significado una mayor base de ingresos y niveles de rentabilidad positivos, mejorando la cobertura de gastos financieros, la cual no obstante se mantiene en niveles inferiores al promedio de otros emisores.

Durante el primer trimestre del año 2005, la empresa concretó la venta de la Torre Shell por un monto de 23 millones de dólares, implicando un mayor flujo de caja operativo, el cual fue destinado a la cancelación de deuda financiera en moneda extranjera por 10,25 millones de dólares, y el resto orientado en partes iguales al incremento del efectivo e inversiones temporales y al financiamiento de la expansión de la empresa fuera de Venezuela. De esta manera, la empresa además de reducir el costo financiero al cancelar deuda bancaria relativamente costosa, mejora sus niveles de liquidez.

### Noviembre 2005

“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, 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 2005 el FVI mantenía espacios disponibles para alquiler equivalentes a 45.653 m<sup>2</sup> de oficinas, 34.705 m<sup>2</sup> de espacios comerciales y 4.000 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 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 m<sup>2</sup> 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.

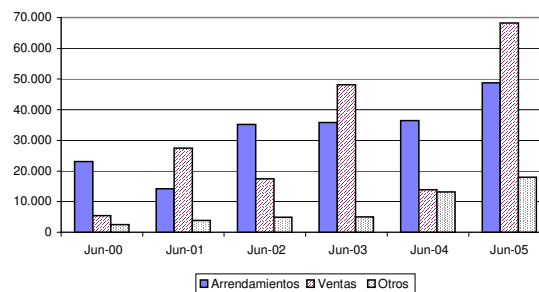
El FVI mantiene asociaciones estratégicas desde 1997 con reconocidas empresas constructoras, con el fin de desarrollar conjuntamente inmuebles destinados tanto al uso comercial como de oficinas, y así expandir su oferta de edificaciones disponibles para alquiler.

**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. Los estados financieros empleados siguen las normas establecidas por la Comisión Nacional de Valores e incluyen el efecto de la inflación. A partir del ejercicio culminado el 30 de junio de 2005, los estados financieros de la empresa son auditados por Alcaraz, Cabrera, Vázquez, firma miembro de KPMG.

## ▪ Operaciones

Los ingresos del FVI están constituidos principalmente por los arrendamientos de espacios de oficina y comerciales, la venta de los inmuebles no medulares, por el manejo de los espacios comerciales y estacionamientos.

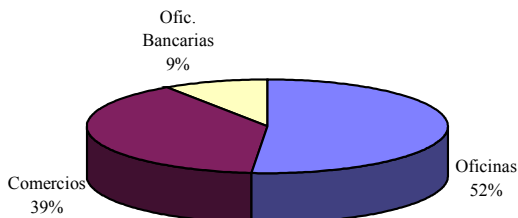
**Ingresos según su origen**  
Miles de bolívares constantes de junio 2005



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 los ingresos por ventas de activos se han convertido en ingresos no recurrentes, por lo que se ha reducido su participación sobre el total de ingresos, excepto en el caso de eventuales ventas de inmuebles, tal como sucedió en el AF05. Así, para el cierre de junio 2005, los ingresos por arrendamientos representaron el 36% del total, a pesar del incremento real de 33% con relación al AF04. 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 éstas se presentarán en forma puntual y 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 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 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. En cuanto a la distribución sectorial de los clientes, las empresas energéticas, de servicios profesionales y de telecomunicaciones, representan el 93% 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 5 edificaciones con un espacio de oficinas de 45.000 m<sup>2</sup>, de los cuales el 81% se encuentran ocupados.

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 2005, el FVI contaba con un inventario de locales comerciales para arrendar de cerca de 35.000 m<sup>2</sup> de los cuales un 98% se encontraba ocupado. Es importante destacar que una porción importante de los espacios comerciales manejados se encuentran concentrados en el Centro Comercial El Tolón y en el Centro Comercial San Ignacio (95% del total).

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 475.000 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 Humbolt en el año 1.998. 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 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. 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.

