

RESUMEN DEL DICTAMEN DE CALIFICACION DE RIESGO

EMISOR:	FONDO DE VALORES INMOBILIARIOS, S.A.C.A.
DESCRIPCION DE LOS TITULOS:	Obligaciones Quirografarias al portador no convertibles en Acciones hasta por la cantidad de CUATROCIENTOS MIL MILLONES DE BOLIVARES (Bs. 400.000.000.000,00 / BsS. 4.000.000,00), emisión aprobada en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada el 15 de junio de 2018 y acordado por la Junta Directiva en su sesión del 15 de junio de 2018.
PLAZO DE LOS TITULOS:	Mínimo 18 meses y máximo 7 años.
USO DE LOS FONDOS:	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.
INFORMACION ANALIZADA:	a) Estados financieros al 30 de septiembre los años 2015, 2016 y 2017 auditados por Rodríguez Velázquez & Asociados, más un corte no auditado al 31 de marzo de 2018. b) Entrevistas con Ejecutivos de la empresa c) Información sectorial
RIESGO:	A3 <u>Categoría: "A"</u> Corresponde a aquellos instrumentos con una muy buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no debería verse afectada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que éste pertenece, o en la economía, sólo en casos extremos, pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado <u>Sub-categoría: "A3"</u> : Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un muy bajo riesgo. Cuentan con una adecuada capacidad de pago, del capital e intereses, en los términos y plazos pactados. A juicio del calificador, sólo en casos extremos, eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, podría 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.



JUÁN A. RODRÍGUEZ B.

Caracas, 06 de septiembre de 2018

Nº DIC-GR-16/2018

Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACION

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 exitoso a lo largo de los años. Como resultado de esta práctica, mantiene en el portafolio elevados niveles de ocupación (90% promedio). El portafolio de inversiones de F.V.I. se enfoca básicamente en 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 Sep2017, las ventas netas registraron un incremento del 68%, situación que se mantiene al corte. El margen EBITDA para el cierre de Sep2017, evidencio 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 creciente totalizando a Mar2018 70%, respecto al total de ingreso. Sin embargo, hay que considerar el efecto que produce en los márgenes, la valoración en cifras constantes –ajustados por inflación–, además de criterios de contabilización de beneficios producidos de la inversiones en el exterior –adaptados al convenio cambiario–, lo que puede representar divergencia tanto en tendencias como en resultados y explicar lo ajustado de los rendimientos operativos. En síntesis, La actividad comercial de FVI está condicionada al escenario económico local y sus consecuencias, entre estas destacan los elevados niveles de inflación que aceleran la pérdida de poder adquisitivo de los consumidores, que a largo plazo puede impactar el volumen de venta de los arrendatarios y por ende en sus ingresos. Hechas las anteriores consideraciones, la Junta Calificadora le asigna la Categoría “A”, Subcategoría “A3” a la emisión de Obligaciones Quirografarias hasta por CUATROCIENTOS MIL MILLONES DE BOLIVARES (Bs. 400.000.000.000,00 / BsS. 4.000.000,00), 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.



Fuente: FVI – Elaboración propia

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, Avila Burguer, Timberland.

El negocio de los centros comerciales se desarrolla en tres ángulos: En primer lugar, el arrendamiento de los locales o espacios disponibles. La renta por 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.

En lo que se refiere al sector oficinas, FVI inició un plan de desincorporación hace más de cinco (5) años, queda pendiente la ejecución de la venta de las oficinas de la Torre Provincial, de tal forma que la empresa mantiene un portafolio importante de oficinas para vender, aun cuando

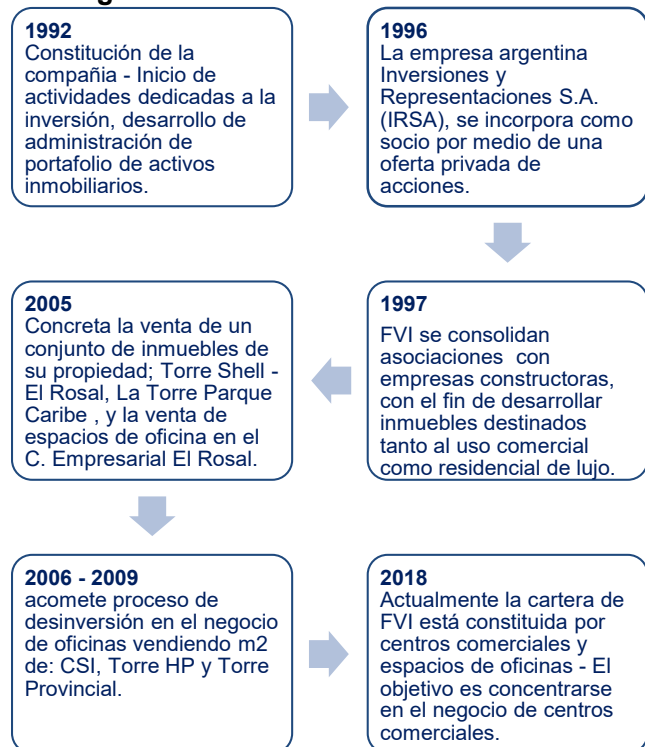
Diagrama 1. Actividades del FVI Mar2018

Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente

su estrategia sigue enfocada hacia la administración de centros comerciales.

circunstancias convierten al sector de oficinas en una opción a evaluar en el mediano plazo.

Diagrama 2. Evolución histórica de FVI



Fuente: FVI – Elaboración propia

1.2 ANÁLISIS DEL ENTORNO

El año 2017 fue complicado en el entorno de negocios en general, debido al proceso inflacionario que ha reducido el poder de compra de las personas. El sector comercial por su parte, se ha visto particularmente afectado, y sumado a esto la escasez de divisas para importar productos generó algunas dificultades para la construcción y mantenimiento de inventarios, elementos que dificultan la posibilidad de invertir en el área y además reducen las posibilidades de empleo.

A pesar de esta situación, hoy en día 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 oficinas existe una disponibilidad importante de metros cuadrados, que se ha acentuado debido a la reducción en los precios de mercado, estas

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, mostrando además, mayor grado de sensibilidad y leve rezago frente a las variaciones de la actividad económica interna. Por lo que, a pesar de no disponer de cifras recientes sobre el desempeño real, 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, y que podría influir negativamente en el sector, ocasionando un impacto significativo sobre las operaciones del emisor.

1.3 ESTRATEGIA Y POSICIONAMIENTO

El FVI cuenta con más de 20 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% promedio) en su portafolio, incluyendo activos no medulares. Actualmente, el mismo está compuesto de la siguiente manera:

Tabla 1: Portafolio de Inversiones del FVI

	ÁREA TOTAL	ÁREA ARRENDADA	% OCUPACIÓN
CENTRO COMERCIAL	87.367,00	79.294,00	90,76%
Tolon	26.725,00	25.728,00	96,27%
Pehll	22.209,00	20.491,00	92,26%
CSI	7.992,00	7.758,00	97,07%
Llano Mall	30.441,00	25.317,00	83,17%
TORRES NCA	1.679,00	1.679,00	100,00%
Provincial	533,00	533,00	100,00%
Mene Grande	1.146,00	1.146,00	100,00%
TOTAL PORTAFOLIO FVI VENEZUELA	89.046,00	80.973,00	90,93%

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 35.000 m² de comercio, distribuidos en dos niveles. Actualmente se encuentra ocupado en un 83% 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 otros. En el año 2017, el número de visitas al establecimiento superó los 6.000.000.

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 nuevamente 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 nuestro 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 nuestra estructura operativa actual. 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 950.439.187 (BsS. 9.504), dividido en el mismo número de acciones, Clase A y Clase B, todas nominativas, no convertibles al portador y con un valor nominal de Bs. 1,00 (BsS. 0,00001) cada una.

Tabla 2. Composición Accionaria de FVI

Accionistas	N° Acciones	% Participación	
		Tipo de Acción	Total Acciones
Accionistas Clase "A"	133.193.909	100,00%	14,01%
Venezuela Invest Ltd.	122.452.080	91,94%	12,88%
Otros*	10.741.829	8,06%	1,13%
Accionistas Clase "B"	817.245.278	100,00%	85,99%
Bank of New York (ADR)	737.235.054	90,21%	77,57%
Caja Venezolana de Valores	62.816.439	7,69%	6,61%
Otros*	17.193.785	2,10%	1,81%
Total	950.439.187		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 15 de junio de 2018, para un

período de tres (3) años conformada por los siguientes miembros:

Directores Principales: Luis Emilio Velutini Urbina (Presidente), Horacio J. Velutini Sosa, Luis García Montoya, Luis Delgado Lugo, Domingo Amaro Rangel, Carlos Acosta López, Alvar Nelson Ortiz Cusnier, Tulio Guillermo Chacón Carmona, Alejandro Petit y José Vicente Melo.

2. DESEMPEÑO FINANCIERO

La información financiera analizada está basada en los estados financieros consolidados al 30 de Septiembre de los años 2015, 2016 y 2017 auditados por Rodríguez Velázquez & Asociados, más cifras no auditadas al 31 de Marzo de 2018. Toda la información se encuentra en valores constantes a esta última fecha, de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

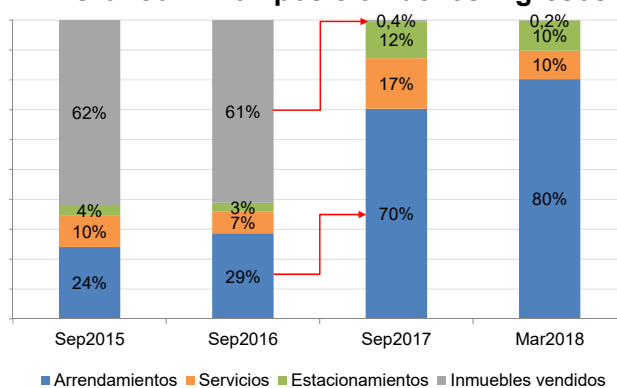
La consolidación incluye las cuentas de FVI y subsidiarias: Inversiones Boca del Río (poseída 100%), Inversiones Kitami, C.A. (poseída 100%), Casa de Campo Aguasal, C.A. (poseída 100%), Lesuma Investment Corporation Ltd. y Subsidiarias (poseída 100%), LopcoBm Ltd. y Subsidiarias (poseída 100%), C.A. de Inmuebles y Valores Caracas y Subsidiarias (poseída 98,55%).

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 empresa presenta al cierre del ejercicio Sep2017 un ingreso de 13.830,1 MMBs., reflejando una variación interanual positiva de 68%, además de una notable recuperación de la renta, como resultado de los ajustes al marco legal que regula los arrendamientos comerciales, lo que concuerda con la tendencia histórica esbozada en la durante la serie analizada. Sin embargo, cabe aclarar que gran parte del incremento de la retribución monetaria esta explicado por el incremento sustancial de precios, que afectan de forma equivalente los costos operativos.

Los ingresos provenientes de la venta de Inmuebles representan 0,4% de las Ventas Netas a cierre de 2017, acorde con la estrategia de desincorporación del portafolio de oficinas planteada por el emisor, orientada al negocio de centros comerciales y el proceso de desinversión en activos no medulares. No obstante, todavía está pendiente la venta de un área de oficinas en la torre Provincial, y el edificio Mene Grande de 1.800m² aproximadamente.

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 superior al 70% del total de ingresos de la compañía, situación que se acentúa en el corte. 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 3. Indicadores de Rentabilidad

	Sep2015	Sep2016	Sep2017	Mar2018
Margen Bruto	52,1%	52,7%	62,7%	77,1%
Margen Operativo	39,7%	35,0%	24,1%	46,1%
Margen Neto	18,9%	36,9%	90,6%	443,4%
Margen EBITDA	44,7%	39,1%	27,4%	46,4%
ROA	4,6%	8,4%	16,7%	44,1%
ROE	7,5%	12,4%	33,4%	93,2%

Fuente: FVI – Elaboración propia (Aactualizado)

Respecto a los niveles de eficiencia al evaluar el ciclo de caja se observa, que la movilidad de cuentas por cobrar a clientes, comparada con la rotación de cuentas por pagar, es algo desfavorable para el emisor para gestionar sus pagos a acreedores.

2.2 SOLVENCIA Y LIQUIDEZ

FVI mantiene a Mar2018 activos corrientes por 420.517,7 MMBs., entre los principales destacan: cuentas por cobrar, inversiones disponibles para la venta y anticipos otorgados a contratistas, además de efectivo, que representan para el periodo en revisión el 78,6% del total de activos líquidos.

Analizando de forma más exhaustiva la estructura de estos activos, se verifica que las cuentas por cobrar, ascienden a 230.956,3 MMBs., y están conformados por acreencias comerciales y con partes relacionadas. Por su parte, las inversiones disponibles para la venta totalizan 141.317,3 MMBs., y los anticipos a proveedores 12.402,5 MMBs. Finalmente, el efectivo suma 29.752,9 MMBs., al corte de Mar2018, sustentados en el aumento del precio promedio de los servicios y en una gestión de cobranza eficiente, todo lo anterior evidencia las capacidad FVI de responder a sus compromisos de corto plazo, ya que es claro que mantiene unos niveles prudentes de liquidez.

En referencia al nivel de solvencia total de la empresa, la totalidad de los activos de FVI ascienden en Mar2018 a 696.235,7 MMBs. Al día de hoy está en plena capacidad de honrar el monto de su pasivo exigible que totaliza 366.466,4 MMBs.

Tabla 4. Posición de Liquidez de FVI

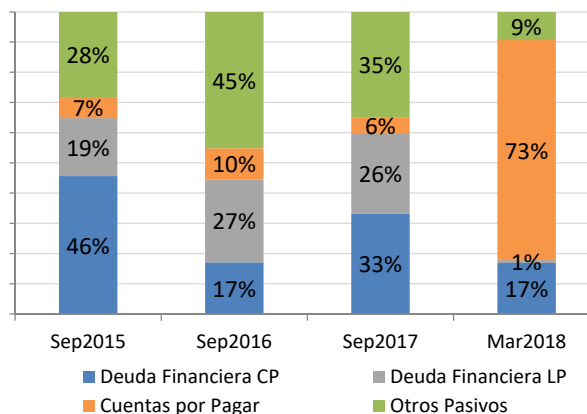
	Sep2015	Sep2016	Sep2017	Mar2018
Solvencia Total	2,6	3,1	2,0	1,9
Solvencia Corriente	1,6	2,0	1,4	1,2
Liquidez Ácida	1,5	1,9	1,4	1,2
Activo Circulante/Activos	40,6%	27,2%	37,3%	60,4%

Fuente: FVI – Elaboración propia

2.3 ENDEUDAMIENTO, COBERTURA Y FLUJOS

La estructura financiera de la empresa para el periodo está restringida sustancialmente al corto plazo, presentando una concentración promedio de 45% del total de la deuda financiera, compuesta principalmente por préstamos y obligaciones en instituciones financieras locales, por un monto de 61.969,7 MMBs., por su parte, el endeudamiento financiero a largo plazo totaliza a Mar2018 3.350,0 MMBs.

Gráfico 2. Estructura en Pasivos



Fuente: FVI – Elaboración propia

A la fecha los pasivos corrientes de la empresa ascienden a 349.337,1 MMBs. Lo que representa el 95% del total de pasivos, el aumento del apalancamiento financiero, responde a la estrategia del emisor, mismo que tiene la finalidad de contar con los recursos líquidos necesarios para garantizar la continuidad de sus operaciones, conducta que es razonable dado el escenario inflacionario. Cabe mencionar, que FVI sigue una estrategia que le permita adecuar los vencimientos de deuda a las características particulares del negocio inmobiliario que es de largo plazo, por lo que la estructura del financiamiento debe ser coherente con esta premisa.

Tabla 5. Indicadores de Cobertura

	Sep2015	Sep2016	Sep2017	Mar2018
Cobertura Intereses	2,96	7,14	1,07	3,86
EBITDA/Servicio Deuda	0,38	0,57	0,15	0,78
EBITDA/Servicio Deuda CP	0,52	1,32	0,24	0,82
EBITDA/Servicio Deuda LP	0,99	0,88	0,28	3,22
EBITDA/Servicio Deuda Neta	0,43	1,09	0,21	1,23
FCO/ServiciosDeuda	0,34	0,67	0,59	4,35
Flujo de Caja/Servicio Deuda	0,10	0,47	0,29	0,36

Fuente: FVI – Elaboración propia (Añualizado)

3. FACTORES CRÍTICOS DE RIESGO

3.1 GESTIÓN: en vista de la elevada volatilidad de los índices económicos, una gestión que garantice niveles razonables de rentabilidad, pasa a constituir un factor fundamental para garantizar el desarrollo sostenible del negocio, en este sentido, se considera que la empresa está ampliamente calificada para gerencia y administración de centros comerciales, lo que se evidencia en los niveles de venta y ocupación de los proyectos en los que ha incursionado, tales como el Centro Galipán, las oficinas en el centro comercial Paseo El Hatillo, y en el desarrollo Tolón II, lo que define al emisor como una empresa comprometida en el desarrollo de sus actividades y negocios.

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, ya que la actividad comercial de FVI, 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 6. Posición en Moneda Extranjera
Expresado en Miles de US\$**

	Sep2015	Sep2016	Sep2017	Mar2018
Activos	4.907,60	5.739,26	7.488,38	7.618,02
Efectivo	1.168,30	826,53	879,89	405,64
Cuentas por cobrar	240,17	240,17	240,17	-
Inversiones	3.499,13	4.672,56	6.368,32	7.212,38
Pasivos	1.125,42	1.133,89	1.288,20	1.233,57
Préstamos bancarios	-	-	-	-
Obligaciones financieras	-	-	-	-
Cuentas por pagar - comerciales y otras	1.125,42	1.133,89	1.288,20	1.233,57
Posición en Moneda Extranjera	3.782,18	4.605,37	6.200,18	6.384,45

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, 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 no se ha visto tan impactado.

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 provistas 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 primer escenario, se utilizaron las premisas sobre la evolución del negocio que contempla el emisor. Del análisis realizado en el escenario base, las coberturas de intereses y servicio de deuda proyectada a vencimiento Sep2025, se ubicarían en 3,67x y 0,94x, individualmente, fundamentado en que los ingresos del emisor tienden a mejorar en los próximos períodos.

Bajo un escenario de restricciones leves, que incluye un crecimiento promedio de los ingresos totales inferior, así como un costo implícito de los fondos de 25% en promedio, se obtuvo una cobertura de gastos y servicio de la deuda de 2,44x y 0,62x, 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 2025: 1,22x y 0,31x, equitativamente.

Tabla 7. Indicadores Proyectados

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Escenario Base							
Cobertura Intereses	3,59	3,62	3,64	3,65	3,66	3,66	3,67
Cobertura Servicio Deuda	0,86	0,89	0,91	0,92	0,93	0,93	0,94
Escenario Restricciones Leves							
Cobertura Intereses	2,39	2,41	2,42	2,43	2,44	2,44	2,44
Cobertura Servicio Deuda	0,57	0,59	0,60	0,61	0,62	0,62	0,62
Escenario Restricciones Graves							
Cobertura Intereses	1,19	1,21	1,21	1,22	1,22	1,22	1,22
Cobertura Servicio Deuda	0,29	0,30	0,30	0,31	0,31	0,31	0,31

Fuente: FVI (Cierres Septiembre) – Elaboración propia

5. SUSCEPTIBILIDAD DE CALIFICACIONES

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

5.1 VARIACIÓN POSITIVA

- Reestructuración de la deuda de corto a largo plazo en mayor proporción.
- Estabilidad de los márgenes de rentabilidad.
- Generación de flujo de caja operativo durante el periodo.
- Consolidación de los proyectos internacionales emprendidos.

5.2 VARIACIÓN NEGATIVA

- Contracción insostenible de los niveles de renta.
- Presiones considerables sobre la liquidez.
- Apalancamiento superior al resultado operativo acumulado de los periodos recientes de forma sostenida.
- Política de inversiones superiores a las anticipadas.

F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIOS, S.A.C.A.				
INDICADORES FINANCIEROS				
Expresado en miles bolívares				
Cifras constantes al 31 de marzo de 2018				
	Sep2015	Sep2016	Sep2017	Mar2018
Liquidez y Solvencia				
Solvencia	2,61	3,12	2,00	1,90
Solvencia corriente	1,55	1,99	1,39	1,20
Capital de Trabajo	5.054.825	4.890.948	7.800.661	71.180.663
Activos circulante / Activo total	40,61%	27,21%	37,30%	60,40%
Días Cuentas por Cobrar	155	195	204	600
Días Cuentas por Pagar	82	110	137	3.024
Ciclo efectivo	73	85	67	(2.425)
Endeudamiento				
Pasivo Total / Patrimonio	62,29%	47,14%	100,41%	111,13%
Pasivo Total / Activo Total	38,38%	32,04%	50,10%	52,64%
Pasivo Circulante / Pasivo Total	68,18%	42,76%	53,75%	95,33%
Deuda Financiera / Pasivo Total	64,87%	44,60%	59,58%	17,82%
Deuda Financiera / Patrimonio	40,41%	21,02%	59,82%	19,81%
Deuda Financiera Neta / Patrimonio	35,57%	10,20%	39,74%	10,79%
Gastos Financieros / Utilidad Operativa	38,08%	15,65%	106,06%	52,10%
Eficiencia				
Crecimiento de las Vtas (%)	-	-4,16%	68,02%	902,30%
Ventas Netas / Act. Fijo Neto Promedio (veces)	97,67%	93,90%	154,72%	1369,69%
Ventas Netas / Total Activo Promedio (veces)	24,55%	23,13%	24,83%	35,94%
Costos / Ventas	47,93%	47,32%	37,26%	22,92%
Utilidad Bruta / Ventas Netas (%)	52,07%	52,68%	62,74%	77,08%
Utilidad en Operaciones / Ventas Netas (%)	39,74%	34,98%	24,05%	46,07%
Utilidad Neta / Ventas Netas (%)	18,93%	36,92%	90,59%	443,39%
Margen EBITDA	44,71%	39,06%	27,41%	46,37%
Rentabilidad				
EBITDA	3.840.253	3.215.479	3.790.487	64.280.891
Utilidad Neta / Total Activo (ROA)	4,65%	8,40%	16,66%	44,14%
Utilidad Neta / Patrimonio (ROE)	7,54%	12,36%	33,39%	93,19%
EBITDA / Total Activo Promedio (%)	10,98%	9,03%	6,81%	16,67%
EBITDA / Patrimonio Promedio (%)	17,81%	13,93%	12,20%	35,00%
Costo Implícito de la Deuda	14,92%	8,71%	15,72%	25,47%
Cobertura de Deuda				
Gastos financieros	1.299.432	450.559	3.528.348	16.637.421
Deuda Financiera Total	8.711.909	5.170.117	22.446.426	65.319.667
Corto Plazo	6.126.197	1.986.946	12.484.899	61.969.667
Largo Plazo	2.585.711	3.183.170	9.961.527	3.350.000
Deuda Neta (Deuda - Caja)	7.669.785	2.508.572	14.911.532	35.566.700
Deuda Neta (Deuda - (Caja+Inversiones Neg.))	7.660.889	1.617.804	6.514.723	-105.750.641
Cobertura Intereses	2,96	7,14	1,07	3,86
EBITDA/Servicio Deuda	0,38	0,57	0,15	0,78
EBITDA/Servicio Deuda CP	0,52	1,32	0,24	0,82
EBITDA/Servicio Deuda LP	0,99	0,88	0,28	3,22
EBITDA/Servicio Deuda Neta	0,43	1,09	0,21	1,23
FCO / Servicio Deuda	0,34	0,67	0,59	4,35
Flujo de Caja / Servicio Deuda	0,10	0,47	0,29	0,36

Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente