



CLAVE, Sociedad Calificadora de Riesgo, C.A.
Contactos:
Otto Rivero (0212) 905.6383

Dictamen de Calificación de Riesgo.
Hoja Resumen/Informe Descriptivo.
Caracas, septiembre de 2018.

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

Tipo de título	Emisión N°	Monto	Plazos
Obligaciones Quirografarias	2018-I	BsS. 4.000.000,00 (BsF. 400.000.000.000,00)	Entre 18 meses y 7 años
Emisión aprobada en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada el día 15 de junio de 2018 y sesión de Junta Directiva del día 15 de junio de 2018.			

Categoría	Subcategoría	Fecha del Dictamen	Estados Financ. más recientes	Próxima revisión
A	A3	28 de septiembre de 2018	Al 31/03/18 (no auditados)	En seis (6) meses.
<u>Definición de la Categoría A:</u> "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".				
<u>Definición de la Subcategoría 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".				
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 cierre del AF17, cuenta con 404 empleados (422 al cierre del AF16). Las líneas de negocio del FVI 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 condominios y contratos de alquiler 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 el primer semestre del AF18, 80,2% de los ingresos provinieron del Arrendamiento, 9,5% de los Servicios, 10,1% de los Estacionamientos y 0,2% por Venta de inmuebles. Con la caída de los precios en el sector inmobiliario, la venta de inmuebles se redujo en el AF17 a 0,4% del total de los ingresos (61,7% en el AF15 y 61,1% en el AF16).
- ✓ Los centros comerciales donde el FVI tiene participación en Caracas, de donde provienen 91% de los ingresos por arrendamiento (AF18 a marzo), 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 94,8% al 31/03/18. El promedio de ocupación de Llano Mall (adquirido en 2012), se vio afectado en el AF16 (69% versus 82% en el AF15) por la transición hacia el esquema de comercialización *high end*, que implica la introducción de nuevas marcas y comerciantes, recuperándose a 83% en el AF18.
- ✓ 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. El margen bruto por esta actividad se incrementó en todo el período analizado, de 30,3% en el AF15, a 49,0% en el AF16, 69,8% en el AF17 y 86,3% a marzo del

AF18. La regulación de las tarifas por estacionamientos ocasionó un margen bruto negativo de esta actividad en el AF15 y AF16. Las modificaciones introducidas al cálculo y aplicación de las tarifas permitieron recuperar el margen bruto de esta actividad en el AF17 y primer semestre del AF18 (7,4% y 38,9% respectivamente). El margen operativo es altamente positivo, declinando en el segundo y tercer ejercicio del periodo analizado (AF15: 39,7%; AF16: 35,0%; AF17: 24,1%) y repuntando en el primer semestre del presente ejercicio (AF18 a marzo: 46,1%) impulsado por los arrendamientos. El margen neto se incrementó sostenidamente: AF15: 18,9%; AF16: 36,9%; AF17: 90,6%; AF18 a marzo: 443,4%. Las diferencias en cambio de moneda extranjera, producto de una posición activa en todo el período, tuvieron una contribución importante a los resultados netos altamente positivos, en especial en el AF17 y AF18 (a marzo).

- ✓ El índice pasivo patrimonio se redujo de 0,62x en el AF15, a 0,47x en el AF16, producto del ajuste de las propiedades inmobiliarias a moneda de diciembre 2015 (tres meses). A partir de allí, las propiedades solo se han visto afectadas por la depreciación. Aun así, el índice pasivo patrimonio se mantuvo en la unidad (1,00x) en el AF17 y alcanzó 1,11x al 31/03/18. La deuda financiera neta representó 0,26x las ventas netas registradas en términos nominales al 31/03/18. Al 30 de junio de 2018 (evento posterior) los préstamos bancarios a corto plazo alcanzan la cifra de BsF 27.608 millones y las obligaciones en el mercado de valores BsF 4.350 millones, para un total de BsF de 31.958 millones (BsF 61.970 millones al 31/03/18). En los primeros seis meses del AF18 la cobertura de intereses vuelve a ser holgada 4,4x. El índice de liquidez se redujo en los últimos dos ejercicios, de 2,0x al 30/09/16, a 1,4x al 30/09/17 y a 1,2x al 31/03/18. A esta última fecha, el 94,8% de financiera se encuentra en el corto plazo. Los fondos provenientes de la presente emisión de obligaciones, serán utilizados parcialmente para la cancelación de estos pasivos, mejorando el índice. Al 31/03/18, el efectivo e inversiones temporales cubren cinco veces la deuda financiera a corto plazo.
- ✓ El viernes 17 de agosto de 2018 (evento posterior), el Gobierno anunció un conjunto de medidas que están en proceso de implementación, y cuyo impacto en el comercio y la economía están por verse. Entre las medidas más importantes se encuentran: Eliminación de las asignaciones de divisas por parte del Estado; Incremento de la alícuota del IVA de 12% a 16%, tasa del 1% para las grandes transacciones financieras y pago de ISLR del 1% sobre las ventas diarias de los contribuyentes especiales; Incremento del salario mínimo a 1.800 bolívares soberanos. 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, el monto de la deuda se reduce rápidamente en términos reales y es bajo respecto a las inversiones temporales y el valor de los inmuebles que pudiese poner en venta el Emisor, aún con los actuales precios deprimidos del mercado inmobiliario.

PROCESAMIENTO Y FUENTES DE LA INFORMACION.

Los resultados analizados de los seis primeros meses del presente ejercicio fiscal, con corte al 30 de marzo de 2018 corresponden a estados financieros no auditados mientras que los resultados analizados al cierre de los ejercicios fiscales 2015, 2016 y 2017 finalizados el 30 de septiembre, corresponden a los estados financieros auditados del Emisor. Los estados financieros están preparados de acuerdo a la Circular N° 0744 de la SUNAVAL, según la cual a partir del 1° de enero de 2016 deben ajustarse por inflación (API) con base al último índice publicado por el BCV (diciembre de 2015). El método utilizado por el Emisor para el API es el del Nivel General de Precios. Los auditores son KPMG Rodríguez, Velázquez & Asociados. La información de la actividad económica y del sector en el cual se desenvuelve el Emisor proviene de instituciones financieras y de empresas consultoras especializadas.

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 cierre de 2017, cuenta con 404 empleados (422 en 2016). 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.

Distribución de los Ingresos – Primer semestre del AF18		
Línea de Negocio	MM de BsFF	%/Total
Arrendamiento	55.617,1	80,2
Servicios	6.580,2	9,5
Estacionamientos	6.997,5	10,1
Operaciones recurrentes	69.194,8	99,8
Venta inmuebles	114,6	0,2
Total Ingresos	69.309,4	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 31/03/18.			
Centro Comercial	Area m2 total	Area m2 arrendada	Ocupación %
Tolón.	26.725	25.728	96,27
Lagunita Mall*	22.209	20.491	92,26
Centro San Ignacio	7.992	7.758	97,07
Total Caracas:	56.926	53.977	94,82
Llano Mall	30.441	25.318	83,17
Total:	87.367	79.295	90,76

*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 31/03/18.			
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%

Cabe destacar que el Emisor debe asumir los costos de condominio de los inmuebles comerciales y de oficinas propios, no arrendados. Los activos bajo administración del Emisor 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. Los estacionamientos administrados por el FVI corresponden a la Torre HP (420 puestos), Centro San Ignacio (2015 puestos) y CC Tolón (800 puestos poseídos por el FVI).

En los últimos cuatro (4) ejercicios, el FVI concretó la venta de espacios de oficina en Edificio Galipán, Torre CorpBanca y Torre Provincial, y de locales comerciales en Edificio Galipán, Residencias Pórtico El Ávila, y Gran Local comercial Tolón II (AF15).

SITUACIÓN DE LA ECONOMÍA Y SECTOR.

PIB (a precios constantes) por Actividad Económica Variación (%) respecto al año anterior.				
Actividades	2014	2015	2016	2017
Consolidado*	-3,9	-5,7	-18,0	-15,3
-Petrolera	-4,2	-0,9	n.d.	n.d.
-No petrolera	-3,1	-5,6	n.d.	n.d.
-Comercio	-10,9	*-10,6	n.d.	n.d.
-Construcción	-7,0	*-19,0	n.d.	n.d.

Fuente: BCV (2014 y 2015); *Var. enero/septiembre. n.d.=no disponible. *Estimaciones 2016 y 2017 del FMI.

Luego de sufrir una desaceleración en 2013, la economía venezolana entró formalmente en recesión en 2014. Entre este último año y el 2017, el PIB real acumula una caída de alrededor del 40%. La deuda externa por concepto de bonos emitidos por el Gobierno Central y Pdvsa en divisas, alcanzó un máximo histórico de US\$ 70.847 millones en 2014. Entre 2013 y 2017, los vencimientos de deuda externa han sobrepasado los diez millardos de dólares al año (cinco millardos de dólares en 2012). A ello se suma la deuda por los acuerdos bilaterales con China y Rusia, la cual alcanzó US\$ 39.300 millones en 2017.

Precios Promedio del Petróleo (US\$/Barril)	2014	2015	2016	2017
Cesta Venezolana	88,4	44,6	35,1	46,7

Fuente: MPETROMIN.

A los mayores compromisos por deuda externa se unió la caída acelerada de los precios del petróleo que se inició en el cuarto trimestre de 2014 (alcanzando su nivel más bajo en el primer trimestre de 2016) y las caídas de la producción de PDVSA.

Producción Promedio de Petróleo (mbd)	2014	2015	2016	2017
PDVSA	2.683	2.654	2.159	1.897

Fuente: Secretariado de la OPEP.

La deuda con proveedores internacionales originada por las asignaciones de Cadivi (las importaciones privadas alcanzaron nivel record en 2012) e importaciones del Estado, los pagos pendientes a contratistas del Estado, las expropiaciones y la caída de las exportaciones no tradicionales, han sido otros factores que han afectado la disponibilidad de divisas.

Exportaciones e Importaciones de Bienes.				
En mm de USD	2014	2015*	2016	2017
Saldo en bienes	27.206	1.549	n.d.	n.d.
Exportaciones fob	74.714	29.527	n.d.	n.d.
Petroleras	71.731	27.833	n.d.	n.d.
No petroleras	2.983	1.694	n.d.	n.d.
Importaciones fob	47.508	27.978	n.d.	n.d.
Petroleras	10.831	5.816	n.d.	n.d.
No petroleras	36.677	22.162	n.d.	n.d.
Públicas	12.614	8.152	n.d.	n.d.
Privadas	24.063	14.010	n.d.	n.d.

Fuente: BCV. *Nueve primeros meses.

Hasta finales de 2017, el Gobierno honró, o quiso honrar, los pagos de deuda externa y mantuvo su nivel de importaciones no petroleras relativamente estable. La reducción progresiva de los ingresos en divisas por exportaciones afectó principalmente las importaciones privadas y reservas internacionales.

Reservas Internacionales (millones de USD)	2014	2015	2016	2017
	22.080	16.361	10.977	9.524

Fuente: BCV.

Se estima que las importaciones para el sector privado respecto al año anterior se contrajeron 50% en 2016 y 20% en 2017. El acceso de las empresas privadas a divisas oficiales (Cadivi, Sicad I, Sicad II, Simadi, Cencoex, Dipro, Dicom,) para la importación se restringió fuertemente a partir de 2014. La escasez de divisas ha obligado a los privados a adquirir productos a distribuidores locales, incrementando sus costos sustancialmente. Las empresas han pasado del financiamiento de proveedores internacionales al inicio del período analizado, al actual pago anticipado a proveedores locales, lo cual las ha obligado a reducir los plazos de crédito a sus clientes. La correlación existente entre el PIB y las importaciones ha sido de 96% en los últimos 7 años.

Variación (%)	2014	2015	2016	2017
INPC	68,5	180,9	*525,1	*2735,0

Fuente: BCV (2014 y 2015). *Estimados Ecoanalítica.

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.

Variación Real (%)	2014	2015*	2016	2017
Demanda agregada interna	-8,8	-14,5	n.d.	n.d.
Consumo Gobierno	0,6	-6,4	n.d.	n.d.
Consumo Privado	-3,4	-10,4	-11,1	n.d.
Formación bruta de Cap Fijo	-16,9	-26,0	n.d.	n.d.

Fuente: BCV (2014 y 2015). Consumo privado 2016: Estimaciones Ecoanalítica. *Al tercer trimestre.

El escenario económico ha estado signado por la escasez de productos. El consumo privado, principal motor de la economía en los últimos años, se contrajo en 2014 y nueve primeros meses de 2015 según cifras oficiales. Según cálculos privados, el consumo privado se contrajo 10,8% en el último trimestre de 2015, 11,1% en 2016 y 14,0% en 2017. El poder de compra del consumidor venezolano se ha venido deteriorando aceleradamente, en especial aquellos que devengan sueldo, originando un descenso importante en la venta de bienes y servicios considerados no prioritarios.

Tasas de Interés** (%)	2014	2015	2016	2017
Activa	17,51	20,25	21,78	21,54
A plazo 90 días	14,61	14,71	14,67	14,56
"Spread"	2,90	5,54	7,11	6,98

Fuente: BCV. **Tasas de interés promedio ponderado de los 6 principales Bancos Universales y Comerciales.

A pesar de la aceleración de la inflación en los últimos tres años, las tasas de interés activas promedio apenas se han incrementado de 17,51% en 2014 a 21,51% en 2017. Las tasas de interés se encuentran reguladas por el BCV y son altamente negativas en términos reales. Esta circunstancia ha facilitado el financiamiento de los incrementos en los costos de las empresas privadas y el consumo de personas naturales que disponen de crédito. La demanda de crédito bancario ha aumentado considerablemente. A partir del segundo semestre de 2015, los bancos confrontan problemas para mantener el índice mínimo de patrimonio sobre activos de 9% que exige la SUDEBAN, viéndose obligados a restringir el crédito.

PDVSA enfrentó junto al gobierno, vencimientos de US\$ 3,5 millardos entre octubre y noviembre de 2017, dejando de honrar US\$ 1,4 millardos en intereses de dicha deuda. PDVSA honró las deudas que tienen las acciones de Citgo de colateral. Según la Asociación de Corredores de Mercados Emergentes (EMTA por sus siglas originales) y las principales calificadoras de riesgo internacionales los bonos emitidos por Venezuela están en default técnico selectivo.

Producción Promedio de Petróleo (mbd)	2017	2018		
		Abr	May	Jun
PDVSA	1.897	1.433	1.388	1.340

Fuente: Secretariado de la OPEP.

Las proyecciones del FMI para Venezuela en 2018, son de una contracción del PIB de -18,0%. Cálculos privados ubican la caída del PIB en 11% en el primer trimestre de 2018, estimándose la aceleración de dicha caída para los tres trimestres subsiguientes. El repunte de los precios del petróleo (de 56,55 US\$/Barril en diciembre 2017 a 69,65 US\$/Barril en la primera semana de julio 2018) no ha compensado la caída de la producción petrolera. A ello se suma las acciones legales emprendidas por ConocoPhillips para la recuperación de dos millardos de dólares adjudicados en arbitraje contra PDVSA y la imposibilidad de cargueros venezolanos de utilizar terminales en el Caribe debido a los riesgos de confiscación.

A partir del año 2018 y hasta el 2027 (próximos 10 años), Venezuela tendrá que cancelar al año un promedio de 8 millardos de dólares por bonos de PDVSA y la República (9 millardos de dólares en 2018) más 4 millardos de dólares por pagos a China y

Rusia, para un total de 12 millardos de dólares. En el primer semestre de 2018, la deuda acumulada de Venezuela por falta de pago se estima en 3,3 millardos de dólares. En 2018, con una producción petrolera menguada y envíos a Cuba, sin mayores opciones de financiamiento, con ningún activo importante en el exterior (el 100% de las acciones de CITGO están dadas en garantía) y unas reservas internacionales menguadas, el país se enfrenta a una nueva contracción de las importaciones de -35% según algunas estimaciones. El monto de divisas oficiales asignado para las importaciones del sector privado ha sido mínimo.

Sistema de Subastas de Divisas DICOM – Año 2018.			
Mes	Nro de subastas	Tasa* (BsF/US\$)	Monto adjudicado (US\$)
Febrero	3	31.908,77	2.849.580,18
Marzo	4	38.095,92	2.914.973,94
Abril	4	62.445,04	3.064.070,68
Mayo	4	73.793,51	4.595.652,24
Junio	5	86.705,58	5.788.232,46

*Promedio ponderado.

Según cálculos privados, a mayo de 2018 la inflación interanual se ubica en más de 24.000%. La proyección de inflación del FMI para Venezuela en 2018 es de 1.000.000%. El consumo declinará un 16%.

Tasas de Interés** (%)	2017	Abr18	May18	Jun18
Activa	21,54	21,93	20,99	20,81
A plazo 90 días	14,56	14,58	14,61	14,88
“Spread”	6,98	7,35	6,38	5,93

Fuente: BCV. **Tasas de interés promedio ponderado de los 6 principales Bancos Universales y Comerciales.

A pesar del proceso hiperinflacionario desatado a partir de noviembre de 2017, las tasas de interés se han mantenido en niveles similares en 2018. La banca enfrenta mayores problemas para mantener el índice mínimo de patrimonio sobre activos de 9%, ya que la capitalización de sus utilidades (determinada en buena medida por el nivel de tasas de interés) es insuficiente para fortalecer el patrimonio al ritmo del crecimiento de los activos (vía captaciones del público). Ello a pesar de que en marzo de 2017 la SUDEBAN aprobó la incorporación del registro de la revaluación de los bienes de uso al patrimonio de los bancos y en enero de 2018 el Ejecutivo Nacional y el BCV derogaron el tipo de cambio DIPRO estableciendo el de DICOM como tasa de cambio única, lo cual ha permitido fortalecer el patrimonio de los bancos con posición en moneda extranjera activa.

El sector comercio ha estado afectado por la contracción de la industria nacional, que conlleva a una menor disponibilidad de producción local. En cuanto a

los productos importados, la dificultad de acceder a divisas en sus diferentes tipos de cambio, ha incidido en mayores dificultades para la compra de bienes producidos fuera del territorio nacional. 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. La actividad del sector construcción en general ha venido cayendo de forma acelerada desde el 2014 hasta el presente. El sector construcción se ha visto afectado por el creciente déficit de materiales. La producción de insumos para el sector construcción (cemento, cabillas, cerchas, alambre, ductos de PVC, cables eléctricos y tableros) se ha reducido por el manejo de empresas expropiadas y por la falta de materia prima para las empresas privadas. Por otra parte, la oferta de inmuebles ha crecido fuertemente en los últimos años, producto de la liquidación de activos para la subsistencia y la emigración de particulares, reduciéndose el valor de los mismos en más de un 50% en el período analizado.

El 17 de agosto de 2018 (evento posterior), el Gobierno anunció un conjunto de medidas que están en proceso de implementación, y cuyo impacto en el comercio y la economía están por verse. Entre las medidas más importantes se encuentran: Eliminación de las asignaciones de divisas por parte del Estado e incremento de la tasa de cambio que fluctuará en lo sucesivo; Incremento partir del 1 de septiembre de la alícuota del IVA de 12% a 16%, tasa del 1% para las grandes transacciones financieras y pago de ISLR del 1 % sobre las ventas diarias de los contribuyentes especiales; Incremento del salario mínimo a 1.800 bolívares soberanos, a partir del próximo 1 de septiembre. Precios de la gasolina a nivel internacional para los que no opten por subsidio del Estado.

POSICION DE LA EMPRESA EN EL SECTOR.

FVI – Evolución del porcentaje de ocupación (%)				
Centro Comercial	Sep15	Sep16	Sep17	Mar18
Tolón	98,81	94,43	96,74	96,27
Lagunita Mall*	98,43	95,75	92,70	92,26
Centro San Ignacio	96,79	96,55	97,07	97,07
Subtotal Caracas	98,39	95,24	95,21	94,82
Llano Mall	82,23	68,79	78,16	83,17
Total CC	92,34	86,03	89,27	90,76

*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 recurrentes (90% a marzo del AF18), 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 en el período analizado, sufriendo una pequeña reducción de 3% en el AF16 respecto al AF15, y manteniéndose estable en períodos posteriores (95% en el AF18). 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).

ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS.

Ingresos en millones de BsF. constantes				
Línea de Negocio	Sep15	Sep16	Sep17	Mar18
Arrendamiento	2.060	2.356	9.727	55.617
Servicios	911	597	2.338	6.580
Estacionamientos	314	247	1.712	6.998
Total Ing. recurrent.	3.285	3.200	13.776	69.195
Venta inmuebles	5.303	5.031	54	115
Total Ingresos	8.588	8.231	13.830	69.309

*A moneda de diciembre 2015.

Respecto a igual período del ejercicio anterior, los ingresos recurrentes en bolívares nominales (a moneda constante de diciembre 2015 las cifras del AF15 y AF16 no son comparables entre sí y con el AF17 y AF18 que son equivalentes a los nominales) se incrementaron +127,0% en el AF16 (arrendamientos +170,9%; servicios +48,6%; estacionamientos +78,3%). En el AF17, los ingresos recurrentes crecieron +339,7% (arrendamientos +321,6%; servicios +300,3%; estacionamientos +607,4%). Estos valores están cercanos a la inflación estimada del período que termina en septiembre. En el primer semestre del AF18, los ingresos recurrentes crecieron +1.663,8%; los ingresos por arrendamientos, servicios y estacionamientos, crecieron +1.906,4%, +953,8% y +1.228,5% respectivamente. 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 en el AF17 y primeros seis meses del AF18, pasando a representar solo 0,4% y 0,2% del total de los ingresos respectivamente (61,7% AF15 y 61,1% AF16).

FVI - Margen bruto (%) - EE:FF. a BsF constantes.				
Línea de Negocio	Sep15	Sep16	Sep17	Mar18
Arrendamiento	30,3	49,0	69,8	86,3
Servicios	85,4	85,8	74,0	41,0
Estacionamiento	-4,9	-4,9	7,4	38,9
Venta inmuebles	58,2	53,3	56,2	18,3

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, toda vez que el cálculo de los cánones de arrendamiento con base en el valor de los centros comerciales, determinado mediante avalúo realizado según el método de costo de reposición, así se lo permite. El margen bruto por arrendamientos se incrementó en todo el período analizado, tomando en cuenta que los cánones de arrendamiento son proporcionales a las ventas de los locales comerciales mientras que los costos están más asociados al número de locales arrendados, que es fijo para efectos prácticos. Por otra parte, la administración de condominios se hizo más eficiente y con ello el margen bruto de esta actividad creció significativa-mente en el AF15 y AF16 (85,4% y 85,8% respectivamente). En el

AF17 y AF18 (a marzo), con la recesión continuada, el margen bruto se redujo pero continúa siendo ampliamente positivo (74,0% y 41,0% respectivamente). La regulación de las tarifas por estacionamientos ocasionó un margen bruto negativo de esta actividad en el AF15 y AF16. Las modificaciones introducidas al cálculo y aplicación de las tarifas (por ejemplo, tarifas planas) permitieron recuperar el margen bruto de esta actividad en el AF17 y primer semestre del AF18 (7,4% y 38,9% respectivamente).

Rentabilidad (%)	Sep15	Sep16	Sep17	Mar18
Margen bruto	52,1	52,7	62,7	77,1
Margen bruto OR*	42,2	51,7	62,8	77,2
Margen operativo	39,7	35,0	24,1	46,1
Margen neto	18,9	36,9	90,6	443,4
EBITDA/Vtas netas	44,7	39,1	27,4	46,4
ROE	7,5	12,4	33,4	**186,4
ROA	4,6	8,4	16,7	**88,3

*Operaciones recurrentes; no incluye Ingresos y costos por Inmuebles vendidos. **Anualizados para fines comparativos.

El margen operativo declinó en el segundo y tercer ejercicio del período analizado (AF15: 39,7%; AF16: 35,0%; AF17: 24,1%), manteniéndose altamente positivo. En el primer semestre del presente ejercicio se observa un repunte de este indicador (AF18 a marzo: 46,1%), impulsado por los arrendamientos. El margen neto se incrementó sostenidamente: AF15: 18,9%; AF16: 36,9%; AF17: 90,6%; AF18 a marzo: 443,4%. Las diferencias en cambio de moneda extranjera, producto de una posición activa en todo el período, tuvieron una contribución importante a los resultados netos altamente positivos, en especial en el AF17 y AF18 (a marzo).

Índices (veces)	Sep15	Sep16	Sep17	Mar18
Pasivo/Patrimonio	0,62	0,47	1,00	1,11
Pasivo/Activo	0,38	0,32	0,50	0,53
Pas.Circulante/Pasivo	0,68	0,43	0,54	0,95
Deuda Fin./Pasivo	0,65	0,45	0,60	0,18
Deuda Fin.Neta/Ingr	0,41	0,06	1,08	0,26

*Los ingresos por intereses superan los egresos por intereses.

El índice pasivo patrimonio se redujo de 0,62x en el AF15, a 0,47x en el AF16, producto del ajuste de las propiedades inmobiliarias a moneda de diciembre 2015 (tres meses). A partir de allí, las propiedades solo se han visto afectadas por la depreciación.

Propiedades – Valor en libros* (MM de BsF)			
Centro Comercial	Sep16	Sep17	Mar18
Centro San Ignacio	1.122,2	1.082,1	1.062,1
Tolón	3.433,8	3.353,9	3.309,7
La Lagunita	2.567,0	2.519,2	2.495,7

Llano Mall	847,6	826,8	814,5
Total:	7.970,6	7.782,0	7.682,0

*A moneda de diciembre 2015 (tres meses).

Aun así, el índice pasivo patrimonio se mantuvo en la unidad (1,00x) en el AF17 y 1,11x al 31/03/18. La deuda financiera neta representó 1,08x las ventas netas al cierre del AF17, registradas en términos nominales; al 31/03/18, el índice se redujo a 0,26x. Al 30 de junio de 2018 (evento posterior) los préstamos bancarios a corto plazo alcanzan la cifra de BsF 27.608 millones y las obligaciones en el mercado de valores BsF 4.350 millones, para un total de BsF de 31.958 millones (BsF 61.970 millones al 31/03/18).

Deuda Financiera Neta (MM de Bs constantes*)				
Partidas del Balance	Sep15	Sep16	Sep17	Mar18
Préstamos y Obl CP	6.126	1.987	12.485	61.970
Préstamos y Obl LP	2.586	3.183	9.962	3.350
Deuda financiera	8.712	5.170	22.446	65.320
Efectivo y equiv.	1.042	2.662	7.535	29.753
Deuda financ. neta	3.540	2.509	14.912	35.567

*A moneda de diciembre 2015.

En noviembre de 2014 (AF15), el FVI concretó la venta del local comercial del Tolón II (5.900 m2) junto con sus correspondientes puestos de estacionamiento, y de un paquete de sus acciones en tesorería. El Emisor adelantó parcialmente los fondos provenientes de dicha venta mediante la contratación de préstamos bancarios e instituciones financieras, los cuales se reflejaron al cierre AF15. A inicios del AF16, estos préstamos se cancelaron definitivamente con los fondos respectivos.

Índices (veces)	Sep15	Sep16	Sep17	Mar18
Cobertura de int. netos	*n.a.	23,2	1,5	4,4
Liquidez	1,6	2,0	1,4	1,2
Efectivo/ Deuda fin CP	0,2	1,3	0,6	0,5
Efectivo e Inv. Temp. / Deuda financ. CP	0,2	1,8	1,3	2,8

*no aplica; los ingresos x intereses superan los egresos x intereses.

En efecto, los fondos provenientes de las desinversiones antes mencionadas junto con el adelanto de los fondos provenientes de las ventas de inmuebles y acciones de tesorería, fueron destinados a la reducción de deuda bancaria y del mercado de capitales, incremento del efectivo e inversiones en títulos valores cuyo rendimiento superó en el AF15, los gastos por intereses de financiamiento. En el AF16, los intereses netos vuelven a ser positivos pero la cobertura es muy holgada (23,2x). En el AF17, con el incremento de la deuda financiera y la contracción del margen operativo, la cobertura fue ajustada (1,5x). En los primeros seis meses del AF18, con el incremento

del margen operativo, la cobertura vuelve a ser holgada (4,4x).

El índice de liquidez se ha reducido en los últimos dos ejercicios, de 2,0x al 30/09/16, a 1,4x al 30/09/17 y a 1,2x al 31/03/18. A esta última fecha, el 94,8% de financiera se encuentra en el corto plazo. Los fondos provenientes de la presente emisión de obligaciones, serán utilizados parcialmente para la cancelación de estos pasivos, mejorando el índice. Al 31/03/18, el efectivo e inversiones temporales cubren cinco 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.

Posición en Moneda Extranjera (miles de US\$)				
Activos	Sep15	Sep16	Sep17	Mar18
Efectivo	1.168	826	880	406
Cuentas x cobrar	240	240	240	-
Inversiones	3.499	4.673	6.368	7.212
Total Activos	4.907	5.739	7.488	7.618
Pasivos				
Ctas x pagar, Otras	1.125	1.134	1.288	1.234
Total Pasivo	1.125	1.134	1.288	1.234
Posición Neta:	3.782	4.605	6.200	6.384

Históricamente el Emisor ha mantenido una posición activa neta en moneda extranjera. Por otro lado, el Emisor 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 (MMMBs)/ Índices (veces)	2018 Sem II	2019	2020/24 promedio	2025
Arrendamiento	1.432,3	10.135,7	18.259,2	27.997,8
Servicios	114,1	1.246,0	2.244,0	3.439,3
Estacionamientos	130,0	130,0	901,8	1.227,7
Total ingresos op.	1.676,5	11.511,7	21.405,0	32.664,7
Total egresos op.	552,5	3.214,2	4.829,7	6.627,9
FC libre operativo	1.124,0	8.297,6	16.575,3	26.036,8
Intereses gastos	18,6	40,3	86,8	42,0
Capex	382,7	460,5	856,2	1.306,6
Dividendos efectiv.	2,9	21,4	42,7	67,1
Nueva deuda	400,0	0,0	0,0	0,0
Amortizaciones	60,0	0,9	0,7	400,0
Deuda financiera	404,4	403,5	400,0	0,0
Cobertura intereses	60,4	205,8	191,1	619,9
Cobertura cap*+int	14,3	201,6	189,5	58,9

*Amortizaciones de capital del período. **A fin del período.

En el horizonte de las obligaciones quirografarias objeto de la presente calificación, el FVI no tiene previsto incrementar su nivel de endeudamiento más allá del monto de las obligaciones en circulación (BsF. 4.350 millones al 30/06/18) y la presente emisión de BsF. 400.000 millones). Tampoco incluye ingresos por venta de inmuebles, tomando en cuenta que el mercado inmobiliario se encuentra deprimido. Los dividendos en efectivo representan menos del 0,5% de los ingresos operativos; las inversiones requeridas para el mantenimiento de los inmuebles y servicios ofrecidos representan entre 4,0% y 4,3% de los ingresos operativos. El programa de expansión de 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), resultante de las recientes medidas en materia económica tomadas por el Gobierno. 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, quedando pendiente la venta de locales del CSI, centro comercial que no controla mayoritariamente. El principal inmueble del FVI en proceso de venta son los 53 apartamentos residenciales de Residencias Pórtico El Ávila, San Bernardino, Caracas.

En abril de 2018 (evento posterior), el FVI y Mantex, C.A., firmaron un memorándum de entendimiento que permitirá al Emisor incorporar a su oferta 73.000 mts² en su “core business”, previo cumplimiento de ciertas condiciones, correspondientes al Centro Comercial Metrópolis Valencia, Centro Comercial Barquisimeto Metrópolis y Centro Comercial Maracaibo Metrópolis, todos propiedad de Mantex, C.A.. Está previsto que el acuerdo definitivo para la adquisición de estos inmuebles, o la transferencia de las acciones de la nueva compañía a la cual fueron transferidos dichos inmuebles por Mantex a fin de concretar la operación, será a cambio de nuevas acciones del FVI.

GARANTÍAS Y RESGUARDOS.

Las Obligaciones Quirografarias N° 2018-I objeto de la presente calificación, no contarán 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 31/03/18 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)	77,57
Caja Venezolana de Valores	6,61
Otros*	1,81
Total Clase “B”	85,99
Total	100,00

*Otros: Incluye 6.996.952 de acciones en Tesorería.

La Junta Directiva nombrada en asamblea de accionistas de fecha 15 de junio de 2018, con período de vigencia de 3 años, está conformada por los siguientes miembros:

Nombre	Cargo
Luis Emilio Velutini U.	Presidente
Luis Emilio Velutini U.	Directores Principales
Horacio J. Velutini Sosa	
Luis García Montoya	
Luis Delgado Lugo	
Domingo Amaro Rangel	
Carlos Acosta	
Alvar Nelson Ortíz	
Tulio Guillermo Chacón	
Jose Vicente Melo López	
Alejandro Petit	
Luis Guerrero	Directores Suplentes
Jose Eusebio Mendoza	
Camilo Ibrahim	

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

Dividendos en efectivo (mm de BsF constantes)	Sep15	Sep16	Sep17	Mar18
	234,6	-	-	-

IMPACTOS DE LA EMISIÓN.

El 25% de los fondos que se obtengan de la colocación de la Emisión 2018-I serán destinados a la realización de inversiones en activos (mantenimiento y mejoras) y el 75% a adecuar la estructura de vencimientos de pasivos de la empresa, así como la disminución de costos financieros del Emisor.

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.