Dentro de los proyectos que se encuentran actualmente en ejecución, se encuentra Galipán Centro Ejecutivo de Negocios 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. El financiamiento de este desarrollo proviene de la venta de una de las torres a una importante institución financiera y del 50% de la otra torre (14.000 m<sup>2</sup> y 12.000 m<sup>2</sup>, respectivamente). 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, se encuentra en desarrollo el centro comercial Paseo El Hatillo Lagunita, con un área de 19.000 m<sup>2</sup> para arrendamiento, las cuales a la fecha están totalmente colocados. Se estima la apertura de este centro comercial apertura para noviembre del año 2005.

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 el primer trimestre del año 2005 la empresa concretó la venta de la Torre Shell por un monto de 23 millones de dólares, los cuales fueron destinados a la cancelación de deuda financiera en moneda extranjera por 10,25 millones de dólares, y el resto orientado en partes iguales al

incremento del efectivo e inversiones temporales y al financiamiento de la expansión de la empresa fuera de Venezuela. De esta forma, la empresa además de reducir el costo financiero al cancelar deuda bancaria costosa, mejora sus niveles de liquidez.

#### ▪ **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 85% 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 de finales el año 2005 (*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 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 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 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:

- Inconvenientes en el manejo de las compras de materia prima o productos en el exterior;
- Posibles retrasos en la cancelación de la deuda financiera o comercial denominada en moneda extranjera;
- Imposibilidad de continuar manejando contratos denominados en moneda extranjera con clientes a nivel nacional;
- Limitaciones para la repatriación de dividendos a accionistas ubicados en el extranjero y
- Posibles contingencias legales derivadas de la aplicación de la Ley de Ilícitos Cambiario (recientemente promulgada).

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. 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. 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 51.350 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 9.673 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 permiten cubrir en forma importante sus compromisos financieros de corto plazo.

<sup>1</sup> Cifras expresadas en bolívares constantes de junio de 2005.

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

(Cifras consolidadas expresadas en millones de bolívares constantes de junio de 2005)

Tipo de Cambio VEB/USD a final del Período 2.150,00 1.920,00 1.600,00 1.352,75 718,75 682,00

**Meses** 12 12 12 12 12 12  
**Jun-05 Jun-04 Jun-03 Jun-02 Jun-01 Jun-00**

### Indicadores Financieros

EBITDA/Gastos Financieros	1,18	0,77	0,88	0,74	1,44	1,77
(EBITDA-Inv. En Act. Fijo)/Gastos Financieros	0,74	0,15	0,54	0,57	1,04	1,15
Deuda Total Ajustada/EBITDA	6,68	12,02	8,63	7,98	6,58	6,46
Deuda Neta Ajustada/EBITDA	3,14	7,59	4,96	6,09	5,13	3,53
Deuda Total Ajustada/Capitalización	44,4%	45,1%	32,9%	44,5%	32,2%	22,0%

### Estado de Resultados

Ventas	134.954	63.536	89.047	57.458	45.618	31.028
<i>Cambio (%)</i>	<i>112,4%</i>	<i>-28,6%</i>	<i>55,0%</i>	<i>26,0%</i>	<i>47,0%</i>	<i>-44,2%</i>
EBITDA	46.589	26.255	23.621	32.498	25.964	16.834
<i>Margen EBITDA</i>	<i>34,5%</i>	<i>41,3%</i>	<i>26,5%</i>	<i>56,6%</i>	<i>56,9%</i>	<i>54,3%</i>
Depreciación y Amortización	16.217	8.117	8.175	7.387	6.798	5.719
EBIT	30.372	18.138	15.446	25.111	19.167	11.114
Gastos Financieros	39.409	34.294	26.934	43.769	18.061	9.525
<i>Costo Financiero Implícito (%)</i>	<i>12,6%</i>	<i>11,2%</i>	<i>11,6%</i>	<i>20,3%</i>	<i>12,9%</i>	<i>7,9%</i>
Utilidad Neta	9.673	-5.676	16.125	-55.622	4.296	-22.365
<i>Retorno sobre Patrimonio Promedio*</i>	<i>1,66%</i>	<i>-1,00%</i>	<i>3,17%</i>	<i>-13,08%</i>	<i>0,99%</i>	<i>-4,71%</i>
<i>Retorno sobre Activo Promedio*</i>	<i>1,22%</i>	<i>-0,74%</i>	<i>2,51%</i>	<i>-9,46%</i>	<i>0,81%</i>	<i>-4,14%</i>

### Flujo de Caja

Flujo de Caja Operativo	41.613	15.360	21.574	41.629	23.009	1.266
Variación en Capital de Trabajo	12.173	17.935	-17.083	-21.922	6.931	113.468
Flujo de Caja Operativo Neto	53.786	33.295	4.491	19.707	29.940	114.734
Inversión en Activos Fijos	-17.259	-21.272	-8.980	-7.517	-7.138	-5.887
Otras Inversiones, netas	21.204	-42.458	-8.718	-30.207	-36.765	-72.755
Variación Neta de Deuda	-69.503	42.048	-84.920	-14.157	40.578	-38.326
Variación Neta de Patrimonio	-4.002	-23.436	74.905	-478	-29.969	-5.344
Otros financiamientos netos	23.146	18.482	32.195	32.856	10.524	-5.302
Variación Neta de Caja	7.372	6.658	8.973	204	7.170	-12.878
Flujo de Caja Libre	2.094	-11.375	-29.376	-40.710	7.696	114.890

### Balance

Caja y Valores Líquidos	164.658	116.237	86.604	61.601	37.501	49.276
Cuentas por Cobrar	14.212	17.942	17.259	19.303	21.039	15.684
Activos Totales	779.935	753.495	660.082	625.941	550.567	512.031
Deuda a Corto Plazo	103.920	127.533	44.240	98.979	72.442	24.927
Deuda a Largo Plazo	207.217	187.961	159.631	160.375	98.369	83.768
Otras Deudas	0	0	0	0	0	0
Total Deuda Ajustada	311.137	315.493	203.871	259.354	170.811	108.695
Total Patrimonio	367.281	361.610	390.723	299.693	355.793	381.466
Intereses Minoritarios	23.091	22.908	24.481	23.900	4.462	4.210
Total Capital	701.509	700.011	619.075	582.947	531.066	494.371

### Liquidez

Deuda a Corto Plazo/Deuda Total	33%	40%	22%	38%	42%	23%
Caja y Valores Líquidos/Deuda a Corto Plazo	1,58x	0,91x	1,96x	0,62x	0,52x	1,98x
EBITDA*(Deuda a Corto Plazo + Gastos Financieros*)	0,33x	0,16x	0,33x	0,23x	0,29x	0,49x

### Riesgo Cambiario

Posición en Moneda Extranjera Neta (MM de USD)	13,2	1,4	-6,7	-23,9	-17,9	-11,5
--	------	-----	------	-------	-------	-------

### Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al cierre de junio de 2005)

Año	2006	2007	2008	>2009
Vencimientos	30.211	35.744	18.462	89.246

\* 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-2005
<b>Tipo de Emisión:</b>	Obligaciones Quirografarias
<b>Monto:</b>	Hasta 60.000 millones de bolívares.
<b>Rendimiento:</b>	Fijada al momento de la emisión.
<b>Plazo:</b>	Cinco años
<b>Riesgo:</b>	A2
<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 A2</b>	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.
<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>Garantía Parcial de Capital:</b>	Carta de garantía irrevocable emitida por Commercebank, N.A. por 8,37 millones de dólares, siendo una entidad bancaria organizada y constituida bajo las leyes del Estado de Florida, Estados Unidos de Norteamérica.
<b>Uso de los Fondos:</b>	Los fondos que se obtengan de la colocación de la emisión serán destinados a contribuir 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 12 de noviembre de 2004.
<b>Información Procesada:</b>	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Edos. Financieros consolidados del emisor para el período 1997-2005.</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 noviembre 2005.

---

### Noviembre 2005

"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."