

F.V.I. Fondo de Valores Inmobiliarios, S.A.C.A.

Tipo de título	Emisión N°	Monto	Plazos
Papeles Comerciales	2019-I	Bs 20.000.000.000,00	Entre 15 y 360 días
Emisión aprobada en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada el día 20 de mayo de 2019 y sesión de Junta Directiva del día 9 de junio de 2019.			

Categoría	Subcategoría	Fecha del Dictamen	Estados Financ. más recientes	Próxima revisión
A	A3	24 de enero de 2020	Al 30/06/19 (no auditados)	En seis (6) meses.

Definición de la Categoría A: "Corresponde a instrumentos con una muy buena capacidad de pago de capital e intereses, en los términos y plazos pautados al momento de la emisión. Esta capacidad no se ve significativamente afectada ante eventuales cambios en el emisor, el sector económico donde este opera y en la economía en su conjunto".

Definición de la 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".

Por la Junta Calificadora:



Otto Rivero



Sarino Russo

Fundamentos de la calificación:

- ✓ El Fondo de Valores Inmobiliarios, S.A.C.A. (FVI) es una empresa financiera e inmobiliaria constituida en 1992 con sede en Caracas. Al 30/06/19 cuenta con 550 empleados (595 al cierre del AF18). Sus líneas de negocio son: 1) **Arrendamiento** de inmuebles propios, principalmente locales en centros comerciales en Caracas (Tolón, Lagunita Mall y San Ignacio) y el Interior (Llano Mall); 2) **Servicios** de administración de contratos de alquiler y condominios de centros comerciales con inmuebles propios y edificios de oficinas (CSI Oficinas, PEHLL Oficinas, Torre HP, Centro Financiero Galipán y El Samán), alquiler de espacios publicitarios en centros comerciales e intermediación inmobiliaria; 3) Administración de **Estacionamientos** de centros comerciales y edificios de oficinas: Torre HP (420 puestos), Centro San Ignacio (2015 puestos) y CC Tolón (800 puestos); 4) **Venta de inmuebles** desarrollados o adquiridos por el FVI. En los primeros nueve meses del AF19, 46,1% de los ingresos provinieron del Arrendamiento, 34,1% de los Servicios, 19,8% de los Estacionamientos y 0,0% por Venta de inmuebles (con la caída de los precios en el sector inmobiliario).
- ✓ Los centros comerciales donde el FVI tiene participación en Caracas, de donde provienen más del 90% de los ingresos por arrendamiento, atienden a los segmentos de la población de mayor poder adquisitivo (*high end*). El promedio de ocupación de estos locales se ha mantenido alto en el período analizado y alcanza 95% al 30/09/19. El promedio de ocupación de Llano Mall (adquirido en 2012), se vio afectado en el AF16 (69%) por la transición hacia el esquema de comercialización *high end*, que implica la introducción de nuevas marcas y comerciantes. Desde entonces, el nivel de ocupación ha venido recuperándose y alcanza 79% al 30/09/19.
- ✓ Con la promulgación de la Ley de Regulación de Arrendamiento Inmobiliario en 2014, el FVI retomó el comportamiento positivo de sus ingresos por arrendamientos. El margen bruto por esta actividad se mantuvo alto en el período analizado: 55,8% en el AF17, 70,7% en el AF18 y 67,3% a junio del AF19. Los bajos ajustes al monto de las tarifas de estacionamientos aprobados en medio del período hiperinflacionario, ocasionó un margen bruto negativo de esta actividad en el AF18 (-60,5% versus +2,9% en el AF17). En el AF19, el margen

bruto de estacionamientos es de +2,9%. Con la caída del margen bruto, el margen operativo se redujo de +11,7% en el AF17, a +4,7% en el AF18. En los primeros nueve meses del AF19, el margen operativo se ubica en +26,8%. El margen neto ha sido ampliamente positivo en toda la serie analizada (+40,8% en el AF17, +63,5% en el AF18 y +48,0% en los primeros meses del AF19) impulsados por las diferencias en cambio de moneda extranjera, producto de una posición activa en todo el período.

