

RESUMEN DEL DICTAMEN DE CALIFICACION DE RIESGO

EMISOR:	F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIOS, S.A.C.A.
DESCRIPCION DE LOS TITULOS:	Obligaciones quirografarias hasta por la cantidad de TRECIENTOS CINCUENTA MILLONES DE BOLIVARES (Bs. 350.000.000,00) del F.V.I FONDO DE VALORES INMOBILIARIOS, S.A.C.A., autorizada por los accionistas en Asamblea General Extraordinaria celebrada el día 04 de mayo de 2012, y acordado por la Junta Directiva en su sesión del 07 de febrero de 2013.
PLAZO DE LOS TITULOS:	El vencimiento de los títulos no podrá ser menor a 18 meses y no podrán exceder de 7 años.
USO DE LOS FONDOS:	El 100% de los fondos que se obtengan de la colocación de la Emisión 2013-I serán destinados a contribuir con la adaptación del perfil de vencimientos de pasivos, así como la disminución de costos.
INFORMACION ANALIZADA:	a) Estados Financieros consolidados al 30 de Septiembre de los años 2010, 2011 y 2012 auditados por ALCARAZ CABRERA VÁSQUEZ (firma miembro de KPMG INTERNATIONAL), y un corte no auditado a Marzo 2013. b) Entrevistas con Ejecutivos de la empresa. c) Información sectorial.
RIESGO:	A3 <u>Categoría: "A"</u> : Corresponde a aquellos instrumentos con una 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. <u>Sub-categoría: "A3"</u> : 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 LA REVISION:	Ciento ochenta (180) días contados a partir del inicio de la oferta pública autorizada por la Superintendencia Nacional de Valores, o cuando SOFTline Ratings, C.A. tenga conocimiento de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.

JUAN ANDRÉS RODRÍGUEZ

BEATRIZ FERNANDEZ R.

MA. ANTONIETA MAGALDI

Caracas, 28 de Junio de 2013

CALIFICACION

N° DIC-SR-04/2013

CALIFICACIÓN

F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIO, S.A.C.A. se define como una empresa especializada en el negocio inmobiliario y financiero, dedicada a invertir, promover y gerenciar el alquiler de espacios de centros comerciales y de entretenimiento High End. La estrategia de desinversión que desde el año 2006 inició la empresa, ha venido desacelerándose en el último año, de tal forma que la empresa mantiene un portafolio todavía importante de oficinas para vender ó arrendar, aún cuando su estrategia sigue enfocada hacia la administración de centros comerciales.

La visión del negocio que señala la Gerencia, se refiere al ofrecimiento de altos estándares de calidad en servicios, para mantener elevados niveles de ocupación (93,93% promedio en el portafolio que mantiene F.V.I. incluyendo activo no medulares, pero superior al 97% en su “Core Business”). El portafolio de inversiones de F.V.I. se enfoca básicamente en el Centro San Ignacio, El Tolón y El Hatillo, manejado a través de su subsidiaria Inmuebles y Valores Caracas, C.A. (INVACA), los cuales han mantenido tendencias favorables en sus resultados en los últimos años.

El emisor mantiene una porción de activos líquidos de 18% con respecto al activo total, con niveles de solvencia corriente y total adecuados, así como un capital de trabajo positivo. El Efectivo se encuentra compuesto por fondos en compañías relacionadas y colocaciones en instituciones financieras, siendo importante señalar que la correcta administración del efectivo que genera la compañía, es un punto clave en sus resultados financieros. Las cifras a Sep-12 muestran una disminución del efectivo del 31,0% de los niveles de Efectivo al compararlo con el mismo período del año anterior, básicamente denominado en moneda nacional.

Desde el punto de vista financiero, F.V.I. ha venido siguiendo una estrategia que le permita adecuar los vencimientos de su endeudamiento a las características de su negocio. En efecto, el negocio inmobiliario se plantea como de largo plazo, por lo que la característica de su financiamiento debe ser coherente a dicha situación.

La empresa mantiene un nivel de apalancamiento importante, sin embargo, la tendencia a la baja de este índice, lo acerca al límite de lo considerado financieramente adecuado, en buena medida por la disminución de la Deuda financiera para la fecha.

El emisor ha logrado en los dos últimos años reducir su endeudamiento de corto plazo, sustituyéndolo por emisiones en el mercado de valores de largo plazo. Como es de esperar, con la recomposición de los vencimientos de la Deuda financiera, las coberturas del servicio de la deuda a corto plazo mejoraron, mientras que la de largo plazo aunque se ubicó en niveles un poco más bajos resulta más coherente con la dinámica del negocio llevado adelante por el emisor. Del análisis realizado se observa que a largo plazo, bajo cualquier escenario las coberturas de capital e intereses se deterioran (principalmente en el Año 5 de la emisión), toda vez que los Ingresos por venta de inmuebles tienden a decrecer, mientras que algunos costos y gastos presionan los márgenes. Se requiere pues realizar un seguimiento periódico de la evolución del emisor, para monitorear su comportamiento en el tiempo de vida de la emisión que se califica. Hechas estas consideraciones y visto que la situación financiera proyectada a largo plazo del emisor luce estable, la Junta Calificadora otorgó la calificación A3 para el programa de Obligaciones quirografarias del F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIOS, S.A.C.A., hasta por la cantidad de TRECIENTOS CINCUENTA MILLONES DE BOLÍVARES (Bs. 350.000.000,00)

1. HECHOS RELEVANTES

F.V.I. continúa siendo una de las empresas más activas en el mercado de valores venezolano, habiendo realizado en los últimos años emisiones de títulos de corto y de largo plazo, que han permitido adaptar su estructura de deuda a los requerimientos de financiamiento de sus nuevos proyectos a tasas competitivas.

La estrategia de desinversión que desde el año 2006 inició la empresa, ha venido desacelerándose en el último año, de tal forma que la empresa mantiene un portafolio todavía importante de oficinas para vender ó arrendar, aún cuando su estrategia sigue enfocada hacia la administración de centros comerciales.

Tabla 1: Portafolio de Inversiones del F.V.I

	OFICINAS		COMERCIOS	
	Área (m ²)	Ocupación	Área (m ²)	Ocupación
Tolón	-	-	23.349,03	97,43%
Pehll	-	-	18.459,00	93,00%
Centro San Ignacio	1.676,00	100,00%	7.690,00	94,00%
Llano Mall	-	-	30.886,73	93,79%
Tolón II Torre Provincial "A" y "B"	1.819,00	100,00%	-	-
Menegrande	1.810,89	36,70%	-	-
Torre 3M	125,00	100,00%	-	-
Torre HP	3.120,18	100,00%	-	-

Total	16.020	96%	51.381	98%
--------------	---------------	------------	---------------	------------

Fuente: F.V.I

Es de destacar como hechos relevantes, dos (2) proyectos que actualmente está llevando adelante la empresa. Por una parte, el desarrollo del área comercial del Tolón Fase II, a través de una alianza estratégica con importantes comerciantes venezolanos. Se trata de la adecuación de una tienda multimarca en la cual estarán presentes las más prestigiosas marcas de moda internacional. El proyecto incluye la unión del Tolón II con el Tolón Fashion Mall a través de una pasarela que unirá ambas estructuras a través de la Avenida Copérnico.

Por otro lado, es de destacar, la incorporación al portafolio de comercio del emisor, de 30.000 mts2 del Centro Comercial Llano Mall, ubicado en la ciudad de Acarigua en el Estado Portuguesa. De acuerdo a la Gerencia, con esta adquisición, el emisor expande sus operaciones en el interior del país, diversificando geográficamente su portafolio comercial y expandiendo su marca y know how en el sector inmobiliario de centros comerciales.

2. ACTIVIDAD COMERCIAL

F.V.I. se define como una empresa especializada en el negocio inmobiliario y financiero, dedicada a invertir, promover y gerenciar el alquiler de espacios de centros comerciales y de entretenimiento *High End* basados en tres parámetros fundamentales: ubicación, seguridad y calidad de servicio. En cuanto a este último elemento, el emisor señala que se enfoca en el mantenimiento de altos niveles de satisfacción de sus visitantes, identificación de sus diferentes perfiles y, un trabajo conjunto con los locatarios y la gerencia de cada centro comercial.

Como resultado de esta estrategia, se mantienen elevados niveles de ocupación 95,51% promedio en el portafolio que mantiene, incluyendo activos no medulares.

Asimismo, es de destacar que el emisor se apoya en un proceso de auditoría operativa semestral que le permite detectar de manera preventiva cualquier tipo de problema operacional y de estructura física, e implementar los correctivos necesarios sobre la marcha.

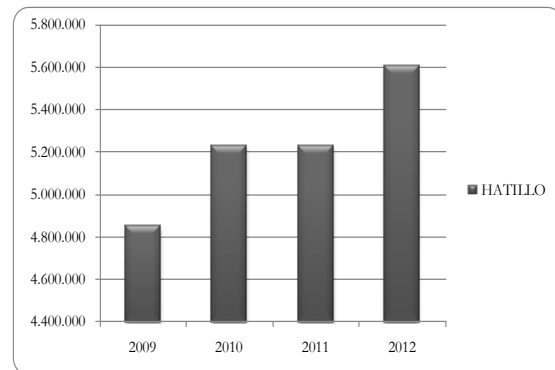
Dado que el portafolio de inversiones de F.V.I. se enfoca básicamente en el Centro San Ignacio, El Tolón y El Hatillo, manejado a través de su subsidiaria Inmuebles y Valores Caracas, C.A. (INVACA), a continuación se realiza un análisis del desempeño de cada centro comercial:

(a) Paseo el Hatillo – La Lagunita

Definido por la empresa como “el centro de encuentro para toda la familia, ideal para el paseo de tiendas, el deleite del paladar y el más amplio entretenimiento”, tiene como misión “consolidar la fidelidad del público, satisfaciendo sus necesidades de compra, entretenimiento y distracción en un ambiente seguro y exclusivo”. Durante el 2012 este centro comercial incrementó el número de visitantes en 12,32%, ubicándose en 5,6 millones de personas al año (Ver Gráfico 1). De acuerdo a las cifras del primer trimestre del 2013, se observa un comportamiento errático, que se compara desfavorablemente con trimestres anteriores (una disminución de 1,3% con respecto al primer trimestre 2012).

La estrategia que ha venido utilizando el emisor, ha sido la mejora de su *tenant mix*, con la incorporación de nuevas marcas como AISHTI, KEPEN, ARMANDEUS, TIMBERLAND, PAUL FRANK, SHOE BOX y YOGEN FRUZ.

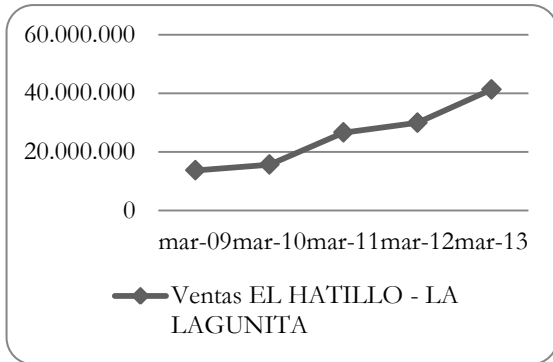
Gráfico 1: Evolución del número de visitantes – CENTRO COMERCIAL EL HATILLO



Fuente: F.V.I – Elaboración propia

Este resultado se refleja en sus ventas, las cuales mantuvieron una tendencia positiva en los dos últimos años, con picos importantes hacia el cuarto trimestre de cada año. La Gerencia señala que debe mejorar los recursos presupuestarios con la incorporación de nuevas propuestas de actividades, planes publicitarios y promocionales. Como se observa en el Gráfico 2, a Mar-13 se sigue una tendencia positiva de las cifras de ventas, al compararlas con trimestres anteriores.

Gráfico 2: Evolución de las ventas – CENTRO COMERCIAL EL HATILLO



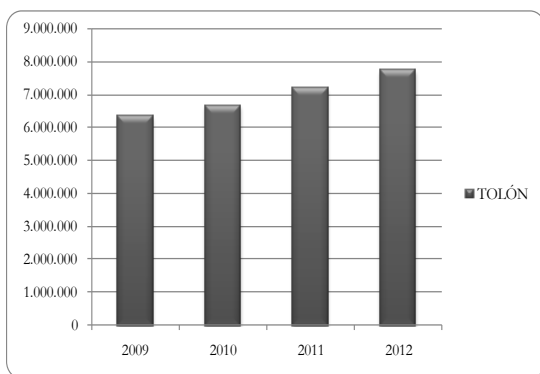
Fuente: F.V.I – Elaboración propia

(b) Tolón Fashion Mall

El modelo de negocio del Tolón ha permitido potenciar su mezcla comercial, orientada a suplir las necesidades de los clientes, incorporando nuevos conceptos de marcas internacionales tales como CUSTO BARCELONA, DUNHILL, KITON, BELVEST, PAUL & SHARK, PAUL FRANK, STEVE MADDEN, entre otros.

Se incrementó el Marketing Plan dirigido a la potenciación de las ventas en los comercios, a través de la extensión de los niveles de penetración de TOLÓN FASHION MALL en sectores adyacentes, enmarcados en su target objetivo. Como se observa en el Gráfico 3, el número de visitantes se ha venido incrementando, ubicándose por encima de los 7,5 millones de personas al año. A Mar-13 la tendencia se mantuvo, registrando un crecimiento de 34,35%.

Gráfico 3: Evolución del número de visitantes – CENTRO COMERCIAL TOLÓN

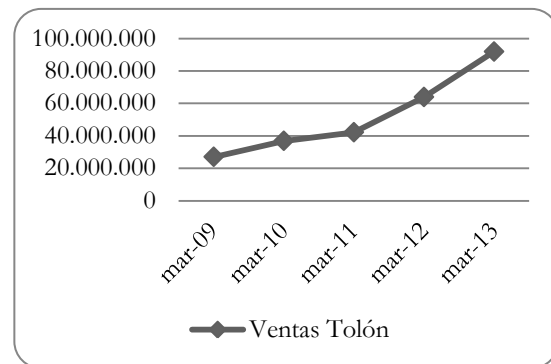


Fuente: F.V.I – Elaboración propia

Con respecto a las ventas, se observa una tendencia positiva con picos nuevamente en el último trimestre del año. Las cifras al primer trimestre de 2013 se comparan favorablemente, tal y como se muestra en el Gráfico 4. Es de hacer notar que el centro comercial reportó índices financieros favorables relativos a Ingresos, principalmente

por publicidad y disminución de gastos, para un margen de contribución operativa de 87% para el 2010, 3 puntos superior al 2009. Asimismo, la Gerencia señala que está en marcha un plan de refrescamiento del edificio, básicamente en adecuación y reestructuración de áreas comunes y de ambientación de espacios internos y externos.

Gráfico 4: Evolución de las ventas – CENTRO COMERCIAL TOLÓN



Fuente: F.V.I – Elaboración propia

(c) Centro San Ignacio (CSI)

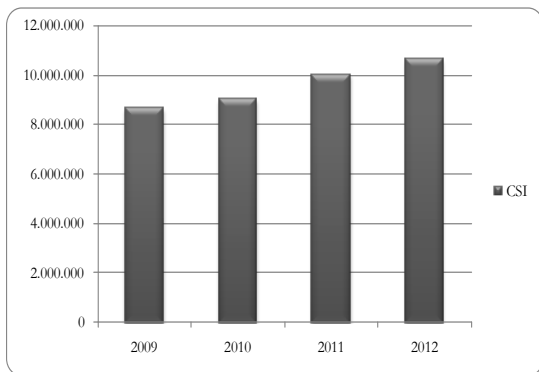
La estrategia que lleva adelante el Centro San Ignacio se centra en la flexibilidad en los objetivos para modificar los planes según varíen las condiciones del entorno. De esta forma, la Gerencia señala que cambiaron la imagen de un centro de “rumba” por uno para el entretenimiento familiar, con la creación de una tendencia hacia lo gastronómico.

Asimismo, mantienen un incremento en los visitantes que se ubican alrededor de los 10 millones de personas al año, lanzando promociones y realizando decoraciones innovadoras acorde a este nuevo modelo. Además, señalan que escalaron en los índices con al menos quince percentil dentro de las encuestas de satisfacción aplicadas a los visitantes y comerciantes.

La reactivación del sector comercio también la ha venido logrando, permitiendo la instalación de marcas representativas como: LA SENZA, CONVERSE, CLARKS, AÍSHTI, ADIDAS, FURLA, MARIO HERNÁNDEZ, PETER KENT, etc. y generando una dinámica entre turística y bohemia a través de una refinada oferta de restaurantes y gastrobares como: AIJÓ SUSHI BAR, MONNALISA GASTROBAR &

LOUNGE, MYTHO'S, DALAI, LE ST. TROPEZ, SUKIHANA, LI-BAR, MEMPHIS, CAFÉ OLÉ, PLATINO, etc., manteniendo un posicionamiento en el público *High End*. Como se observa en el Gráfico 5, el número de visitantes se ha venido incrementando, ubicándose por encima de los 10 millones de personas al año.

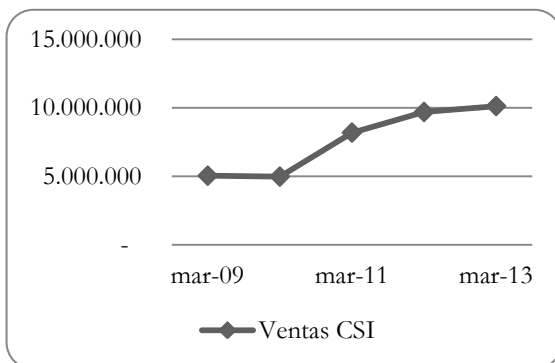
Gráfico 5: Evolución del número de visitantes – CENTRO SAN IGNACIO



Fuente: F.V.I – Elaboración propia

Las cifras de ventas reflejan el mismo comportamiento de los otros centros comerciales, mostrándose una tendencia positiva, pero menos pronunciada en su crecimiento, al tomarla a Mar-13, tal y como se muestra en el Gráfico 6.

Gráfico 6: Evolución de las ventas – CENTRO SAN IGNACIO



Fuente: F.V.I – Elaboración propia

(d) Centro Comercial Llano Mall

Como se mencionó anteriormente, este Centro Comercial cuenta con 35.000 m² de comercio, distribuidos en dos niveles. Actualmente el centro comercial se encuentra ocupado en un 93% y cuenta dentro de sus instalaciones con espacios dedicados al entretenimiento (cines y feria), restaurantes, bancos y servicios en sus 197 locales.

Entre las principales marcas presentes en el centro comercial se encuentran: FERKA, MCDONALD'S, VALEO, DIGITEL, MOVISTAR, MOVILNET, NY&CO, BANCO DE VENEZUELA, EXOTIK, ÓPTICA CARONÍ, entre otros. En el último año, el número de visitas al centro comercial superó los 5.500.000.

Como parte de su estrategia comercial, durante el año 2012 el emisor realizó acuerdos con importantes representantes del sector comercio en Venezuela, por un lado con el Grupo Phoenix que es representante en Venezuela e internacionalmente de marcas como: Zara, Bershka, MNG, Kiton, Hacket London, Coach, Helly Hansen, Suite Blanco, Cortefiel, Aldo, entre otras.

Dentro de esta asociación estratégica con un Grupo Local de Inversionistas relacionados al comercio Retail y enmarcado dentro del plan de crecimiento nacional del FVI ya mencionado, se encuentra además el proyecto Tolón II, el cual se encuentra ubicada en la Urbanización Las Mercedes (Av. Copérnico) frente al Centro Comercial TolónFashionMall y cuya apertura está pautada para el primer trimestre del año 2014.

El centro comercial cuenta con 5.900mts² de área arrendable dentro del cual funcionará una tienda multimarca (bajo la denominación comercial Opera) con las más exclusivas marcas de lujo en Venezuela. Dentro del proyecto se encuentra la construcción de una pasarela que una la estructura de la tienda Opera con el TolónFashionMall, lo que asegura al proyecta un flujo de visitas. La tienda Opera contará con estacionamiento propio con 369 puestos. (Ver anexo 1)

El proyecto es actualmente poseído en un 75% por el Fondo de Valores Inmobiliarios y 25% por Grupo Local de Inversionistas relacionados al comercio Retail. Dentro de los planes de F.V.I. para el año 2013 se encuentra la venta de un 20-25% adicional del proyecto el cual se encuentra valorado en Bs. 600MM.

Finalmente y como parte de su estrategia de internacionalización, FVI realizó una *softopening* del Centro Comercial Blue Mall St. Maarten, dentro de su estrategia de crecimiento internacional. Con esta apertura se incorporan al portafolio 10.000mts² de comercio destinados a un target highend dentro de la región del Caribe. La apertura del centro comercial potencia la marca Blue Mall en la región Caribeña a la vez que amplía la presencia en el Caribe y genera masa crítica al negocio de

comercio internacional que actualmente cuenta con más de 30.000 mts2.

El centro comercial cuenta con prestigiosas marcas de renombre mundial como: Cortefiel, Swavrosky, Adidas, Mango Suite Blanco, Calvin Klein, Desigual, Kiton, Carolina Herrera, Guess, Hacket London, entre otras.

Dentro del centro comercial Blue St. Maarten se ha venido realizando una estrategia de integración vertical a través de la asociación con un importante grupo comercial que maneja la representación de marcas exclusivas a nivel mundial, mediante su asociación en el negocio retail directamente, lo cual genera a la compañía ingresos por el negocio medular de arrendamiento de espacios comerciales e ingresos por la venta del comerciante en nuestro centro comercial.

En cuanto al proyecto residencial que cuenta con más de 6.500mts2, que se encuentra totalmente terminado, habiéndose realizado a la fecha la venta de un 50% de los espacios quedando disponibles para la venta 3.300mts2 lo cual representa para el negocio un estimado de US\$ 16,6MM-US\$ 18MM en ingresos por ventas.

3. ANÁLISIS SECTORIAL

Debido a que el grueso de los activos del emisor se encuentra en el mercado venezolano, sus resultados operativos se ven afectados por el comportamiento de la economía y de los patrones y/o características de su población en materia de consumo y ahorro.

Según la Cámara que agrupa el sector, el volumen de ventas de los centros comerciales para el año 2012 se mantuvo en los mismos niveles de 2011, observándose como principal obstáculo, la disminución del poder adquisitivo de la población, así como la menor variedad de los productos a ofrecer, dadas las limitaciones en el mercado cambiario. Aún cuando las tendencias en cuanto al número de visitantes se mantiene, es importante destacar que se estima que sólo el 17% de los visitantes, realiza compras, pues la mayoría asiste a entretenerse, a hacer diligencias bancarias, mercado o pago de servicios.

Así se observa que el *boom* que se había producido a mediados de la presente década en el país, se ha desacelerado, aunque se podría decir que el crecimiento es sostenido. Esta situación contrasta con las realidades de otros países en América Latina, en las que se espera la apertura de nuevas construcciones, pero que a decir de los expertos, pone a la par de Venezuela la situación de países que se encontraban más bien rezagados.

La gestión de los Centros Comerciales en Venezuela se mueve pues en un entorno de demanda cambiante y fragmentada del consumidor, situación que impulsa una gestión activa y orientada al mercado, y sugiere implementar estrategias como el posicionamiento del centro comercial como una marca, tomando además en

consideración el cambio de hábito de los consumidores, las condiciones económicas, la evolución de la competencia y la innovación en los formatos comerciales.

Vale mencionar la experiencia que el F.V.I tiene en este sector, así como el conocimiento que tiene sobre ciertas variables cuantitativas tales como: frecuencia de visitas, consumo promedio, estratos socioeconómicos, etc., así como otras variables de carácter cualitativo, como por ejemplo satisfacción de los visitantes. La curva de experiencia se presenta como un valor significativo, más aún en tiempos de recesión económica, donde se debe competir de una manera más creativa.

Otra estrategia que ha venido adelantando la empresa a efectos de aminorar el impacto de sus resultados por un entorno adverso, se refiere a la negociación de contratos de arrendamiento de espacios de oficina que contemplen un canon fijo, a diferencia de la renta por los locales comerciales que se componen de un canon fijo y un porcentaje sobre los ingresos, lo que se encuentra asociado a la existencia de un factor de estacionalidad sobre las ventas de los locales clientes del F.V.I. Los contratos de arrendamiento, por lo general, son pactados a mediano y largo plazo (entre 3 y 5 años), con poca o ninguna concentración de vencimientos. Esta situación ha permitido mantener relativamente estables los Ingresos que por este concepto obtiene el emisor.

Con respecto al mercado de oficinas, la Cámara Inmobiliaria de Caracas señala una disminución del 44% de las ventas en el sector desde enero de 2011. Una de las principales razones de esta situación, se refieren a la disminución de las operaciones de compraventa con los altos precios del mercado secundario. Esto se debe, según los expertos, a que la adquisición de inmuebles se ha convertido en una manera de respaldar el capital.

4. ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

La composición accionaria del F.V.I al 30 de Diciembre de 2012 se muestra en la Tabla 3. Esta información se mantuvo a Marzo 2013.

Tabla 3: Composición Accionaria del F.V.I

LISTADO DE ACCIONISTAS F.V.I. S.A.C.A. ELABORADO POR BANCO VENEZOLANO DE CREDITO A MARZO 2013			
Accionista	Nº Acciones	% Participación	
		Tipo de acción	Total de acciones
Accionista Clase "A"			
Venezuela Invest Ltd.	7.370.226	91,93%	12,27%
Otros (*)	646.575	8,07%	1,08%
Total Clase "A"	8.016.801	100,00%	13,35%
Accionista Clase "B"			
Bank of New York (ADR)	42.148.242	80,99%	70,18%
Caja Venezolana de Valores	3.054.645	5,87%	5,09%
Otros (*)	6.837.345	13,14%	11,38%
Total Clase "B"	52.040.232	100,00%	86,65%
Total	60.057.033		100%

(*) Acciones en Tesorería

5.800.985

Fuente: F.V.I

El capital suscrito y pagado del F.V.I se ubica en Bs. 60.057.033 dividido en 60.057.033 acciones nominativas, no convertibles al portador, con un valor nominal de Bs. 1,00 c/u. Las acciones se dividen en dos clases, la Clase "A" y Clase "B", tal y como se muestra en la Tabla 4.

BM Ltd. Y SUBSIDIARIAS poseída en un 100%, C.A. DE INMUEBLES Y VALORES CARACAS Y SUBSIDIARIAS poseída en un 98,55%.

5.1 EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

Los Ingresos del emisor registraron un aumento de 37,19% al último cierre, ubicándose en Bs. 1.038,21 millones, marcando sin embargo una desaceleración al realizar una proyección lineal de los resultados del corte de Mar-13. Asimismo, la composición de los Ingresos al corte registró un cambio, al pasar de 62,19% de los Ingresos por Inmuebles vendidos a 32,3% (Ver Gráfico 7). Esta situación se explica por la menor venta de oficinas y locales comerciales, como parte del Plan de Desinversión previsto por la compañía. Según lo señala la Gerencia, dado que las condiciones del mercado implican una menor posibilidad de colocación de estos locales y oficinas, su estrategia ha sido revisada, de tal forma que ahora el grueso de los Ingresos provienen de su *core business*, que es la gestión de los Centros Comerciales.

Tabla 4: Capital Social del F.V.I

CLASE DE ACCIONES	TIPO	CANTIDAD
Clase "A"	Tipo Uno (1)	8.016.801
Clase "B"	Tipo Dos (2)	52.040.232
	TOTAL	60.057.033

Fuente: F.V.I

En Asamblea General de Accionistas celebrada el 04 de mayo de 2012 se aprobó la designación de los siguientes miembros para la Junta Directiva por un período de tres años.

Directores Principales: Luis Emilio Velutini Urbina (Presidente), Horacio J. Velutini, Luis García Montoya y Luis Delgado Lugo.

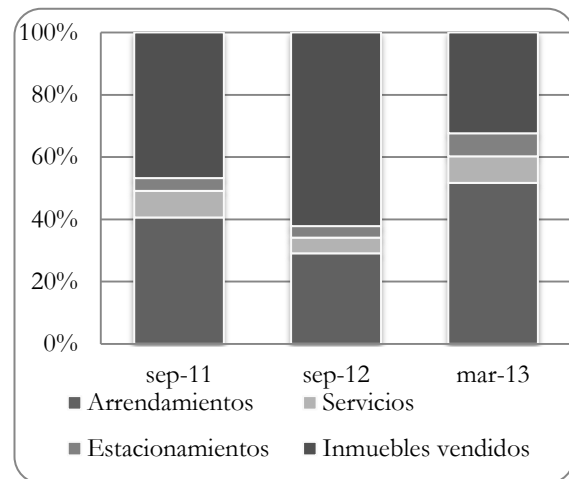
Directores Suplentes: Luis Andrés Guerrero y José Vicente Melo..

5. RESULTADO FINANCIERO

La información económica y financiera analizada para esta sección, está basada en los Estados Financieros consolidados al 30 de Septiembre de los años 2010, 2011 y 2012 auditados por ALCARAZ CABRERA VÁSQUEZ (firma miembro de KPMG INTERNATIONAL), más las cifras no auditadas a Mar-13. Toda la información está reexpresada por inflación a esta última fecha.

La consolidación incluye las cuentas del F.V.I FONDO DE VALORES INMOBILIARIO, S.A.C.A., y sus filiales: INVERSIONES BOCA DEL RÍO, C.A. poseída en un 100%, INVERSIONES KITAMI, C.A. poseída en un 100%, CASA DE CAMPO AGUASAL, C.A. poseída en un 100%, LESUMA INVESTMENT CORPORATION Ltd. Y SUBSIDIARIAS poseída en un 100%, LOPCO

Gráfico 7: Distribución de los Ingresos



Fuente: F.V.I - Elaboración propia.

En línea con esta estrategia, FVI ha venido trabajando para lograr un mayor incremento en los ingresos de los centros comerciales, revisando las condiciones de los contratos que se van venciendo. El aumento de los precios de los estacionamientos, por su parte, también ha mejorado los ingresos por esta vía en 23,01% en Sep-12 y 25,15% en Mar-13 (con cifras anualizadas).

Asimismo, el emisor emprendió un plan de expansión a nivel nacional, con la compra del Centro Comercial Laguna Mall realizada en marzo de 2012, incorporando al portafolio de comercio 30.800 mts2 y al portafolio administrado 35.000 mts2. Este proyecto ubicado en el Estado Portuguesa en la ciudad de Acarigua representa para el FVI. la entrada en el mercado de centros

comerciales en el interior del país y la expansión de la marca a nivel nacional. Según lo señala la Gerencia, este activo tiene un potencial de crecimiento sumamente importante debido a varios factores clave:

- La capitalización del *knowhow* en la operación
- La mejora y control de costos y gastos
- La mejora del *tenant mix*
- El impulso a nuevas actividades en el centro comercial (eventos, promociones, etc) para mejorar el tráfico de usuarios.

La incorporación del Centro Comercial Llano Mall al portafolio genera además economías de escala a nivel corporativo ya que cuenta con el back office necesario para operar nuevos activos con los recursos que actualmente dispone.

En cuanto a la rentabilidad, se observa que el emisor obtuvo utilidades operativa y neta positivas, mostrando márgenes operativos de 34,88% y márgenes netos de 6,05%, medidos con respecto a ingresos al cierre de Sep-12, tendencia que se mantuvo en Mar-13. Esta estrategia está enmarcada en una política de reducción de costos, situación que también se refleja en una relación de costos a ingresos de 54% al último ejercicio.

La rentabilidad medida a través de los indicadores de ROA y ROE se ubicó a Sep-12 en 1,14% y 2,57%, mientras que aquellos medidos con respecto al EBITDA, se ubicaron en márgenes de 3,12% y 7,44%, respectivamente (Ver Tabla 6).

Tabla 6: Indicadores de Rentabilidad

	Sep-12	Mar-13
Utilidad Neta / Total Activo Promedio (ROA)	1,14%	1,57%
Utilidad Neta / Patrimonio Promedio (ROE)	2,57%	3,33%
EBITDA / Tot. Act. Prom (%)	3,12%	4,16%
EBITDA / Tot. Pat. Prom (%)	7,44%	9,11%

Fuente: F.V.I – Cálculos propios

5.2 LIQUIDEZ

El emisor mantiene una porción de activos líquidos de 18,92% con respecto al activo total, con niveles de solvencia corriente y total adecuados, así como un capital de trabajo positivo. El Efectivo se encuentra compuesto por fondos en compañías relacionadas y colocaciones en instituciones financieras, siendo importante señalar que la correcta administración del efectivo que genera la compañía, es un punto clave en sus resultados financieros. Las cifras a Sep-12 muestran una disminución del efectivo del 30,97% de los niveles de Efectivo al compararlo con

el mismo período del año anterior, básicamente denominado en moneda nacional.

El grueso de las Inversiones son mantenidas hasta su vencimiento, en instrumentos de renta fija, destacando la realizada en Saint Marks Fund GmbH (SMF), que representa el 98% del portafolio, y que consiste en fondos cedidos por compañías del grupo como parte de un acuerdo para invertir en activos inmobiliarios o títulos respaldados por activos. En el 2011, SMF propuso, mediante declaración de acuerdo de reembolso, cancelar la cuenta de inversión con la entrega de las acciones de Hispaniola Investment Inc, una compañía domiciliada en Barbados y propietaria de varios activos inmobiliarios en islas del Caribe. Al cierre de 2012, el contrato de terminación definitivo aún no se ha ejecutado y se estima que el proceso quede finalizado al cierre del ejercicio de 2013.

El emisor mantiene adecuados niveles de solvencia total y corriente, con indicadores que en promedio se ubican en 1,98x para el período Sep-11/Mar-13, respectivamente. Por otra parte, la relación entre los días promedio de pago y de cobro comerciales ha mejorado, al cancelar a los proveedores en un mayor tiempo que el período de cobro a los clientes, de manera que el riesgo de descalce de la empresa está siendo controlado (Ver Tabla 7).

Tabla 7: Relación días promedio de pago y cobro

	Sep-12	Mar-13
Rotación de cuentas por cobrar (días prom.)	65	90
Rotación de cuentas por pagar comerciales (días prom.)	78	317

Fuente: F.V.I – Elaboración propia

5.3 FINANCIAMIENTO Y COBERTURA

Desde el punto de vista financiero, F.V.I. ha venido siguiendo una estrategia que le permita adecuar los vencimientos de su endeudamiento a las características de su negocio. En efecto, el negocio inmobiliario se plantea como de largo plazo, por lo que la característica de su financiamiento debe ser coherente a dicha situación.

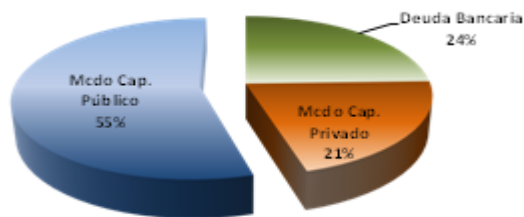
Siguiendo este razonamiento, el emisor ha logrado en los dos últimos años reducir su endeudamiento de corto plazo, sustituyéndolo por emisiones en el mercado de valores de largo plazo. Para Sep-12 el 81,61% de la deuda del emisor es de largo plazo, versus el 18,39% de corto plazo.

Las fuentes de financiamiento del emisor son básicamente tres: (1) el mercado de capitales, donde F.V.I. ha logrado posicionarse como una de las empresas más activa, tanto en instrumentos de corto y largo plazo; (2) los préstamos

bancarios y (3) la deuda privada, que como se observa en el Gráfico 8, corresponde al 21% del total de endeudamiento del emisor. La estrategia financiera luce adecuada, toda vez que el costo implícito de financiamiento ha venido cayendo en la serie analizada.

rubro de Otros Inversiones, bajo las mismas condiciones de disponibilidad señaladas.

Gráfico 8: Composición del endeudamiento



Fuente: F.V.I – Elaboración propia

La empresa mantiene un nivel de apalancamiento importante, de tal forma que la relación Pasivo a Patrimonio se ubicó en 1,14x en Sep-12 (1,38x en Sep-11). Dicho endeudamiento supera el respaldo de los accionistas, sin embargo, la tendencia a la baja de este índice, lo acerca al límite de lo considerado financieramente adecuado, en buena medida por la disminución de la Deuda financiera para la fecha.

Como es de esperar, con la recomposición de los vencimientos de la Deuda financiera, las coberturas del servicio de la deuda a corto plazo mejoraron, al pasar de 0,25x en Sep-11 a 0,76x en Mar-13. Incorporando el Efectivo, las Inversiones temporales y las Inversiones en títulos valores, los niveles de cobertura del Servicio de deuda de corto se ubica a Sep-12 en 0,94x (0,67x en Sep-11), mientras que la de largo plazo se ubicó en niveles más bajos de 0,29x a Sep-12 (0,44x a Sep-11), por lo que la capacidad del emisor a largo plazo debe ser monitoreada.

Las Inversiones en títulos valores son clasificadas en el balance como inversiones de largo plazo, sin embargo de acuerdo a lo informado por la Gerencia estas se encuentran a la vista, por lo que ante cualquier eventualidad se disponen de dichos fondos para usar en sus inversiones o con el propósito de repagar la deuda financiera (Ver Tabla 8). Es el caso de la disminución de Inversión a largo plazo en 96% a Sep-11, mantenida en un fondo en moneda extranjera, la cual fue reclasificada en el

Tabla 8: Indicadores de Cobertura

	Sep-11	Sep-12	Mar-13
EBITDA/SERVICIO DE LA DEUDA	0,09	0,07	0,12
EBITDA/Deuda Corto Plazo	0,25	0,41	0,76
EBITDA/Deuda Largo Plazo	0,16	0,09	0,16
EBITDA+Efectivo+Inv.temporales/Servicio Deuda CP	0,53	0,90	1,26
EBITDA+Efectivo+Inv.temporales/Servicios Deuda LP	0,35	0,27	0,39
EBITDA+Efectivo+Inv.temporales+ITV/Servicio Deuda CP	0,67	0,94	1,28
EBITDA+Efectivo+Inv.temporales+ITV/Servicios Deuda LP	0,44	0,29	0,39
EBITDA/SERVICIO DE LA DEUDA CP	0,21	0,28	0,44
EBITDA/SERVICIO DE LA DEUDA LP	0,14	0,08	0,14

Fuente: F.V.I - Cálculos propios

5.4 FLUJO DE EFECTIVO

F.V.I generó efectivo en actividades operacionales, principalmente por las capitalizaciones de inventarios de inmuebles, así como por el incremento de las cuentas por pagar, situación que se mantuvo en Mar-13.

Asimismo, el emisor generó efectivo en actividades de inversión a Sep-12, correspondiente en mayor parte a la disminución en inversiones inmobiliarias para arrendar. Por su parte, utilizó efectivo en actividades de financiamiento, dado el pago de préstamos bancarios y obligaciones financieras.

En este sentido, la empresa reflejó una relación en su Flujo de caja favorable para las cifras de Sep-12 y Mar-13, generando efectivo en operaciones y recibimiento financiamiento.

6. ANÁLISIS DE RIESGOS

6.1 RIESGO DE MERCADO

Dadas las nuevas oportunidades de negocio presentadas en el 2012, FVI decidió continuar con su plan de crecimiento a nivel nacional, con la compra del Centro Comercial Llano Mall. En paralelo, el emisor consolida sus negocios en el área internacional, a través de asociaciones estratégicas en proyectos en el Caribe. Este *mix* de estrategias le permite al emisor expandir su marca en el país, con la exposición a los riesgos asociados al entorno político-económico nacional, que se diversifican en la medida que las inversiones realizadas en el exterior generen retornos.

6.2 RIESGO DE CRÉDITO

Entendido como la probabilidad de incumplimiento y la severidad de las pérdidas, la Compañía presenta concentraciones que consisten principalmente en Equivalentes de efectivo e Inversiones temporales. Asimismo tiene concentraciones en Cuentas por cobrar comerciales, aunque son limitadas debido al gran número de clientes que posee la Compañía.

6.3 RIESGO DE TASA DE CAMBIO

Aún cuando las operaciones del emisor son esencialmente en bolívares, cuando la Gerencia identifica una oportunidad de mercado, en el corto o mediano plazo, las inversiones podrían ser colocadas en instrumentos en divisas, principalmente en dólares estadounidenses.

6.4 RIESGO DE REPUTACIÓN

El FVI cuenta con más de 15 años de trayectoria y se ha consolidado a nivel local como la empresa líder en el mercado inmobiliario, así como una de las más activas dentro del mercado de capitales. Paralelamente, como parte de su plan de diversificación geográfica, se propone la penetración en el mercado internacional para posicionarse como una empresa capaz y experimentada en el mercado de bienes raíces, acción que está respaldada por el reconocimiento de su marca.

La capacidad que posee el emisor en gerencia y administración de centros comerciales, se evidencia en los niveles de venta y ocupación de los proyectos en los que ha incursionado, tales como el Centro Galipán, las oficinas en el centro comercial Paseo El Hatillo, y en el desarrollo Tolon II, lo que perfila al emisor como una empresa comprometida en el desarrollo de sus actividades y negocios.

7. PROYECCIONES

Siguiendo la metodología de calificación de riesgo de SOFTLINE RATINGS, se elaboraron las proyecciones del comportamiento de FVI bajo tres escenarios, uno BASE, en el cual se toman inicialmente las premisas tanto macroeconómicas como del negocio presentadas por el propio emisor, con algunos ajustes realizados a criterio de la calificadoradora; un escenario con restricciones LEVES, donde se desmejoran ligeramente ciertas variables y uno con restricciones GRAVES, donde se recoge un mayor impacto negativo de algunas condiciones.

Para la elaboración de los escenarios se utilizaron dos tipos de premisas, las de tipo macroeconómica y las propias del negocio. Las premisas macroeconómicas se tomaron de fuentes oficiales y las estimaciones contenidas en la política presupuestaria de la Nación para el 2013, éstas últimas ajustadas siguiendo criterios propios de la Calificadoradora.

Las previsiones de crecimiento económico en el presupuesto de la Nación se estima en +5%, sin embargo, dada la incertidumbre en el entorno producto de posibles cambios políticos en el país, así como cambios en las tendencias en el mercado petrolero internacional, se estima que la economía venezolana tendrá un repunte importante, aunque no a los niveles estimados oficialmente. En efecto, habiendo sido 2013 año electoral, y dado el incremento del Gasto público de 30%, básicamente destinado a Inversión en viviendas, se podría estimar una recuperación muy cercana al 3%.

Aún cuando no se prevé un ajuste a corto plazo, a mediano plazo se estima que se produzca una alineación del tipo de cambio para el 2014 desde Bs. 6,30 por dólar como tasa oficial a Bs. 12 - 15 por dólar.

Las tasas de interés nominales por su parte, han venido registrando un comportamiento descendente, sin mayores ajustes. Según la ley de presupuesto se estimaría una tasa de inflación máxima de 25% para el 2013, realizándose un ajuste de la tendencia para que se pueda mantener la tasa a niveles razonables a partir de 2015, considerando además el reconocimiento por parte del gobierno venezolano de la necesidad de realizar mayores esfuerzos para estabilizar esta variable..

En cuanto a las premisas del negocio, se utilizaron las tendencias de Ingresos planificadas por la empresa, considerando además la evolución de los mismos en los últimos tres (3) años, en tal sentido, se consideró un incremento del 15%. Los costos operativos en este caso representarían un 46% de los Ingresos. Para el escenario de restricciones LEVES, se consideró un incremento de los Ingresos recurrentes de 10% con unos costos operativos que representan el 56% de los Ingresos. Bajo un escenario de restricciones GRAVES, las cuentas de Ingresos recurrentes se aumentaron en 5% con unos costos de 60% sobre Ingresos.

Otros gastos más relacionados con determinantes que no son los niveles de venta, como los Gastos por intereses, se calcularon considerando los niveles de Deuda por una tasa de interés activa cercana a la que actualmente mantiene la empresa con los bancos.

Para el modelo financiero trabajado se incorporó como parte de la Deuda financiera la presente emisión por Bs. 350.000.000 que se esperan emitir en el largo plazo, mediante la emisión de hasta catorce (14) series de Bs. 25.000.000,00 cada una. Del análisis realizado se observa que a largo plazo, bajo cualquier escenario las coberturas de capital e intereses se deterioran (principalmente en el Año 5 de la emisión), toda vez que los Ingresos por venta de inmuebles tienden a decrecer, mientras que algunos costos y gastos presionan los márgenes (Ver Tabla 9).

RESTRICCIONES LEVES					
Cobertura intereses	0,79	1,16	1,42	1,34	1,81
Cobertura servicio de deuda	0,60	0,59	1,89	0,73	0,60
RESTRICCIONES GRAVES					
Cobertura intereses	0,77	1,03	1,35	1,31	1,68
Cobertura servicio de deuda	0,58	0,53	1,87	0,71	0,56

Tabla 9: Índices proyectados por escenarios

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
ESCENARIO BASE					
Cobertura intereses	0,86	1,21	1,52	1,40	1,99
Cobertura servicio de deuda	0,60	0,60	1,92	0,75	0,66

Fuente: Cálculos propios

F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIOS, S.A.C.A. Y FILIALES			
Indicadores Financieros			
	sep-11	sep-12	mar-13
Liquidez			
Solvencia	1,82	1,98	2,13
Solvencia Corriente	1,07	1,42	1,27
Capital de Trabajo	83.721.759	303.874.913	206.304.422
Activos circulante / Activo total	0,22	0,18	0,19
Rotacion de cuentas por cobrar (días prom.)		65,00	91,79
Rotacion de cuentas por pagar comerciales (días prom.)		78,46	320,53
Pasivo Total / Patrimonio	1,38	1,14	0,99
Pasivo Total / Activo Total	0,55	0,51	0,47
Pasivo Circulante / Pasivo Total	37,53%	24,74%	31,87%
Pasivo con Costo Financiero / Pasivo Total	72,45%	80,83%	70,95%
Gastos Financieros / Utilidad Operativa	92,15%	25,97%	65,57%
Eficiencia			
Crecimiento de las Vtas (%)		37%	-40%
Ventas Netas / Act. Fijo Neto Promedio (veces)		71,48%	7,47%
Ventas Netas / Total Activo Promedio (veces)		0,19	0,12
Costos / Ingresos	0,54	0,54	0,40
Utilidad en Operaciones / Ventas Netas (%)	31,57%	34,88%	46,08%
Utilidad Neta / Ventas Netas (%)	7,47%	6,06%	12,64%
Rentabilidad			
Utilidad Neta / Total Activo Promedio (ROA)		1,82%	2,33%
Utilidad Neta / Patrimonio Promedio (ROE)		4,34%	5,11%
EBITDA / Tot. Act. Prom. (%)		7,24%	8,03%
EBITDA / Tot. Pat. Prom. (%)		17,26%	17,59%
Cobertura de Deuda			
EBITDA/SERVICIO DE LA DEUDA	0,19	0,17	0,29
EBITDA/Deuda Corto Plazo	0,54	0,96	1,49
EBITDA/Deuda Largo Plazo	0,34	0,22	0,31
EBITDA+Efectivo+Inv. temporales/Servicio Deuda CP	0,59	1,02	6,02
EBITDA+Efectivo+Inv. temporales/Servicios Deuda LP	0,40	0,27	0,42
EBITDA+Efectivo+Inv. temporales+ITV/Servicio Deuda CP	0,72	1,07	6,16
EBITDA+Efectivo+Inv. temporales+ITV/Servicios Deuda LP	0,49	0,28	0,43
EBITDA/SERVICIO DE LA DEUDA CP	0,43	0,78	5,18
EBITDA/SERVICIO DE LA DEUDA LP	0,29	0,21	0,36