

RESUMEN DEL DICTAMEN DE CALIFICACION DE RIESGO

EMISOR:	FONDO DE VALORES INMOBILIARIOS, S.A.C.A.
DESCRIPCION DE LOS TITULOS:	Papeles Comerciales al portador no convertibles en Acciones hasta por la cantidad de VEINTE MIL MILLONES DE BOLIVARES (Bs. 20.000.000.000,00), emisión aprobada en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada el 20 de mayo de 2019 y acordado por la Junta Directiva en su sesión del 09 de junio de 2019.
PLAZO DE LOS TITULOS:	Hasta Trecientos Sesenta (360) días.
USO DE LOS FONDOS:	100% de los fondos provenientes de la colocación de papeles comerciales serán utilizados para financiamiento de Capital de Trabajo.
INFORMACION ANALIZADA:	a) Estados financieros al 30 de septiembre los años 2017 y 2018 auditados Pacheco Apostólicos y Asociados, más un corte no auditado al 31 de junio de 2019. b) Entrevistas con Ejecutivos de la empresa c) Información sectorial
RIESGO:	A3 <u>Categoría:</u> "A" Corresponde aquellos instrumentos con una muy buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no debería verse afectada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que éste pertenece, o en la economía. Sólo en casos extremos, pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado. <u>Sub-categoría:</u> "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 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 GLOBAL RATINGS SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO, C.A. tenga conocimiento de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.



EDUARDO GRASSO V.



BEATRIZ FERNÁNDEZ R.



ANTONIO LOBO

Caracas, 19 de diciembre de 2019

N° DIC-GR-BT/2019

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Fondo de Valores Inmobiliarios, S.A.C.A. es una empresa especializada en el negocio inmobiliario y financiero, tanto de espacios de oficina como centros comerciales. Su estrategia está enfocada fundamentalmente en el nicho de centros comerciales, convirtiéndose en un negocio rentable a lo largo de los años. Como resultado de esta práctica, mantiene un portafolio con elevados niveles de ocupación 90,1%. La cartera de inversiones de F.V.I. está conformada básicamente por el Centro San Ignacio, El Tolón, El Hatillo y Llano Mall, administrado a través de la subsidiaria Inmuebles y Valores Caracas, C.A. (INVACA), los cuales han mantenido tendencias favorables en sus resultados en los últimos años. A pesar del escenario económico adverso, en términos generales al cierre de Sep2018, las ventas netas registraron un incremento del 628%. El margen EBITDA para el corte de Jun2019, evidenció una tendencia creciente, sustentada principalmente a la flexibilización de los cánones de arrendamiento, que permitieron mejorar las rentas que percibe la empresa por su negocio principal. Los costos operativos mantienen por su parte una tendencia decreciente totalizando a Jun2019 23%, respecto al total de ingreso. Por otra parte, la empresa cuenta con una solvencia total adecuada, con activos corrientes compuestos en su mayoría por Inventario de inmuebles disponibles para la venta y cuentas por cobrar, que exponen un índice ácido capaz de cubrir las obligaciones a corto plazo del emisor. El apalancamiento de la compañía está influenciado por obligaciones con instituciones financieras nacionales, por lo tanto, dada la contracción del sector bancario, se ha propuesto en aumentar su financiamiento mediante la emisión de deuda en el mercado de capitales, con la finalidad de aumentar su capital de trabajo, a fin de que garantice la continuidad de sus operaciones. Al evaluar la estructura de la emisión planteada, se considera que los mecanismos previstos en la misma mitigan eficientemente los riesgos identificados. Global Ratings continuará monitoreando el riesgo global de la empresa, con la finalidad de que la calificación otorgada refleje adecuadamente el perfil de riesgo de la compañía. Hechas estas consideraciones, la Junta Calificadora asigna la Categoría "A", Subcategoría "A3" a la presente emisión de Papeles Comerciales al portador hasta por un monto de Bs. 20.000.000.000 de FONDO DE VALORES INMOBILIARIOS, S.A.C.A

1. EMISOR

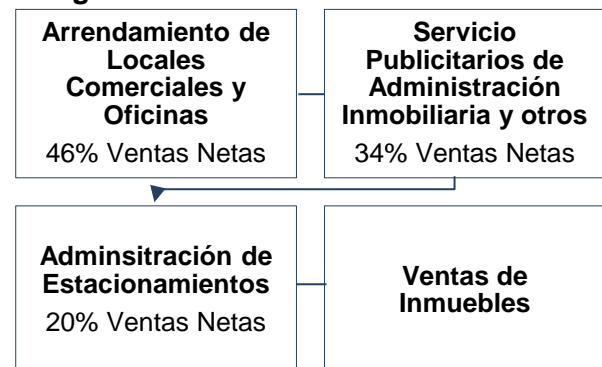
1.1 DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

El Fondo de Valores Inmobiliarios, S.A.C.A. (FVI) es una empresa especializada en el negocio inmobiliario y financiero, dedicada a invertir, promover y administrar el alquiler de espacios de oficina y centros comerciales "de gama alta - exclusivos" basados en tres parámetros fundamentales: ubicación, seguridad y calidad de servicio.

En principio, el segmento de inversión del FVI se centraba en el mercado de bienes raíces para el arrendamiento de oficinas de lujo. Sin embargo, a fin de atenuar el impacto económico y diversificar la cartera de inversión, la empresa decidió incursionar en el nicho de centros comerciales y entretenimiento, convirtiéndose en un negocio exitoso a lo largo de los años.

El portafolio de clientes de la empresa se encuentra atomizado entre un número importante de comerciantes y proveedores de servicios, algunas de las marcas comerciales que se encuentran presentes en los centros comerciales administrados por la compañía son: Banesco, Banco Mercantil, Banco de Venezuela, Banco Bicentenario, Zara, CINEX, Ávila Burger, Timberland.

Diagrama 1. Actividades del FVI Jun2019



Fuente: FVI – Elaboración propia

El negocio de los centros comerciales se desarrolla en tres ángulos: En primer lugar, el arrendamiento de los locales o espacios disponibles. La renta de los locales contempla un canon de arrendamiento fijo y un porcentaje sobre los ingresos. Por otro lado, se incluye el alquiler de los puestos de estacionamiento, cónsono con el argumento de la seguridad. Y por último lo correspondiente a la administración de los centros comerciales, actividad de la que se obtienen ingresos por servicios, aunque no se trata de un monto significativo.

FVI inició hace más de cinco (5) años un plan de desincorporación de inmuebles de su portafolio, queda pendiente la ejecución de la venta de las oficinas de la Torre Provincial, a pesar de que la empresa mantiene un grupo importante de propiedades por vender, su estrategia sigue enfocada en la administración de centros comerciales.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

1991, Constitución de la compañía - Inicio de actividades dedicadas a la inversión, desarrollo de administración de portafolio de activos inmobiliarios.

1996, La empresa argentina Inversiones y Representaciones S.A. (IRSA), se incorpora como socio por medio de una oferta privada de acciones.

1997, FVI consolida asociaciones con empresas constructoras, con el fin de desarrollar inmuebles destinados tanto al uso comercial como residencial de lujo.

2005, Concreta la venta de un conjunto de inmuebles de su propiedad; Torre Shell - El Rosal, La Torre Parque Caribe, y la venta de espacios de oficina en el Centro Empresarial El Rosal.

2006 - 2009, Acomete proceso de desinversión en el negocio de oficinas vendiendo m2 de: Centro San Ignacio, Torre HP y Torre Provincial.

2018, Actualmente la cartera de FVI está constituida por centros comerciales y espacios de oficinas - El objetivo es concentrarse en el negocio de centros comerciales.

Fuente: FVI – Elaboración propia

1.2 ANÁLISIS DEL ENTORNO

A nivel mundial el mercado inmobiliario se ha expandido sustancialmente en los últimos años, siendo China quien lidera con una participación cercana al 20%, sustentada en la creciente demanda de la población y de inversionistas extranjeros, seguida en segundo lugar por los Estados Unidos con una cuota de 15%, que se estima aumente en los próximos años, mediante el plan de inversión para la modernización de las ciudades más antiguas emprendido, en tercera posición encontramos a la India, fomentada por el rápido crecimiento de la población, además Japón y Canadá con menor porcentaje.

En cuanto a Latinoamérica; entre los países con mayor expansión está Brasil, donde el mercado está creciendo exponencialmente debido a la inversión de transnacionales y su necesidad de espacios físicos de oficinas e instalaciones de almacenamiento, por su parte,

la importación de bienes de bajo costo desde Asia está impulsando la necesidad de incrementar la oferta inmobiliaria, en segundo lugar se ubica México, donde se desarrollan complejos inmobiliarios para satisfacer la demanda de la creciente población, más el interés en las propiedades baratas que se ha mantenido durante los últimos años, seguido con menor proporción de mercado pero emergiendo se encuentran Chile, Perú, Panamá y Colombia.

En Venezuela para el cierre del 2018 los precios de venta por M2 de oficinas comerciales decreció un 70%, respecto al año anterior. El mercado inmobiliario represento 8% del total del PIB para el 2018, un 3% menos en comparación del cierre 2017, que se ubicó en un 11%, de acuerdo a información recabada por la Cámara Inmobiliaria de Venezuela, los bienes inmuebles cuestan apenas un 25% de lo que costaban en el pasado.

Tabla 1. Indicadores Sector Inmobiliario

	2018	2017	2016	2015
Transacciones de Oficinas/M2	2.100	7.000	8.248	9.498
Precio de Oficinas \$/M2	2.000	2.894	6.096	10.500
PIB Servicio Inmobiliarios Bs.	40.271	44.943	50.156	57.611
PIB Construccion Bs.	4.522	9.527	20.069	34.565

Fuente: BCV, Cámara Inmobiliaria Metropolitana – Elaboración propia

A pesar del escenario actual, el mercado inmobiliario luce como una opción interesante de inversión para la protección patrimonial de empresas y personas, ya que por un lado los precios de los inmuebles han sufrido bajas importantes, y en particular en el sector de inmuebles de estrato alto, existe una disponibilidad importante de metros cuadrados, que se ha acentuado debido a la reducción en los precios de mercado, estas circunstancias convierten al sector de inmobiliario en una opción a evaluar en el mediano plazo.

De acuerdo con datos del Boletín Estadístico de la Cámara Inmobiliaria Metropolitana, el cual recoge variables del mercado y comportamiento del sector en la ciudad de Caracas, el estudio demuestra que de la oferta total de inmuebles más del 30% corresponde a

espacios para el alquiler, mientras que el restante está orientado a la venta. En línea con lo anterior, Históricamente este sector ha guardado un comportamiento semejante a los ciclos de la economía nacional, además, mayor grado de sensibilidad y leve rezago frente a las variaciones de la actividad económica interna. Por lo que, mediante la evaluación de la actividad relacionada y su comportamiento en los últimos meses, se puede inferir que la economía interna se mantiene en un estado de recesión, situación que continuará en los siguientes meses, que podría influirlo negativamente en el sector, ocasionando un impacto significativo sobre las operaciones del emisor.

1.3 ESTRATEGIA Y POSICIONAMIENTO

El FVI cuenta con 27 años de trayectoria y se ha consolidado a nivel local 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 de alto nivel, 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, respaldados por el reconocimiento de su marca.

Como resultado de esta estrategia, se mantienen elevados niveles de ocupación (90,1% promedio) en su portafolio, incluyendo activos no medulares. Actualmente, el mismo está compuesto de la siguiente manera:

Tabla 2: Portafolio de Inversiones del FVI

	ÁREA TOTAL	ÁREA ARRENDADA	% OCUPACIÓN
CENTRO COMERCIAL	86.172,69	77.189,33	89,6%
Llano Mall	30.349,64	23.481,14	77,4%
Tolon	25.704,10	25.243,70	98,2%
Pehll	21.812,62	20.543,87	94,2%
CSI	8.306,33	7.920,62	95,4%
TORRES NCA	5.235,69	5.171,93	98,8%
Torre el Samán	1.776,89	1.776,89	100,0%
Parque Ávila	1.713,26	1.713,26	100,0%
Mene Grande	1.146,00	1.146,00	100,0%
Provincial	599,54	535,78	89,4%
TOTAL PORTAFOLIO FVI VENEZUELA	91.408,38	82.361,26	90,1%

Fuente: FVI – Elaboración propia

El FVI se adscribe a una estrategia según la cual se consolida en el segmento de Centros Comerciales “de lujo” con el objetivo de determinar mayores y mejores niveles de ingresos que potencien su flujo de caja, a través de su subsidiaria Inmuebles y Valores Caracas, C.A. (INVACA). A continuación, se realiza un breve análisis del desempeño de cada centro comercial.

Centro Comercial Llano Mall

Cuenta con 30.349,64 m² de comercio, distribuidos en dos niveles. Actualmente se encuentra ocupado en un 77,4% y dentro de sus instalaciones posee 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, McDonal’s, Valeo, Digitel, Movistar, Movilnet, NY&CO, Banco de Venezuela, Exotik, Óptica Caroní, entre otro.

Paseo el Hatillo – La Lagunita

Los resultados de este centro comercial, a nivel de número de visitantes y ventas, evidencian un comportamiento estable.

Tolón Fashion Mall

El modelo de negocio del Tolón, orientado a suplir las necesidades de los clientes, incorporando nuevos conceptos de marcas internacionales otros, ha permitido potenciar su actividad comercial. Con respecto a las ventas, la tendencia es positiva con picos en el último trimestre del año. Se observó un incremento significativo en los niveles de venta en comparación con el año anterior, a pesar de la contracción económica.

Centro San Ignacio (CSI)

La estrategia que lleva adelante en este, 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 a un centro de entretenimiento familiar, con la creación de una tendencia hacia lo gastronómico.

Actualmente se está analizando un ambicioso plan de crecimiento en el sector inmobiliario de centros comerciales, así como en el sector de oficinas de lujo. El plan tiene como objetivo fundamental duplicar el tamaño de negocio en función de los metros cuadrados administrados y poseídos en portafolio en un plazo de 3 a 5 años, para de esta forma aprovechar las economías de escala producto de la estructura operativa actual del emisor. La estrategia para los próximos 5 a 10 años es hacer crecer el volumen de negocios de la compañía a través de la integración con grupos tenedores de activos, y de esta forma agregar valor a los accionistas de la compañía.

1.4 PROPIEDAD Y GERENCIA

El Capital social nominal suscrito y pago de FVI es de Bs 123.456,00, representados en (12.345.560.624) acciones comunes, todas nominativas, no convertibles al portador y con un valor nominal de Bs. 0,00001 cada una.

Tabla 3. Composición Accionaria de FVI

Accionistas	N° Acciones	% Participación Tipo de Acción	% Participación Total Acciones
Accionistas Clase "A"	1.730.129.573	100,00%	14,01%
Venezuela Invest Ltd.	1.590.598.177	91,94%	12,88%
Otros*	139.531.396	8,06%	1,13%
Accionistas Clase "B"	10.615.431.051	100,00%	85,99%
Bank of New York (ADR)	3.009.726.807	28,35%	24,38%
Caja Venezolana de Valores	5.667.150.739	53,39%	45,90%
Otros*	1.938.553.505	18,26%	15,70%
Total	12.345.560.624		100,00%

Fuente: FVI – Elaboración propia

La gestión del FVI está a cargo de la Junta Directiva, cuya designación fue realizada en Asamblea General Ordinaria de Accionistas celebrada el 20 de mayo de 2019, para un período de tres (3) años conformada por los siguientes miembros:

Directores Principales: Luis Emilio Velutini Urbina (Presidente), Horacio J. Velutini Sosa, Alejandro Petit Mena, Luis García Montoya, Luis García Armas, Luis Delgado Lugo, Luis Emilio Velutini Manzo, Carlos Acosta, José Vicente Melo López y Alvar Nelson Ortiz.

2. DESEMPEÑO FINANCIERO

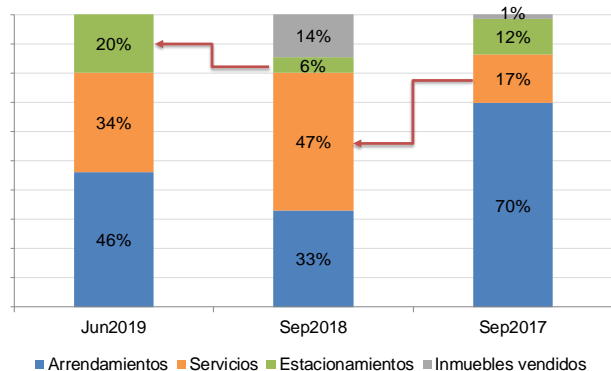
La información financiera analizada está basada en los estados financieros consolidados al 30 de septiembre los años 2017, y 2018 auditados por Pacheco Apostólicos y Asociados, más un corte no auditado al 31 de junio de 2019. Toda la información se encuentra elaborada según normativa vigente de la SUNAVAL.

La consolidación incluye las cuentas de FVI y subsidiarias: Inversiones Boca del Río (poseída 100%), Inversiones Kitami, C.A. (poseída 100%), Casa de Campo Aguasal, C.A. (poseída 100%), Lesuma Investment Corporation Ltd. y Subsidiarias (poseída 100%), LopcoBm Ltd. y Subsidiarias (poseída 100%), C.A. de Inmuebles y Valores Caracas y Subsidiarias (poseída 98,72%).

2.1 EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

Los ingresos de FVI se pueden diferenciar entre recurrentes; los que se generan vía arrendamientos, servicios y estacionamientos, y no recurrentes que corresponden a la venta de inmuebles. La compañía registro ingresos totales por 46.709,9 MMBs., a Jun2019, reflejando una variación interanual negativa estimada de 72%, en contraste con la tendencia histórica mostrada, esta situación se explica por la disminución del precio medio de los inmuebles tanto de alquiler como de venta, por otro lado, la merma del poder adquisitivo de los consumidores locales, lo que influye de forma directa sobre la demanda. Sin embargo, se evidencia una notable recuperación del rendimiento, producto del arrendamiento de inmuebles, como resultado de los ajustes al marco legal que regula los arrendamientos comerciales.

Gráfico 1. Composición de los ingresos



Fuente: FVI – Elaboración propia

Al observar de forma detallada, se evidencia que el arrendamiento comercial representa la mayor fuente de ingresos de la empresa, donde la retribución obtenida por esta vía alcanza una proporción del 46% del total de ingresos de la compañía, al corte de Jun2019. Es importante resaltar, que la empresa muestra gran flexibilidad en su estrato de negocios, al desempeñarse bajo distintos esquemas contractuales, que van de arrendamientos comerciales, pasando por servicios de administración de inmuebles, hasta la construcción y venta de inmuebles, lo que le permite diversificar tanto su fuente de ingresos como reducir el riesgo asociado. Así lo sustentan los márgenes del negocio que mantienen una tendencia positiva notable.

Tabla 4. Indicadores de Rentabilidad

	Jun2019	Sep2018	Sep2017
Margen Bruto	49,4%	38,4%	52,2%
Margen Operativo	26,8%	4,7%	11,7%
Margen Neto	48,0%	63,5%	40,8%
Margen EBITDA	41,4%	8,9%	30,2%
ROA	2,5%	4,3%	2,5%
ROE	2,7%	5,0%	2,8%

Fuente: FVI – Elaboración propia

Respecto a los niveles de eficiencia al evaluar el ciclo de caja, la empresa presenta un ciclo operativo moderado, al rotar sus cuentas por cobrar (55 días) al corte, reflejando una brecha bastante favorable para el emisor, ya que posee un rango conveniente de maniobra para gestionar el cumplimiento de sus obligaciones. Destaca que la mayor porción de las cuentas

por cobrar corresponde a anticipos por opción a compra y otras cuentas por cobrar comerciales.

Tabla 5. Indicadores de Eficiencia

	Jun2019	Sep2018	Sep2017
Días Ctas. por Cobrar	55	16	78
Días Ctas. por Pagar	137	12	33
Ciclo efectivo	(82)	5	45

Fuente: FVI – Elaboración propia

2.2 SOLVENCIA Y LIQUIDEZ

La compañía mantiene activos corrientes por 43.498,3 MMBs., que están compuestos principalmente por Inventario de inmuebles disponibles para la venta, documentos y cuentas por cobrar, efectivo y equivalentes que representan para Jun2019 el 91% del total de activos líquidos. Los cuentas y documentos por cobrar, participan en un 22% con un monto de 9.571,4 MMBs., conformado por cuentas por cobrar comerciales y anticipos por opción a compra, el efectivo y sus equivalentes totaliza 5.852,8 MMBs., por último, los inventarios corresponden al 55% de los activos corrientes ubicándose en 23.990,5 MMBs., representado por Oficinas, locales comerciales, villas recreacionales, residencias y apartamentos.

En referencia al nivel de solvencia total de la empresa, la totalidad de los activos de FVI ascienden en Jun2019 a 1.009.591,1 MMBs., además, posee un índice ácido a razón de 2,6x, que permite a la empresa contar con la capacidad para responder holgadamente a sus obligaciones a corto plazo.

Tabla 6. Posición de Liquidez de FVI

	Jun2019	Sep2018	Sep2017
Solvencia Total	32,9	6,1	8,1
Solvencia Corriente	2,6	1,8	1,7
Liquidez Ácida	1,1	1,6	1,4
Activo Circulante/Activos	4,3%	14,0%	10,7%

Fuente: FVI – Elaboración propia

Por su parte el 96% de los activos no corrientes pertenece a propiedades de inversión que constan de terrenos, edificaciones, y propiedades, mobiliarios y equipos representados en su mayoría por centros comerciales que incluye activos arrendados por la compañía a terceros, bajo la modalidad de arrendamientos operativos.

2.3 ENDEUDAMIENTO, COBERTURA Y FLUJOS

La estructura financiera del FVI, muestra a Jun2019 pasivos por 30.727,5 MMBs., presentando un descenso de 66% respecto al cierre anterior, financiando el 3% de los activos, además, el apalancamiento bancario con instituciones financieras nacionales ha ido en descenso, participando solo con el 1,3% del total pasivos. Destaca que a la fecha de corte la compañía mantiene escasas líneas de crédito bancarias, situación que es común dada la contracción de la capacidad de crédito de las instituciones financieras nacionales. La compañía mantiene pasivos corrientes que en promedio representan el 51% del total de pasivos, que, a su vez, están compuestos principalmente por cuentas por pagar comerciales y gastos y gastos acumulados, observando la composición, se evidencio que la empresa mantiene estrictas políticas de gerencia de riesgo financiero, para asegurar que todas las deudas sean pagadas dentro de los lapsos convenidos. Por su parte, el plan de aumentar los niveles de apalancamiento financiero de la empresa, responde a la necesidad financiar el capital de trabajo, que permita garantizar la continuidad de sus operaciones, comportamiento que es razonable dado el escenario inflacionario.

Tabla 7. Indicadores de Endeudamiento

	Jun2019	Sep2018	Sep2017
Apalancamiento Contable	3,1%	19,4%	14,2%
Apalancamiento Financiero	704%	57%	30%
Pasivo Circulante / Pasivo Total	55,4%	48,5%	49,9%
Deuda Financiera / Patrimonio	0,04%	4,1%	7,8%
Deuda Financiera / Pasivo Total	1,4%	20,8%	55,3%

Fuente: FVI – Elaboración propia

El emisor se ha caracterizado por mantener bajos niveles tanto de apalancamiento contable. A Jun2019 la palanca contable se sitúa en 3,1%, con tendencia descendente a lo largo de los últimos ejercicios, en relación al patrimonio se ubica en 978.864,4 MMBs., mientras que la palanca financiera se ubica en un promedio de 2,6x de toda la serie analizada.

Tabla 8. Indicadores de Cobertura

	Jun2019	Sep2018	Sep2017
Cobertura Intereses	8,30	1,23	1,61
EBITDA/Servicio Deuda	7,04	0,57	0,30
EBITDA/Servicio Deuda CP	7,05	0,83	0,47
EBITDA/Servicio Deuda LP	8,29	0,73	0,54
EBITDA/Servicio Deuda Neta	(6,24)	27,45	0,41
FCO/ServiciosDeuda	(15,09)	5,56	0,34
Flujo de Caja/Servicio Deuda	2,13	0,98	0,27

Fuente: FVI – Elaboración propia

Del análisis de los niveles de cobertura se deriva que el EBITDA a la fecha de corte Jun2019, expone índices de cobertura bastante holgados tanto de servicio de deuda a corto y a largo plazo, como de cobertura interés. Sin embargo, tal actuación es explicada en parte, por la disminución del financiamiento bancario; que dificulta la obtención de condiciones de crédito beneficiosas en cuanto a plazos y tasas de interés.

3. FACTORES CRÍTICOS DE RIESGO

3.1 GESTIÓN:

En el entorno de recesión económica actual, una gestión que garantice que los recursos puedan generar niveles razonables de rentabilidad, pasa a constituir un componente esencial para asegurar el crecimiento sostenible del negocio. En el marco de lo anterior, a juicio del calificador, El Fondo de Valores Inmobiliarios, S.A.C.A. está capacitado para gestionar los aspectos del funcionamiento, tanto en lo referido a la gestión financiera, como comercial, así lo sustenta su apropiada cobertura del servicio de deuda financiera con Ebitda y flujo de caja operativo.

3.2 MERCADO: La mayor exposición al riesgo viene dado por las pérdidas provenientes de cuentas por cobrar por lo que se debe mantener un seguimiento, que permita evaluar periódicamente la condición financiera de los deudores, en vista de que la actividad comercial de la empresa, está condicionada al escenario económico y sus efectos, como los crecientes niveles de inflación que aceleran la pérdida de poder adquisitivo de los consumidores. Sin embargo, el emisor indica que este riesgo no es representativo, en vista que cuenta con un alto grado de atomización en su cartera de arrendatarios, de forma que

ninguno concentra un grado de participación significativo.

3.3 CAMBIARIO: Aun 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. La posición en moneda extranjera ha mantenido una tendencia superavitaria hasta la fecha del corte, asociada principalmente al manejo de efectivo e inversiones.

Tabla 9. Posición en Moneda Extranjera

	Jun2019	Sep2018	Sep2017
Tipo de Cambio	6.733,29	3.730,20	3.345,00
Activos	1.688.361	1.170.287	7.488.380
Efectivo en caja y bancos	546.739	765.662	879.892
Cuentas por cobrar	548.640	404.625	454.597
Inversiones	592.982		6.153.891
Pasivos	671.134	220.161	1.273.155
Préstamos Bancarios	244.371	220.161	1.134.153
Obligaciones Financieras	97.125	-	41.916
Cuentas por pagar comerciales	329.638	-	-
Depositos en Garantía	-	-	97.086
Posición en Moneda Extranjera	1.017.227	950.126	6.215.225

Fuente: FVI – Elaboración propia

3.4 OPERATIVO: FVI, así como el resto del sector se ha visto afectado por diversos factores que han impactado sus operaciones, tales como los problemas de suministro de servicios básicos electricidad y agua potable, transporte, que reduce la operatividad a ciertas horas del día, hecho que implica disminución en el volumen de venta de los locales. Al respecto, es importante acotar que la contracción afecta principalmente las ventas en

las áreas de cine y restaurant, mientras que el comercio al detal ha tenido un leve impacto.

4. PROYECCIONES

Siguiendo la metodología de calificación de riesgo de Global Ratings, se elaboraron las proyecciones del comportamiento del FVI bajo tres escenarios: 1) *Base*: condiciones previstas por el emisor; 2) *Restricciones Leves*: se desmejoran ligeramente ciertas variables; y 3) *Restricciones Graves*: recoge el posible efecto de una desmejora significativa de algunas condiciones.

Para la construcción del primer escenario, considerando el total de ingresos, para el periodo comprendido entre 2019 y 2020, se estiman coberturas de gastos financieros de 5,90x, y de servicio de deuda de 4,98x al vencimiento de la emisión, además de un indicador de cobertura de deuda con flujo de caja operativo (FCO) de 3,65x.

Bajo un escenario de restricciones leves, que incluye un crecimiento promedio inferior de los ingresos totales, así como un costo implícito de los fondos de 25% en promedio, el emisor presenta márgenes holgados para la cobertura del endeudamiento, se obtuvo una cobertura de gastos y servicio de la deuda de 2,66x y 2,24x, respectivamente.

Por último, considerando condiciones más exigentes, tales como un crecimiento inferior en las ventas anuales, mayor participación de los costos operativos e incremento del costo implícito, se produce una disminución de la capacidad de pago de capital e intereses, totalizando al cierre de 2020: 1,95x y 1,64x, equitativamente.

Tabla 10. Indicadores Proyectados

	<u>2020</u>	<u>2019</u>
Escenario Base		
Cobertura Intereses	5,90	4,29
Cobertura Servicio Deuda	4,98	4,43
FCO / Servicio Deuda	3,65	2,77
Restricciones Leves		
Cobertura Intereses	2,66	1,93
Cobertura Servicio Deuda	2,24	1,99
FCO / Servicio Deuda	1,64	1,25
Restricciones Graves		
Cobertura Intereses	1,95	1,42
Cobertura Servicio Deuda	1,64	1,46
FCO / Servicio Deuda	1,21	0,91

Fuente: FVI – Elaboración propia

5. SUSCEPTIBILIDAD DE CALIFICACIONES

Factores futuros que pueden llevar, de forma individual o en conjunto, a una variación de calificación:

5.1 VARIACIÓN POSITIVA

- Incremento de los márgenes de rentabilidad.
- Generación de flujo de caja operativo durante el periodo.
- Apalancamiento financiero inferior al resultado operativo acumulado de los periodos recientes de forma sostenida.
- Consolidación de los proyectos internacionales emprendidos.

5.2 VARIACIÓN NEGATIVA

- Contracción insostenible de los niveles de renta.
- Presiones considerables sobre la liquidez.
- Apalancamiento contable superior al doble del patrimonio de los accionistas.
- Política de inversiones superiores a las anticipadas.

F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIOS, S.A.C.A.			
INDICADORES FINANCIEROS			
Expresado en millones de bolívares			
Cifras constantes al 30 de junio de 2019			
	Jun2019	Sep2018	Sep2017
Liquidez y Solvencia			
Solvencia	32,9	6,1	8,1
Solvencia corriente	2,6	1,8	1,7
Liquidez Acida	1,1	1,6	1,4
Capital de Trabajo	26.472,7	33.464,3	16.686,9
Activos circulante / Activo total	4,3%	14,0%	10,7%
Días Cuentas por Cobrar	55	16	78
Días Cuentas por Pagar	137	12	33
Ciclo efectivo	(82)	5	45
Endeudamiento			
Pasivo Total / Patrimonio	3,1%	19,4%	14,2%
Pasivo Total / Activo Total	3,0%	16,3%	12,4%
Pasivo Circulante / Pasivo Total	55,4%	48,5%	49,9%
Deuda Financiera / Pasivo Total	1,4%	20,8%	55,3%
Deuda Financiera / Patrimonio	0,0%	4,1%	7,8%
Deuda Financiera Neta / Patrimonio	-0,6%	-3,3%	5,2%
Gastos Financieros / Utilidad Operativa	18,6%	154,4%	160,4%
Eficiencia			
Crecimiento de las Vtas (%)	-79,0%	626,4%	-
Ventas Netas / Act. Fijo Neto Promedio	20,4%	178,7%	24,3%
Ventas Netas / Total Activo Promedio	6,0%	48,3%	8,3%
Costos / Ventas	50,6%	61,6%	47,8%
Utilidad Bruta / Ventas Netas (%)	49,4%	38,4%	52,2%
Utilidad en Operaciones / Ventas Netas (%)	26,8%	4,7%	11,7%
Utilidad Neta / Ventas Netas (%)	48,0%	63,5%	40,8%
Margen EBITDA	41,4%	8,9%	30,2%
Rentabilidad			
EBITDA	19.357,4	19.716,1	9.255,7
Utilidad Neta / Total Activo Promedio (ROA)	2,9%	30,7%	3,4%
Utilidad Neta / Patrimonio Promedio (ROE)	3,1%	36,0%	3,8%
EBITDA / Total Activo Promedio (%)	2,5%	4,3%	2,5%
EBITDA / Patrimonio Promedio (%)	2,7%	5,0%	2,8%
Costo Implícito de la Deuda	557,8%	86,0%	22,7%
Cobertura de Deuda			
Gastos financieros	2.332,3	16.041,0	5.760,6
Deuda Financiera Total	418,1	18.657,1	25.416,5
Corto Plazo	414,3	7.745,3	14.136,9
Largo Plazo	3,8	10.911,8	11.279,6
Deuda Neta (Deuda - Caja)	(5.434,7)	(15.322,6)	16.884,6
Deuda Neta (Deuda - (Caja+ Inversiones Neg.))	(12.714,5)	(67.007,8)	(1.155,2)
Cobertura Intereses	8,30	1,23	1,61
EBITDA/Servicio Deuda	7,04	0,57	0,30
EBITDA/Servicio Deuda CP	7,05	0,83	0,47
EBITDA/Servicio Deuda LP	8,29	0,73	0,54
EBITDA/Servicio Deuda Neta	-6,24	27,45	0,41
FCO / Servicio Deuda	-15,09	5,56	0,34
Flujo de Caja / Servicio Deuda	2,13	0,98	0,27