- ✓ El índice pasivo patrimonio se ha mantenido muy por debajo de la unidad (0,14x al 30/09/17, 0,19x al 30/09/18 y 0,03 al 30/06/19), producto del valor de las propiedades plantas y equipos (locales comerciales y estacionamientos principalmente) y propiedades de inversión (terrenos y edificaciones bajo contratos de arrendamiento) y el menor nivel de actividad en el período recesivo. El manejo del flujo de caja permitió cerrar el AF18 con una deuda financiera negativa (Bs -15.323 millones), a pesar de los bajos resultados operativos. Al 30/06/19, la deuda financiera neta sigue siendo negativa (Bs -5.435 millones). Las coberturas de intereses del AF17 y AF18 son similares y ajustadas (1,61x y 1,53x respectivamente). Tomando en cuenta la relativa estabilidad y predictibilidad de sus ingresos recurrentes y el volumen de activos que pudiese vender, el Emisor aprovecha al máximo las condiciones favorables para el apalancamiento financiero en bolívares. Al 30/06/19, la deuda financiera es baja (Bs 418 millones) producto de la contracción del crédito; con la recuperación del margen operativo en los primeros nueve meses del AF19 y el menor endeudamiento, la cobertura de intereses se eleva a 13,65x. El índice de liquidez se mantuvo por encima de 1,5x al cierre del AF17 y AF18, en niveles similares (1,73x al 30/09/17 y 1,77x al 30/09/18). Con la reducción de la deuda financiera, al 30/06/19 el índice de liquidez se eleva a 2,55x y el efectivo cubre 14,13 veces la deuda financiera a corto plazo.
- ✓ En el horizonte de los papeles comerciales objeto de la presente calificación, el FVI no tiene previsto el pago de dividendos en efectivo. Las inversiones requeridas para el mantenimiento de los inmuebles y servicios ofrecidos representan 2,5% de los ingresos operativos. El programa de expansión previsto por el Emisor no requiere de financiamiento. La capacidad de pago del FVI se pudiera ver comprometida por un deterioro mayor del esperado de la actividad de los comercios arrendatarios. No obstante, en el segundo semestre de 2019 el comercio en divisas ha facilitado un incremento de los cánones de arrendamiento (porción fija) y el cobro anticipado de los mismos. Por otra parte, el monto de la deuda se reduce rápidamente en términos reales y es bajo respecto al valor de los inmuebles que pudiese poner en venta, a los actuales precios deprimidos del mercado inmobiliario.

PROCESAMIENTO Y FUENTES DE LA INFORMACION.

Los resultados analizados de los nueve primeros meses del presente ejercicio fiscal, con corte al 30 de junio de 2019 comparativo con el corte al 30 de junio de 2018, corresponden a estados financieros no auditados mientras que los resultados analizados al cierre de los ejercicios fiscales 2017 y 2018 finalizados el 30 de septiembre, corresponden a los estados financieros auditados del Emisor. Los estados financieros fueron ajustados por inflación con base a los índices publicados recientemente por el BCV. La inflación resultante para cada uno de los períodos fue: 370,14% en el AF17, 44.950,55% en el AF18, 6.095,69% en los nueve primeros meses del AF18 y 15.926,96% en los nueve primeros meses AF19. Los auditores actuales son Pacheco, Apostólico & Asociados (PricewaterhouseCoopers).

DESCRIPCION DEL NEGOCIO.

El Fondo de Valores Inmobiliarios, S.A.C.A. (FVI) es una empresa financiera e inmobiliaria constituida en 1992 con sede en Caracas. Al 30/06/19 cuenta con 550 empleados (595 al cierre del AF18). Las líneas de negocio son: 1) Arrendamiento de inmuebles propios, principalmente locales en centros comerciales; 2) Servicios de administración de condominios y contratos de alquiler de centros comerciales y edificios de oficinas, alquiler de espacios publicitarios en centros comerciales e intermediación inmobiliaria; 3) Administración de estacionamientos de centros comerciales y edificios de oficinas; 4) Venta de inmuebles desarrollados o adquiridos por el FVI.

FVI - Distribución de las Ventas netas (%).				
Línea de Negocio	Sep17	Sep18	Jun18	Jun19
Arrendamientos	70,4	33,0	74,9	46,1
Servicios	16,9	47,1	9,7	34,1
Estacionamientos	12,4	5,5	9,1	19,8
Ingresos recurrentes	99,6	85,5	93,7	100,0
Venta de inmuebles	0,4	14,5	6,3	0,0
Total ingresos	100,0	100,0	100,0	100,0

El FVI concentra en dos (2) subsidiarias el manejo y desarrollo de sus principales tipos de inmueble. En Inmuebles y Valores Caracas (INVACA) concentra la oferta de centros comerciales.

INVACA - Áreas arrendadas al 30/09/19.			
Centro Comercial	Area m2 total	Area m2 arrendada	Ocupación %
Tolón.	27.865	26.944	96,69
Lagunita Mall*	22.222	20.782	93,52
Centro San Ignacio	8.027	7.793	97,08
Total Caracas:	58.114	55.519	95,53
Llano Mall	30.232	24.001	79,39
Total:	88.346	79.520	90,01

*Antes PEHLL=Paseo El Hatillo La Lagunita.

En Latinamerican Office Properties (LOP) concentra la oferta de oficinas. El FVI mantiene una estrategia de desinversión en éste segmento, enfocándose en el negocio de Centros Comerciales *High End*.

LOP - Áreas arrendadas al 30/09/19.			
Torres de Oficinas	Área total	Arrendada	Ocupación
Provincial A y B	533	533	100%
Mene Grande	1.146	1.146	100%
Total:	1.679	1.679	100%

Los activos bajo administración incluyen los centros comerciales propios, Tolón, PEHLL, CSI (no controlado) y Llano Mall, y las torres de oficina CSI Oficinas, PEHLL Oficinas, Torre HP, Centro Financiero Galipán y El Samán. El Emisor asume los costos de condominio de los inmuebles comerciales y de oficinas propios, no arrendados. Los estacionamientos corresponden a la Torre HP (420 puestos), Centro San Ignacio (2015 puestos) y CC Tolón (800 puestos poseídos por el FVI). En los últimos tres (3) ejercicios, el FVI solo concretó la venta de apartamentos de Residencias Pórtico El Ávila en San Bernardino, Caracas.

SITUACIÓN DE LA ECONOMÍA Y SECTOR.

PIB (a precios constantes) por Actividad Económica Variación (%) respecto a igual período anterior.				
Actividades	2016	2017	2018	IT 19
Consolidado	-17,0	-15,7	-19,6	-26,8
-Petrolera	-9,9	-15,3	-24,1	-19,1
-No petrolera	-16,9	-15,2	-18,9	-27,3
-Comercio	-39,2	-34,7	-32,8	-30,8
-Construcción	-41,9	-52,5	-52,2	-74,1

Fuente: BCV.

La economía venezolana entró en recesión en 2014. El PIB real se contrajo -49% en los últimos cinco años (2018 versus 2013). En el primer trimestre de 2019, el PIB se contrajo -26,8% respecto a igual período de 2018. El sector Comercio se contrajo -76% en igual período (2018 versus 2013). En el 1er trimestre de 2019, el PIB Comercio se contrajo -30,8% respecto a igual período de 2018.

PDVSA	2015	2016	2017	2018	1S19
Producción promedio (mbd)	2.654	2.159	1.897	1.339	860
Precio promedio (US\$/Barr)	44,6	35,1	46,7	61,4	58,7

Fuentes: Secretariado de la OPEP y Mpetromin (precios).

A la caída pronunciada de los precios del petróleo entre el cuarto trimestre de 2014 y 2016 siguió la caída de la producción de PDVSA, lo cual no permitió aprovechar al máximo la recuperación de los precios en 2017 y 2018. La caída de las exportaciones no tradicionales (entre las que destacan las empresas de Guayana) y las demandas por expropiaciones de empresas extranjeras, han sido factores adicionales que han mermado los ingresos en divisas.

A la caída de los ingresos, se unieron los mayores compromisos de deuda externa por concepto de bonos emitidos por el Gobierno Central y PdVSA, los cuales sobrepasan los diez millardos de dólares anuales en el período analizado. En 2019, esta deuda alcanza US\$ 65 millardos. Los bonos se encuentran en default técnico selectivo desde octubre de 2017. A agosto, los impagos se estiman en US\$ 8 millardos. A ello se suma la deuda por los acuerdos bilaterales con China (US\$ 19 millardos) y Rusia (US\$ 3 millardos), con organismos multilaterales (US\$ 5 millardos) y por expropiaciones (US\$ 11 millardos).

Reservas Internacionales (MM de USD)	Dic15	Dic16	Dic17	Dic18	Sep19
	16.361	10.977	9.524	8.840	8.005

Fuente: BCV.

La menor disponibilidad de divisas ha afectado las reservas internacionales y las importaciones. La correlación existente entre el PIB real y las importaciones ha sido 96% en los últimos 7 años.

Exportaciones e Importaciones de Bienes.				
MM de USD	2016	2017	2018	IT 2019
Saldo en bienes	11.033	22.007	20.895	5.680
Exportaciones fob	27.403	34.030	33.677	8.627
Petroleras	25.942	31.497	29.810	6.115
No petroleras	1.461	2.533	3.867	2.512
Importaciones fob	-16.370	-12.023	-12.782	-2.947
Petroleras	-4.893	-4.167	-6.946	-1.454
No petroleras	-11.477	-7.856	-5.836	-1.493

Fuente: BCV.

Las importaciones privadas sufrieron una mayor caída que las públicas. La asignación de divisas oficiales a empresas privadas (Cadivi, Sicad I, Sicad II, Simadi, Cencoex, Dipro, Dicom) se restringió fuertemente a partir de 2014. El sector comercio se vio obligado progresivamente a adquirir los bienes importados a través de distribuidores locales con acceso a divisas a tasa no oficial. La contracción del

sector ha sido mayor que la del PIB consolidado por su dependencia en las importaciones.

Variación (%)	2016	2017	2018	*2019
INPC	274,4	882,6	130.060,2	4.679,50

Fuente: BCV. *A Septiembre.

El Gobierno ha financiado los crecientes déficits fiscales con la emisión de dinero inorgánico por parte del BCV. La reducción de las asignaciones de divisas al sector productivo nacional, el cierre de empresas y el manejo de las empresas expropiadas, han mermado la producción interna. La situación se agrava por el contrabando de extracción (productos regulados y gasolina), estimulado por los controles de precio y de cambio. La promulgación en enero 2014 de la ley de precios justos, no ha impedido que la inflación haya alcanzado niveles records, erosionando el poder adquisitivo del salario de los trabajadores.

Consumo Privado Variación Real (%)	2016	2017	2018	IT 19
	-19,4	-16,2	-20,1	-34,8

Fuente: BCV.

El consumo privado se contrajo pronunciadamente en el período analizado. El poder de compra de aquellos que devengan sueldo fijo ha sido el más afectado, a pesar de los aumentos en materia salarial decretados (en especial a partir del segundo semestre de 2018), destinando los trabajadores un porcentaje cada vez mayor de sus ingresos a la alimentación.

Tasa de Interés Activa**	2016	2017	2018	*2019
Bancos Universales	21,53	21,55	22,11	29,33

Fuente: BCV. *A Septiembre. **Promedio ponderado, anual.

Las tasas de interés son reguladas por el BCV. La tasa activa promedio de los bancos universales se ha mantenido estable (con un ligero repunte en 2019) a pesar de la aceleración de la inflación y es altamente negativa en términos reales. Con la hiperinflación iniciada en noviembre de 2017, la banca ha incrementado el cobro de comisiones para compensar las bajas tasas de intereses, pero aun así el costo financiero es muy inferior a la inflación. A partir de 2015, año en que la tasa de inflación (180,9%) superó ampliamente la rentabilidad del patrimonio promedio de la banca (63,97%), los bancos confrontan graves problemas para mantener el índice mínimo de patrimonio sobre activos de 9% (7% a partir de enero 2018) que exige la SUDEBAN, viéndose obligados a restringir el crédito. En septiembre de 2018, el BCV, con el objeto de frenar el alza de la tasa de cambio, estableció un encaje especial adicional al encaje ordinario que deben constituir los bancos, igual al 100% sobre el incremento de las reservas bancarias

excedentes al 31/08/18. El crédito al consumo ha virtualmente desaparecido y el corporativo se ha contraído fuertemente en términos reales.

En enero de 2019, el Departamento de Estado y del Tesoro de los Estados Unidos de América impusieron sanciones contra Petróleos de Venezuela, S.A. (PDVSA) que, además de limitar su capacidad de efectuar negocios, congelan unos USD 7.000 millones en activos de la compañía estatal venezolana y cancela unos USD 11,000 millones de pedidos de crudo venezolano de refinerías en territorio estadounidense. El mercado estadounidense (500 mbd aproximados al momento de aplicar las sanciones) representaba el 80% del flujo de caja de PDVSA. Desde entonces, nuevas sanciones se han añadido. El BCV no ha publicado cifras del PIB posteriores al primer trimestre de 2019 (-26,8%). Según estimados de Econometría, en el tercer trimestre de 2019 el PIB real cayó -25,7% (-24,5% en el segundo trimestre). Respecto al tercer trimestre de 2018, la producción promedio de crudo disminuyó -40%, ubicándose en 863.000 mbd. El 5 de agosto 2019, el Departamento del Tesoro de EE.UU emitió una orden ejecutiva que prohíbe las transacciones entre empresas extranjeras y el Gobierno venezolano, afectando el transporte marítimo de petróleo venezolano. Los inventarios de crudo aumentaron a niveles récord y Pdvsa se vio obligada a reducir la producción y detener las operaciones de mezcla. A septiembre 2019, la producción se ubica en 749.000 mbd. Respecto al tercer trimestre 2018, las importaciones del tercer trimestre de 2019 se han reducido -29,3% y el consumo privado -24,8%. A septiembre 2019, el crédito comercial de la banca se ha reducido 93% en términos reales. Las transacciones informales que actualmente se realizan en divisas (no reflejadas en el PIB), le han otorgado cierto dinamismo a la economía. El FMI estima la caída del PIB de Venezuela en 2020 en -10%.

El sector comercio ha estado afectado adicionalmente por la contracción de la industria nacional, que conlleva a una menor disponibilidad de productos locales. Así mismo, se ha observado un importante número de comercios fiscalizados y muchos de estos sancionados, en algunos casos poniendo en riesgo la continuidad operativa de los mismos. El sector construcción se contrajo -90,5% en los últimos cinco años (2018 versus 2013). El sector se vio afectado por un déficit de materiales de construcción y la falta de financiamiento. No obstante, la oferta de inmuebles ha crecido fuertemente en los últimos años, producto de la liquidación de activos para la subsistencia y de la emigración de particulares, reduciéndose el valor

de los mismos en más de un 70% en el período analizado.

POSICIÓN DE LA EMPRESA EN EL SECTOR.

FVI – Porcentaje Promedio de Ocupación (%)			
Centro Comercial	Sep17	Sep18	Sep19
Tolón	92,78	96,27	96,69
Lagunita Mall*	92,64	92,26	93,52
Centro San Ignacio	96,65	97,07	97,08
Total Caracas	95,53	94,82	95,53
Llano Mall	78,70	83,17	79,39
Total General	88,28	90,76	90,01

*Antes PEHLL=Paseo El Hatillo La Lagunita.

Los centros comerciales donde el FVI tiene participación en Caracas (Tolón, Paseo El Hatillo-La Lagunita y San Ignacio), de donde provienen la mayor parte de sus ingresos por arrendamientos, atienden a los segmentos de la población de mayor poder adquisitivo (*high end*) y la volatilidad de las ventas de sus locales es menor a la del comercio en general. El promedio de ocupación de estos locales se ha mantenido alto y estable en el período analizado. El promedio de ocupación de Llano Mall se vio afectado en el AF16 (69% versus 82% en el AF15) por la transición hacia el esquema de comercialización *high end* que caracteriza a los centros comerciales del FVI, lo que implica la introducción de nuevas marcas y comerciantes. En dicho ejercicio, 3.000 m² de locales (10% del área arrendable) se usaron como salón de eventos para generar renta, los cuales aparecen como desocupados. Desde entonces, el porcentaje de ocupación de Llano Mall se ha venido incrementando, alcanzando 83% en el AF18.

En mayo de 2014, se publicó el decreto N° 929 mediante la cual se dicta la Ley de Regulación de Arrendamiento Inmobiliario para uso Comercial. La ley establece que la fijación del canon de arrendamiento será determinado por el arrendador y el arrendatario aplicando alguno de los siguientes métodos acordado entre las partes:

- 1) Canon de Arrendamiento fijo base (CAF), el cual tiene como base el valor del inmueble determinado mediante avalúo realizado según el método de costo de reposición.
- 2) Canon de Arrendamiento variable (CAV) con base en porcentaje de ventas, el cual oscilará entre el 1% y 8%, y entre 8% y 15% si la actividad principal del comercio es el entretenimiento.
- 3) Canon de Arrendamiento mixto (CAM) compuesto por porción fija más porcentaje de Ventas, en cuyo caso la porción fija no podrá ser superior al 50% de lo

que corresponde a un canon de arrendamiento fijo y el % de ventas en ningún caso será superior a 8%.

La ley establece que en caso de no poder acordar arrendatarios y arrendadores el canon, deberán solicitar a la Superintendencia Nacional para la Defensa de los Derechos Socio Económicos (Sundee) su determinación. Adicionalmente, la ley establece que los gastos de condominio serán acordados por un Comité Paritario de Administración del Condominio integrado por arrendadores y arrendatarios, sin que se fije ningún porcentaje máximo para dichos gastos. El método favorecido por el FIV es el del canon de arrendamiento mixto, compuesto por una porción fija más un porcentaje de Ventas (CAM). Los contratos se suscriben con un año de duración.

FVI – Número de trabajadores				
Línea de Negocio	Sep16	Sep17	Sep18	Sep19
Corporativos	210	221	217	165
Administración *	358	317	292	305
Estacionamientos	110	103	86	80
Totales	678	641	595	550

*Administración de centros comerciales y torres de oficinas, incluyendo condominios.

Respecto al cierre de 2016, el número de trabajadores del FVI se ha reducido -18,9% en los últimos tres años. El número de trabajadores dedicados a la administración de centros comerciales y torres de oficina es el que ha sufrido una menor reducción (-14,8%), cónsono con los niveles de ocupación, y los corporativos la mayor (-21,4%).

ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS.

FVI – Ventas netas (MM de Bs constantes*)				
Línea de Negocio	Sep17	Sep18	Jun18	Jun19
Arrendamientos	21.561	73.323	23.905	21.551
Servicios	5.167	104.703	3.090	15.916
Estacionamientos	3.784	12.246	2.900	9.242
Ing. recurrentes	30.512	190.273	29.895	46.710
Venta inmuebles	119	32.227	2.003	0
Total ingresos	30.631	222.499	31.898	46.710

*A moneda de junio 2019.

Respecto a igual período del ejercicio anterior, los ingresos recurrentes en bolívares constantes se incrementaron +523,6% en el AF18 (arrendamientos +240,0%; servicios +1.926,4%; estacionamientos +233,6%). En el Af18, los ingresos por renta variable que percibe el Emisor por los contratos de arrendamientos de locales comerciales se vieron favorecidos por la hiperinflación que se inició en noviembre de 2017 (primer trimestre del ejercicio). En el AF19, los ingresos recurrentes crecieron +56,2% (arrendamientos -9,8%; servicios +415,1%;

estacionamientos +217,8%). En el primer semestre de 2019, los contratos de arrendamiento de locales comerciales prorrogados contemplan la cancelación por anticipado de la renta fija anual. El 8,5% de estos ingresos son registrados como servicios (por manejo de contratos) en lugar de arrendamientos. En el segundo semestre de 2019 (evento posterior), el comercio en divisas ha facilitado un incremento de los cánones de arrendamiento (porción fija), los cuales se reducen a USD 2/mts2 a diciembre de 2018.

Por su parte, con la caída de los precios en el sector inmobiliario y falta de nuevos proyectos, la venta de inmuebles se ha reducido considerablemente. En el AF17 representa 0,4% de los ingresos por ventas. En el AF18, la venta de inmuebles se incrementó 26.981,5% respecto al ejercicio anterior, representando 14,5% de los ingresos por ventas. Todas las ventas corresponden a apartamentos de Residencias Pórtico El Ávila. En el AF19, no se han registrado ventas de inmuebles.

FVI - Margen bruto (%) - EE:FF. a Bs constantes.				
Línea de Negocio	Sep17	Sep18	Jun18	Jun19
Arrendamiento	55,8	70,7	78,7	67,3
Servicios	73,2	9,7	39,1	52,2
Gestión integral*	59,2	34,9	74,1	60,9
Estacionamiento	2,9	-60,5	10,9	2,9
Margen bruto IR**	52,2	28,2	68,0	49,4
Venta inmuebles	43,8	4,3	0,4	***n.a.
Margen bruto	52,2	38,4	70,0	49,4

*Arrendamientos más Servicios. **Ingresos recurrentes.

***No aplica: No hubo ventas de inmuebles en el período.

Con la promulgación de la Ley de Regulación de Arrendamiento Inmobiliario en mayo de 2014, el FVI retomó el comportamiento positivo de sus ingresos por arrendamientos. La administración de condominios (parte de los servicios) se hizo más eficiente. El margen bruto por gestión integral sufrió un descenso de +59,2% en el AF17 a +34,9% en el AF18, manteniéndose ampliamente positivo. En el AF19 (a junio) el margen bruto se incrementa a 60,9%. Las modificaciones introducidas al cálculo y aplicación de las tarifas de estacionamiento (por ejemplo, tarifas planas) permitieron recuperar el margen bruto de esta actividad en el AF17 (+2,9%). En el AF18, los bajos ajustes al monto de las tarifas aprobados en medio del período hiperinflacionario, se tradujeron en un margen bruto altamente negativo (-60,5%). No obstante, el margen bruto de las actividades recurrentes se mantuvo positivo (+28,2%) debido al menor peso que tienen los estacionamientos en el total de ingresos. En el AF19, el margen bruto de estacionamientos es de +2,9%.

Rentabilidad (%)	Sep17	Sep18	Jun18	Jun19
Margen operativo	11,7	4,7	30,7	26,8
Margen neto	40,8	63,5	33,9	48,0
EBITDA/Vtas netas	11,7	7,2	30,7	44,8
ROE**	3,8	30,7	17,4	3,1
ROA**	3,4	25,7	9,2	3,0

*Ingresos recurrentes; no incluye Ingresos y costos por venta de inmuebles. **Calculados sobre la base del patrimonio y activos a fin del período; anualizados al corte para fines comparativos.

Con la caída del margen bruto, el margen operativo se redujo de +11,7% en el AF17, a +4,7% en el AF18. En los primeros nueve meses del AF19, el margen operativo se ubica en +26,8%. El margen neto ha sido ampliamente positivo en toda la serie analizada (+40,8% en el AF17, +63,5% en el AF18 y +48,0% en los primeros meses del AF19) impulsados por las diferencias en cambio de moneda extranjera, producto de una posición activa en todo el período.

Endeudamiento (veces)	Sep17	Sep18	Jun18	Jun19
Pasivo/Patrimonio	0,14	0,19	0,89	0,03
Pasivo.circulante/Pasivo	0,50	0,48	0,96	0,55
Deuda Financ./Pasivo	0,55	0,21	0,59	0,01
Deuda Fin.Neta/Ventas	0,55	-0,07	1,15	-0,12

El índice pasivo patrimonio se ha mantenido muy por debajo de la unidad (0,14x al 30/09/17, 0,19x al 30/09/18 y 0,03 al 30/06/19) producto del valor de las propiedades plantas y equipos (locales comerciales y estacionamientos principalmente) y propiedades de inversión (terrenos y edificaciones bajo contratos de arrendamiento) del Emisor y el menor nivel de actividad en el período recesivo.

Deuda Financiera Neta (MM de Bs constantes*)				
Partidas del Balance	Sep17	Sep18	Jun18	Jun19
Préstamos y Obl CP	14.137	7.745	42.942	414
Préstamos y Obl LP	11.280	10.912	170	4
Deuda financiera	25.417	18.657	43.113	418
Efectivo y equiv.	8.532	33.980	6.436	5.853
Deuda financ. neta	16.885	-15.323	36.676	-5.435

*A moneda de junio 2019.

El manejo del flujo de caja permitió cerrar el AF18 con una deuda financiera negativa (Bs -15.323 millones), a pesar de los bajos resultados operativos. Al 30/06/19, la deuda financiera neta sigue siendo negativa (Bs -5.435 millones).

Liquidez (veces)	Sep17	Sep18	Jun18	Jun19
Cobertura de int. netos	1,61	1,53	1,59	13,65
Liquidez	1,73	1,77	0,76	2,55
Efectivo/ Deuda fin CP	0,60	4,39	0,15	14,13
Efectivo e Inv. Temp. / Deuda financ. CP	1,28	6,67	0,35	17,57

Las coberturas de intereses del AF17 y AF18 son similares y ajustadas (1,61x y 1,53x respectivamente). Tomando en cuenta la relativa predictibilidad y estabilidad de sus ingresos recurrentes, y el volumen de activos que pudiese vender, el Emisor aprovecha al máximo las condiciones favorables para el apalancamiento financiero en bolívares. Al 30/06/19, la deuda financiera es baja (Bs 418 millones) producto de la contracción del crédito y las condiciones menos favorables del endeudamiento bancario; con la recuperación del margen operativo en los primeros nueve meses del AF19 y el menor endeudamiento, la cobertura de intereses se eleva a 13,65x.

El índice de liquidez se mantuvo en niveles similares, por encima de 1,5x, al cierre del AF17 y AF18 (1,73x al 30/09/17 y 1,77x al 30/09/18). Con la reducción de la deuda financiera, al 30/06/19 el índice de liquidez se eleva a 2,55x y el efectivo cubre 14,13 veces la deuda financiera a corto plazo. El Emisor mantiene suficientes inversiones en títulos valores clasificados a largo plazo, correspondientes a su participación en alianzas estratégicas con socios internacionales para el desarrollo de proyectos comerciales, las cuales pueden ser liquidadas parcialmente en caso de ser requerido para honrar compromisos financieros.

SENSIBILIDAD ANTE CAMBIOS EN LA POLITICA ECONOMICA.

FVI - Posición en Moneda Extranjera				
(miles de US\$)	Sep16	Sep17	Sep18	Jun19
Efectivo	827	880	766	547
Cuentas x cobrar	325	455	405	549
Inversiones	4.587	6.154	-	593
Total Activos	5.739	7.488	1.170	1.688
Préstamos bancarios	989	1.134	220	244
Obligac financieras	48	42	-	97
Ctas x P comerciales	-	-	-	330
Depósitos garantía	97	97	-	-
Total Pasivos	1.134	1.273	220	671
Posición Neta	4.605	6.215	950	1.017

Históricamente, el Emisor ha mantenido una posición activa neta en moneda extranjera. Por otra parte, mantiene inversiones en portafolios denominados en bolívares cuya valoración fluctúa de acuerdo al tipo de cambio del bolívar principalmente frente al dólar americano. Este esquema de inversión aunado a la posición activa en moneda extranjera, le permite obtener resultados positivos ante escenarios de devaluación del tipo de cambio oficial.

Proyecciones del Flujo de Caja y Deuda financiera.			
Partidas (MMBs)/ Índices (veces)	IV Trim AF19	AF20	I Trim AF21
Gestión integral	26.179	828.854	1.042.665
Estacionamientos	3.618	89.948	112.497
Total ingresos op.	29.797	918.803	1.155.161
Total egresos op.	26.408	267.245	344.400
FC libre operativo	3.388	651.558	810.761
Intereses gastos	616	4.975	1.235
Capex	2.139	22.805	0
Dividendos efectivo	0	0	0
Nueva deuda	0	20.000	0
Amortizaciones	0	0	20.000
Deuda financiera	418	20.000	0
Cobertura intereses	5,5	131,0	656,4
Cobertura capital + int	3,3	26,1	656,4

En el horizonte de los papeles comerciales objeto de la presente calificación, el FVI no tiene previsto incrementar su nivel de endeudamiento más allá del monto de la presente emisión. No se incluyen ingresos por venta de inmuebles, tomando en cuenta que el mercado inmobiliario se encuentra deprimido. No se tiene previsto el pago de dividendos en efectivo. Las inversiones requeridas (Capex) en el AF20 para el mantenimiento de los inmuebles y servicios ofrecidos representan 2,5% de los ingresos operativos. El programa de expansión previsto por el Emisor no requiere de financiamiento (ver Expansión y Crecimiento en punto siguiente).

La cobertura de intereses proyectada por la Gerencia del FVI es holgada, tomando en cuenta el nivel de apalancamiento previsto, las tasas de interés prevalecientes en el mercado y el flujo de caja proveniente de las actividades recurrentes. La capacidad de pago del FVI con sus ingresos recurrentes se pudiera ver comprometida por un deterioro mayor del esperado de la actividad de los comercios (componente variable de los cánones de arrendamiento y ocupación de locales comerciales). No obstante, el monto de la deuda se reduce rápidamente en términos reales debido al proceso inflacionario y, de arranque, es bajo respecto a las inversiones temporales y el valor de los inmuebles que pudiese poner en venta el Emisor, aún con los precios deprimidos del mercado inmobiliario. La totalidad de la deuda se encuentra denominada en bolívares. Un incremento de 10 puntos porcentuales en las tasas activas promedio de interés reduciría la cobertura de intereses proyectada con ingresos recurrentes del FVI a niveles aún holgados.

EXPANSIÓN Y CRECIMIENTO.

El FVI ha virtualmente concluido el proceso de desinversión en el segmento de oficinas, concentrándose en el segmento de Centros Comerciales “High End”. Tomando en cuenta que los precios del sector se encuentran en un mínimo histórico y el potencial de crecimiento del flujo de caja por arrendamientos en términos reales, una vez alcanzado un ambiente de estabilización macroeconómica, el Emisor ha desarrollado un plan de crecimiento en el sector inmobiliario de centros comerciales y en el sector de residencias AAA. A tal efecto, el FVI tiene previsto una emisión de acciones, hasta por un monto equivalente al 5% del capital social actualizado de la compañía, cuyos fondos serán destinados a la adquisición de activos.

GARANTÍAS Y RESGUARDOS.

El Programa de Papeles Comerciales N° 2019-I objeto de la presente calificación, no contará con ningún tipo de garantía o resguardo respecto del pago de intereses y capital, que otorguen al inversionista una protección adicional a la solvencia del Emisor.

ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD.

El Fondo de Valores Inmobiliarios fue fundado en marzo de 1992, por Luis Emilio Velutini y un grupo de inversionistas relacionados con instituciones financieras venezolanas, dedicándose a la inversión, desarrollo y administración de un portafolio de activos inmobiliarios (locales comerciales y oficinas) bajo la figura de alquileres a largo plazo.

Durante el año 1997, la empresa realizó una oferta pública de acciones clase B equivalentes a US\$ 100 millones y en enero de 1998 logró completar el programa de ADR'S Nivel I. Durante 2002 se concretó la suscripción de acciones por parte de la empresa EIP con un aporte superior a BsF. 51,0 millones. La empresa EIP forma parte de Equity Group Investment, formada por un grupo de empresas dedicadas al manejo de inversiones en el mercado inmobiliario de los Estados Unidos de América y otras regiones, con activos combinados por más de US\$ 38.000 millones. Los accionistas al 30 de junio de 2019 son:

Accionistas	% Participación
Accionista Clase “A”	
Venezuela Invest Ltd.	12,88
Otros	1,13
Total Clase “A”	14,01
Accionista Clase “B”	
Bank of New York (ADR)	24,38
Caja Venezolana de Valores	45,90
Otros*	15,70
Total Clase “B”	85,99
Total	100,00

*Otros: Incluye 18.066 de acciones en Tesorería.

La Junta Directiva nombrada en asamblea de accionistas de fecha 20 de mayo de 2019, para el período 2019-2021, está conformada por los siguientes miembros:

Nombre	Cargo
Luis Emilio Velutini Urbina	Presidente
Luis Emilio Velutini Urbina	Directores Principales
Horacio Velutini Sosa	
Alejandro Petit Mena	
Luis García Montoya	
Luis García Armas	
Luis Delgado Lugo	
Luis Emilio Velutini Manzo	
Carlos Acosta	
José Vicente Melo López	
Alvar Nelson Ortiz	
Luis Guerrero Rosales	Directores Suplentes
José Eusebio Mendoza	
Tulio Guillermo Chacón	
Luis Carlos Serra Carmona	

Los dividendos en efectivo cancelados en el período analizado se muestran a continuación.

Dividendos en efectivo (mm de Bs constantes)	Sep17	Sep18	Jun18	Jun19
	52,1	380,5	147,2	-

IMPACTOS DE LA EMISIÓN.

El 100% de los fondos que se obtengan de la colocación de la emisión N° 2019-I de papeles comerciales serán utilizados para financiamiento de Capital de Trabajo.

ADVERTENCIA: El presente Dictamen no implica recomendación para comprar, vender o mantener los títulos valores calificados, ni implica una garantía de pago del título sino una valuación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente.