

RESUMEN DEL DICTAMEN DE CALIFICACION DE RIESGO

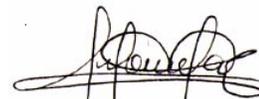
EMISOR:	F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIOS, S.A.C.A.
DESCRIPCION DE LOS TITULOS:	Papeles Comerciales al portador hasta por la cantidad de CINCUENTA MIL MILLONES DE BOLÍVARES (Bs. 50.000.000.000)
PLAZO DE LOS TITULOS:	Entre 15 y 360 días.
USO DE LOS FONDOS:	Los fondos serán destinados a contribuir con la adaptación del perfil de vencimientos de pasivos, así como la disminución de costos financieros.
INFORMACION ANALIZADA:	a) Estados Financieros consolidados al 30 de Junio del año 2004, auditado por Lara Marambio & Asociados, y al 30 de Junio de los años 2005 y 2006, auditados por Alcaraz Cabrera Vásquez (firma miembro de KPMG International), más estados financieros interinos consolidados no auditados al 31 de Marzo de 2007. b) Entrevistas con Ejecutivos de la empresa. c) Información sectorial.
RIESGO:	A2 <u>Categoría: "A"</u> : Corresponde a aquellos instrumentos con una buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no debería verse afectada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que éste pertenece, o en la economía, sólo en casos extremos, pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado. <u>Sub-categoría: "A2"</u> : Se trata de instrumentos con mínimo riesgo de inversión, su capacidad de pago, tanto del capital como de los intereses, es muy buena. Según la opinión del calificador, de producirse cambios predecibles en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría significativamente su riesgo.
PERIODICIDAD DE LA REVISION:	Ciento ochenta (180) días contados a partir del inicio de la oferta pública autorizada por la Comisión Nacional de Valores, o cuando SOFTline Ratings, C.A. tenga conocimiento de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.



EDUARDO GRASSO V.



BEATRIZ FERNÁNDEZ R.



MA. ANTONIETA MAGALDI

Caracas, 16 de Julio de 2007

N° DIC-SR-08/2007

CALIFICACION

El FONDO DE VALORES INMOBILIARIO se ha posicionado como una de las principales empresas dentro del mercado inmobiliario, centrandose sus actividades en el arrendamiento de oficinas *triple A* y de locales comerciales en el segmento de centros comerciales *High-End*. El mercado inmobiliario ha tenido un importante repunte en los últimos años, asociado al crecimiento de la economía venezolana, y se estima favorable para los años venideros. Sin embargo, la existencia de regulaciones en las tarifas de estacionamiento, así como el proyecto de Reforma del Decreto Ley de Arrendamiento Inmobiliario, se identifican como una fuente de riesgo regulatorio dentro del sector. Asimismo, dentro de las estrategias de la empresa, está la diversificación geográfica, tanto a nivel nacional como internacional, que le permitirá al emisor incursionar en nuevos espacios de inversión y de negocios. Adicionalmente, la empresa cuenta con amplia experiencia dentro del mercado de capitales siendo la tercera empresa emisora más activa, honrando sus compromisos de corto y largo plazo y mejorando sustancialmente su perfil de deuda, a través de esta fuente de financiamiento. Los resultados financieros de la empresa han sido favorables en los últimos tres ejercicios fiscales, dado que los ingresos recurrentes del emisor han venido creciendo en el período 2004-2006, al mismo tiempo que los costos y gastos operativos han ido disminuyendo, de tal forma que se observa un manejo eficiente del negocio. La rentabilidad sobre el activo se ha ubicado históricamente en niveles promedio de un 1%, mientras que los indicadores sobre el patrimonio reflejaron la misma tendencia. El emisor cuenta con adecuados niveles de liquidez y solvencia, asociados al incremento en el efectivo e inversiones temporales, que representan las cuentas más significativas dentro del activo circulante. De hecho, permiten una cobertura de 1,8x del pasivo circulante y de 2,16x de la deuda financiera de corto plazo. Por otra parte, la correcta administración del efectivo que ha llevado la Gerencia, ha permitido que se cancelara una parte considerable de la deuda financiera, principalmente de corto plazo. Las coberturas de deuda a corto y largo plazo se ubicaron en el cierre de 2006 en 0,69x y 0,17x, respectivamente. Al considerar el efectivo y las inversiones temporales, se observa una mejora en ambas coberturas, específicamente la de corto plazo de ubica en 1,93x. Hechas estas consideraciones, la Junta Calificadora otorgó la calificación **A2** para el programa de Papeles Comerciales al portador de hasta por la cantidad de CINCUENTA MIL MILLONES DE BOLÍVARES (Bs. 50.000.000.000).

1.-ANTECEDENTES

F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIOS, S.A.C.A. (en lo adelante F.V.I) fue constituido el 12 de marzo de 1992, por un grupo de inversionistas, liderado por el Sr. Luis Emilio Velutini junto a Luis García Montoya, Nelson Ortiz, Luis Carlos Serra Carmona y varios bancos locales, con el objeto de comprar, vender, permutar, administrar y arrendar bienes inmuebles; así como también, participar en la construcción de proyectos inmobiliarios de todo tipo, ya sea bajo el régimen de propiedad horizontal o la forma de tiempo compartido o multipropiedad.

El capital social inicial de este fondo se constituyó, entre otros, con el aporte de diversos inmuebles por parte de los socios fundadores, comenzando así a desarrollar su objeto social con la idea de mitigar y diversificar el riesgo inmobiliario existente para la fecha. Para ello, las primeras actividades fueron dedicadas a la inversión, desarrollo y administración de un portafolio de activos inmobiliarios, específicamente en comercio y oficinas tipo *premium*, bajo la figura de alquiler a largo plazo.

Por otra parte, los señores Luis Emilio Velutini y Horacio Velutini constituyeron junto con otros empresarios, la empresa Velutini & Asociados Asesoría Financiera, con el objeto de estudiar el mercado inmobiliario en profundidad y asesorar a terceros en todo lo referente a

este negocio. Posteriormente, en 1995 este grupo adquiere el control del F.V.I.

En 1996, se inicia un proceso de reorientación del negocio. Las primeras acciones adoptadas fueron la privatización de la composición accionaria y la adopción de alianzas estratégicas con la empresa argentina Inversiones y Representaciones S.A. (IRSA), la cual se incorporó como socio por medio de una oferta privada de acciones por 56 millones de dólares. Posteriormente, en el año 2001 y como consecuencia del programa de reorganización de operaciones llevado a cabo por IRSA, esta empresa rescindió su participación en el Fondo de Valores Inmobiliarios.

Luego, en octubre de 1997, se realizó nuevamente una oferta de acciones clase B equivalentes a 100 millones de dólares, posicionándose como la tercera acción más líquida en la Bolsa de Valores de Caracas (BVC). En enero de 1998, la empresa logró completar el programa de ADR'S Nivel I, asignando al Bank of New York en la Bolsa de Valores de New York (NYSE). Así pues, todos los fondos adquiridos fueron destinados a la adquisición de propiedades para constituir una oferta sistemática de espacios inmobiliarios para negocios de característica corporativa.

A finales de la década de los 90, se introdujeron cambios en la estrategia de la empresa, precedido por la incorporación como accionista de Equity Internacional Properties (EIP) empresa miembro de Equity Group Investment, un conglomerado de compañías dedicadas al manejo de inversiones en el mercado inmobiliario en USA y el resto del mundo. Este grupo está actualmente integrado por tres compañías: a) Equity Residential Properties (ERP), dedicado a la compra y administración

de propiedades multifamiliares en USA; b) Manufactured Home Communities (MHC), y c) Capital Trust Inc., un fondo de inversión especializado en el mercado inmobiliario de uso comercial en los Estados Unidos.

En el año 2002, se completó la inclusión de este nuevo socio a la estructura accionaria del F.V.I, concretándose un aporte de capital por más de Bs. 51.000 millones por parte de EIP, pasando a controlar el 37% del patrimonio del F.V.I.

Por otra parte, se concretó la adquisición de un porcentaje de la empresa Master Century 21 Venezuela, con miras a potenciar la red de comercialización de inmuebles, así como la venta de activos no medulares.

La cartera de propiedades del F.V.I se encuentra constituida por: el Centro San Ignacio, el Centro Empresarial El Rosal (Torre 3M), la Torre Parque Ávila (Torre Hewlett Packard), las Torres Provincial A y B, Edificio El Samán, el Centro Comercial Tolón y el Centro Paseo El Hatillo - La Lagunita.

En enero de 2005 el F.V.I. vendió la Torre Shell ubicada en El Rosal, propiedad que poseía desde el año 1997, al Banco Fondo Común (BFC). Otra venta con la que cerró en el año 2005 el F.V.I, fue la de 3.136 m2 de espacios de oficina del Centro Empresarial El Rosal, conocido como la Torre 3M, a la compañía 3M Manufacturera de Venezuela, C.A.

2.- **ACTIVIDAD COMERCIAL**

El F.V.I. tiene por objeto, en líneas generales, la compra, venta, permuta, administración y arrendamiento de bienes inmuebles, así como la construcción de proyectos inmobiliarios de todo tipo, bien bajo el régimen de propiedad horizontal o bajo la forma de tiempo compartido o multipropiedad.

El segmento de inversión del F.V.I. se centraba en un principio en el mercado de bienes raíces para el arrendamiento de oficinas *triple A*, en una de las áreas de mayor influencia en Caracas, denominada Centro Financiero Emergente (CFE), la cual está circunscrita por las urbanizaciones El Rosal, Los Palos Grandes, La Castellana, Las Mercedes y Chacaíto. Sin embargo, a fin de atenuar los impactos de la economía y la manera de diversificar la cartera de inversión, la empresa decide incursionar en el nicho de centros comerciales y de entretenimiento.

Como se mencionó anteriormente, desde 1997 el F.V.I. mantiene asociaciones estratégicas con reconocidas empresas constructoras, con la finalidad de desarrollar conjuntamente inmuebles destinados tanto al uso comercial como de oficinas, y así expandir su oferta de edificaciones disponibles tanto para la venta como para alquiler.

En el año 2002 el F.V.I. concentró el manejo y desarrollo de sus operaciones en sus subsidiarias Latin American Office Properties (LOP) e Inmuebles y Valores Caracas, C.A. (INVACA). La primera agrupa los activos dirigidos a la oferta de oficinas *triple A*, y la segunda se encarga del manejo de los activos de los centros comerciales y de entretenimiento.

El segmento de oficinas *triple A* se ubica dentro de la zona este de la ciudad, y es aquí donde el F.V.I. ha concentrado sus actividades enfocándose en la división "*High-End*", con clientes de perfil corporativo, que pertenecen principalmente a los siguientes sectores: finanzas, hidrocarburos y energía, telecomunicaciones y servicio.

Uno de los proyectos que se encuentra en etapa de ejecución es el Centro Galipán, un complejo de espacios de oficinas conformado por tres torres independientes con un área total de 43.000 m², dicho proyecto se está desarrollando conjuntamente con la Constructora Sambil, que se encarga de la construcción y proyección, y es comercializado y administrado por el F.V.I.

En cuanto al área de centros comerciales, el F.V.I. monitorea constantemente el comportamiento de este mercado, a través de la medición de variables cuantitativas tales como: frecuencia de visitas, consumo promedio, estratos socioeconómicos, etc.; así como otras variables de carácter cualitativo, como por ejemplo satisfacción de los visitantes.

De acuerdo a la información publicada en la memoria anual 2006 del F.V.I, con los tres centros comerciales que tiene en operación, el F.V.I ha logrado posicionarse en este mercado, lo que se refleja en el incremento de un 30% aproximadamente en el número de visitas anuales, conllevando a un incremento del consumo promedio por visita en un 20%.

Estos resultados en el sector de centros comerciales han impulsado el desarrollo de nuevos proyectos, dentro de los cuales se encuentran: a) la segunda etapa del Tolón Fashion Mall, proyecto complementario y paralelo a la primera etapa; b) Centro Comercial Lecherías Puerto La Cruz, que constituye la expansión de la empresa hacia el interior del país; y a nivel internacional c) Caribe Fashion Mall República Dominicana, desarrollo que forma parte de la estrategia de diversificación geográfica de la empresa.

Además, de dedicar sus actividades en el segmento de oficinas *triple A* y en el de centros comerciales "*High-End*", el F.V.I participa en el sector entretenimiento, con la inversión en INVERSORA TURISTICA CARACAS, S.A. -ITC-, operadora del sistema teleférico y del Hotel Humboldt, conocido como Ávila Mágica. Para este desarrollo se tiene previsto la construcción de un casino, así como la reapertura del Hotel Humboldt el cual fue construido en los años 50. En este punto, la Gerencia informa que en caso de nacionalización de estos activos, la legislación vigente establece que a cambio de una justa

indemnización la empresa deberá traspasar la propiedad de los bienes al Estado.

Como se mencionó anteriormente el F.V.I adquirió años atrás la franquicia Master Century 21 Venezuela, con el objetivo de ampliar la red de comercialización de inmuebles y la venta de activos no medulares. Esta empresa se ha convertido en la marca inmobiliaria más reconocida en el país, gozando hoy día de gran cobertura a nivel nacional, al pasar de 45 oficinas a 85, lo que la convierte en la red de comercialización más grande del país con más de 1000 agentes.

Por otro lado, dentro del mercado de capitales venezolano, el Fondo de Valores Inmobiliarios se posiciona como la tercera empresa emisora más activa, ya que sólo durante el año 2006 efectuó cuatro emisiones públicas: tres de Bonos quirografarios a cinco años por las cantidades de Bs. 50.000 Millones y dos por Bs. 30.000 Millones y una de Papeles Comerciales al Portador hasta por la cantidad de 50.000 Millones de Bolívares.

3.- CLIENTES Y RELACIONES CONTRACTUALES

Uno de los aspectos fundamentales dentro del plan estratégico y de posicionamiento del F.V.I, es lo relativo a la cartera de clientes y el perfil y/o características que deben tener, entre las que se encuentran:

- Estructura corporativa, preferiblemente multinacional.
- Patrimonialmente sólidos.
- Dedicados a actividades comerciales con capacidad de generar divisas.
- Poseedor de una cultura orientada al alquiler y con visión de largo plazo en las relaciones contractuales.
- Diversificados por sectores de la economía
- Fuertes institucionalmente, para evitar mayores cambios en ambientes volátiles.

En cuanto a la distribución sectorial de los clientes, resaltan las empresas del sector energético e hidrocarburos, seguidas por aquellas dedicadas al área financiera y de telecomunicaciones.

Por otra parte, los contratos de arrendamiento de espacios de oficina contemplan un cánon fijo, a diferencia de la renta por los locales comerciales que se compone de un cánon de arrendamiento fijo y un porcentaje sobre los ingresos. Los contratos de arrendamiento, por lo general, son pactados a mediano y largo plazo (entre 3 y 5 años), con poca o ninguna concentración de vencimientos.

Los cánones de arrendamiento son fijados en dólares americanos aunque la cobranza, en razón del control de cambios, ha venido realizándose en bolívares al tipo de

cambio oficial, particularmente para aquellos inmuebles destinados a la actividad comercial.

4.- MERCADOS Y COMPETENCIA

Durante el año 2006 continuó la expansión en materia fiscal, apoyada en los recursos provenientes de los ingresos petroleros, la mayor recaudación tributaria interna, el endeudamiento interno, los recursos excedentes del año 2005 y un sólido sector externo gracias al significativo aumento de los precios petroleros que compensó la caída en los volúmenes de producción.

Para el primer trimestre de 2007, la actividad económica mantuvo esta tendencia aunque con una pequeña desaceleración con respecto al 2006. El Producto Interno Bruto (PIB) se incrementó en 8,83% en relación con el primer trimestre del año 2006, resultando inferior al incremento en igual periodo del año pasado (9,79%).

Por sectores de la actividad económica destacaron, en primer lugar el incremento del sector construcción (26,46%), seguido de las instituciones financieras y seguros (26,23%), y por último el sector de comercios y servicios de reparación (20,84%).

Este incremento del PIB ha sido estimulado por el aumento en el consumo del sector privado, que ha venido creciendo progresivamente desde el año 2003 (17,79% en el 2006). Los altos niveles de liquidez, así como el control cambiario y de precios, han impulsado la caída en las tasas de interés lo que estimula la demanda inmobiliaria (apartamentos, oficinas, locales comerciales, etc.), mercado de oferta reducida.

Como se ha mencionado, el nicho de inversión del F.V.I, se centra en proyectos de oficinas *triple A*, ubicados en el CFE, el cual posee el más alto estatus socioeconómico de la ciudad, donde se reportan los más altos índices de revalorización de la inversión inmobiliaria. En la zona se concentran aproximadamente 300.000 m² de oficinas corporativas premium, que representa 25% del total de oficinas de este segmento en el Área Metropolitana.

Dentro del mercado inmobiliario de oficinas se observa una sustancial caída en la demanda de operaciones compra-venta. Para el período 2001-2005 la comercialización de espacios de oficinas mostró una tendencia a la baja reflejando una variación porcentual negativa de 18%. Esta situación ha sido compensada por el aumento de los consumidores que prefieren ocupar los espacios bajo condiciones de arrendamiento.

En cuanto al mercado de locales comerciales, este sector ha tenido un gran crecimiento en los últimos años, conllevando a una reactivación de la actividad comercial, cuyos productos finales (los locales) no son destinados a la compra-venta, sino al alquiler. El F.V.I se enfoca en el segmento de centros comerciales conocidos como *Highb-End*, un concepto propio de la empresa, que define un

target similar al de las oficinas: individuos con altos ingresos y capacidad de consumo.

Ahora bien, el negocio de los centros comerciales se desarrolla en tres ángulos. El primero, es el alquiler de los locales o espacios disponibles, una buena opción para aquellos comerciantes que no pueden inmovilizar recursos en la adquisición de inmuebles. La renta por los locales contempla un cánon de arrendamiento fijo y un porcentaje sobre los ingresos. Como referencia y de acuerdo a información suministrada por la Gerencia, en el Centro Comercial Paseo El Hatillo la mayoría de los locales se encuentran bajo la modalidad de renta variable (78,99%), mientras que en el Tolón Fashion Mall, no hay tanta concentración y se distribuye en 52,82% de locales con renta fija y 47,18% con renta variable. La concentración en rentas variables, puede estar asociada a la existencia de un factor de estacionalidad sobre los ingresos de los locales clientes del F.V.I.

El segundo frente es el alquiler de los puestos de estacionamiento, actividad rentable, cónsona con el argumento de la seguridad. El aspecto clave de este negocio es la rotación de los vehículos y asegurar la disponibilidad de puestos libres para aquellos centros comerciales, como por ejemplo el San Ignacio, que combinan comercios con oficinas. Aproximadamente, en Venezuela existen 81.338 puestos de estacionamiento, que como se muestra en la Tabla 1, se distribuye de la siguiente manera:

Tabla 1: Número de Puestos de Estacionamiento

	Nº Puestos
Región Capital	36.574
Región Central	11.742
Región Centro-Occidental	5.230
Región Guayana	3.482
Región Insular	4.965
Región Los Andes	3.473
Región Nor-Oriental	10.290
Región Zuliana	5.582
Total Venezuela	81.338

Fuente: Revista "Los Mejores Centros Comerciales de Venezuela"

Actualmente el F.V.I posee 3.573 puestos de estacionamiento, agrupando todo su portafolio de activos.

El último frente corresponde a la administración de los centros comerciales, actividad de la que se obtienen ingresos por servicios, aunque no se trata de un monto significativo.

Actualmente el F.V.I., de acuerdo con información suministrada por la empresa, no tiene competencia directa ni significativa en el sector de oficinas. La estabilidad del mercado inmobiliario para el producto oficinas se ha mantenido durante los últimos cuatro años, conservando su proporción de aproximadamente 50% sobre el total del mercado inmobiliario del área Metropolitana.

Durante el año 2006, la oferta de oficinas disponibles en renta y/o venta en el mercado inmobiliario se distribuyó de la siguiente forma: el 32% (34.371 m² aproximadamente) pertenece al Fondo de Valores Inmobiliarios con proyectos que se ubican en el corredor de la Avenida Francisco de Miranda entre Chacao y Los Palos Grandes. El 68% restante (71.599 m² aproximadamente) corresponde a proyectos de terceros que se ubican principalmente en El Rosal y en La Castellana.

Para el año 2007, la empresa estima sean incorporados a la oferta disponible de oficinas en renta y/o venta aproximadamente 9.100 m² que corresponden a proyectos de terceros que actualmente están en construcción y que serán concluidos durante el año.

5.- ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

La composición accionaria del F.V.I al 31 de marzo de 2007 se muestra en la Tabla 2:

Tabla 2: Composición Accionaria del F.V.I.

Accionista	Nº Acciones	% Participación	
		Tipo de acción	Total de acciones
Accionista Clase "A"			
Venezuela Invest Ltd.	457.310.042	91,93%	12,12%
Otros	40.118.955	8,07%	1,06%
Total Clase "A"	497.428.997	100,00%	13,18%
Accionista Clase "B"			
Bank of New York (ADR)	3.008.610.088	91,86%	79,75%
Caja Venezolana de Valores	191.879.695	5,86%	5,09%
Otros	74.830.830	2,28%	1,98%
Total Clase "B"	3.275.320.613	100,00%	86,82%
Acciones en Circulación	3.772.749.610		100%
Acciones en Tesorería	146.180.260		3,87%

Fuente: F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIO

El capital suscrito y pagado del F.V.I. se ubica en Bs. 39.189.298.700 dividido en 3.918.929.870 acciones nominativas, no convertibles al portador, con un valor nominal de Bs. 10 c/u. Las acciones se dividen en dos clases, la Clase "A" y Clase "B. En la Tabla 3, se muestra el capital social suscrito y pagado del F.V.I a Jun-06.

Tabla 3: Capital Social del F.V.I.

CLASE DE ACCIONES	TIPO	CANTIDAD
Clase "A"	Tipo Uno (1)	497.429.001
Clase "B"	Tipo Dos (2)	3.421.500.869
	TOTAL	<u>3.918.929.870</u>

Fuente: F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIO

La Junta Directiva del F.V.I. está conformada por un Presidente, tres (3) Directores Principales y cuatro (4) suplentes. En Asamblea General de Accionistas, celebrada el 23 de Marzo de 2007, se aprobó la designación de nuevos miembros de la Junta Directiva en vista de la renuncia de algunos Directores, para ejercer sus funciones por un período de tres (3) años. Sus integrantes se muestran en la Tabla 4, todos con amplias credenciales de experiencia técnica y gerencial.

Tabla 4: Junta Directiva del F.V.I.

JUNTA DIRECTIVA	NOMBRE
Presidente	Luis Emilio Velutini Urbina
Directores Principales	Horacio J. Velutini
	Luis García Montoya
	Luis Delgado Lugo
	Mashud Mezerhane
	Carlos Acosta
	Pedro López
	Luis Carlos Serra Carmona
Directores Suplentes	Alvar Nelson Ortiz
	Tulio Guillermo Chacón
	Luis A. Guerrero Rosales
	José Vicente Melo López
	Armando Capriles Carriles
	Roberto Schnapp

Fuente: F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIO

Por su parte, el personal ejecutivo y gerencial está representado por las siguientes personas, (Ver Tabla 5).

Tabla 5: Personal Ejecutivo y Gerencial del F.V.I.

Ejecutivos y Gerentes	Nombre
Presidente Ejecutivo	Luis Emilio Velutini Urbina
Director Ejecutivo	Horacio Velutini Sosa
Director Ejecutivo de Centros Comerciales y Empresas Filiales	Luis Carlos Serra Carmona

Fuente: F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIO

6.- RESULTADO FINANCIERO

La información económica y financiera analizada para esta sección, está basada en los Estados Financieros consolidados al 30 de Junio del año 2004, auditado por Lara Marambio & Asociados, y al 30 de Junio de los años 2005 y 2006, auditados por Alcaraz Cabrera Vásquez (firma miembro de KPMG International), más estados financieros interinos consolidados no auditados al 31 de Marzo de 2007. Toda la información está reexpresada por inflación a esta última fecha y en caso que se exponga lo contrario, las cifras a Mar-07 han sido anualizadas.

En Asamblea General Extraordinaria de Accionistas, celebrada en noviembre de 2005, se estableció el cambio de cierre del ejercicio económico para el F.V.I del 30 de Junio al 30 de Septiembre de cada año.

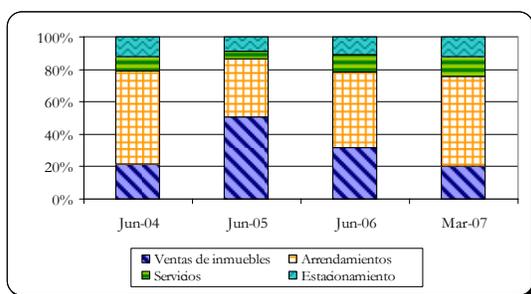
La consolidación incluye las cuentas del F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIO, S.A.C.A., y sus filiales: INVERISIONES BOCA DEL RÍO, C.A. poseída en un 100%, INVERSIONES KITAMI, C.A. poseída en un 100%, CASA DE CAMPO AGUASAL, C.A. poseída en

un 100%, LESUMA INVESTMENT CORPORATION Ltd. Y FILIALES poseída en un 100%, LOPCO BM Ltd. Y FILIALES poseída en un 100%, C.A. DE INMUEBLES Y VALORES CARACAS Y FILIALES poseída en un 98,55%, y DESARROLLOS EXTRADOS, C.A. poseída en un 60,08%.

6.1 EFICIENCIA

Los ingresos del F.V.I. provienen principalmente por el arrendamiento de inmuebles para espacios de oficinas y locales comerciales, seguido de la venta de inmuebles, y en menor medida por el manejo de estacionamientos. En el Gráfico 1 se muestra la composición de los ingresos.

Gráfico 1: Distribución de los Ingresos



Fuente: F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIO

Los Ingresos netos del emisor aumentaron 112,41% al cierre del año 2005 para ubicarse en Bs. 171.606,75 millones, debido a que durante este año la empresa concretó la venta de varios espacios de oficinas, destacando la venta de la “Torre Shell”, así como la venta de tres (3) oficinas comerciales en el “Centro Empresarial El Rosal” (Torre 3M) y el “Edificio Parque Caribe” (Torre Alcatel).

En el año 2006, los Ingresos disminuyeron 20,24% como consecuencia de la caída en poco más del 50% en ganancias por ventas de inmuebles, que no fue compensada por el ligero aumento en los ingresos por arrendamiento, estacionamiento y servicios (negocio medular de la compañía). Para el corte Mar-07, los ingresos alcanzaron Bs. 109.820,61 millones continuando la tendencia descendente (una disminución de 19,76%), dado el ingreso no recurrente derivado de la venta del mencionado activo.

La utilidad en operativa se mantuvo relativamente estable a lo largo de la serie analizada, ubicándose en Bs. 37.036,04 millones al cierre de Jun-06 (Bs. 38.620,67 millones a Jun-05). Para Mar-07, se observa una reducción del 2,27%, para un monto de Bs. 36.195,92 millones.

Por su parte, la Utilidad neta a Jun-06 se ubicó en Bs. 3.591,95 millones, lo que significó una contracción del 70,80% en comparación al cierre del año previo. Mientras que al corte Mar-07 mejora considerablemente al ubicarse en Bs. 12.384,73 millones.

El costo de ventas ha venido disminuyendo desde el cierre de Jun-05, ubicándose a esta fecha en Bs. 106.311,11 millones, representando el 61,95% de los ingresos de ese año. Este indicador mejoró en Mar-07 cuando representó el 42,85% (Bs. 47.059,28 millones).

6.2 RENTABILIDAD

La rentabilidad sobre el activo se ha ubicado históricamente en niveles promedio de un 1%. En Jun-06 se ubicó en 0,35%, mejorando ligeramente a Mar-07 cuando se situó en 1,07%. Esta mejora se debió al significativo incremento de la Utilidad neta a Mar-07.

Los indicadores de rentabilidad sobre patrimonio, reflejaron la misma tendencia, al pasar de 0,78% en Jun-06 a 2,71% en Mar-07, siendo este último el valor más alto alcanzado en la serie analizada.

Por su parte, el EBITDA a Jun-06 se ubicó en Bs. 61.889,15 millones, reflejando un margen a Ingresos de 45,22%, sobre el Activo promedio de 6,09% y sobre el Patrimonio promedio de 13,46%, a esa misma fecha. Asimismo, a Mar-07 el margen EBITDA fue de 51,54% con respecto a las ventas, mientras que la rentabilidad del Activo y Patrimonio registró niveles favorables de 4,89% y 12,39%, respectivamente (Ver Tabla 6).

Tabla 6: Indicadores de Rentabilidad

	Jun-05	Jun-06	Mar-07
Utilidad Neta / Activo Total Promedio (ROA)	1,26%	0,35%	1,07%
Utilidad Neta / Patrimonio Promedio (ROE)	2,65%	0,78%	2,71%
EBITDA/INGRESO	39,12%	45,22%	51,54%
EBITDA / Activo Total (prom.)	6,89%	6,09%	4,89%
EBITDA / Patrimonio Total (prom.)	14,49%	13,46%	12,39%

Fuente: F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIO

6.3 LIQUIDEZ

Luego del análisis realizado, se observa que el capital de trabajo del emisor ha sido suficiente durante todos los períodos de la serie, asimismo mantiene niveles adecuados de liquidez y solvencia en todos los períodos, con indicadores que sobrepasan la unidad. A Jun-05 el indicador se ubicó en 1,11x, mejorando considerablemente en el siguiente cierre al situarse en 2,18x, relación que se mantuvo a Mar-07 (2,17x).

Por su parte, el efectivo se incrementó considerablemente a Jun-06, al ubicarse en Bs. 68.751,19 millones 55,23% superior al cierre anterior. Esta situación es explicada por las ventas de inmuebles realizadas durante el segundo semestre del año 2005, mencionadas anteriormente, las cuales representaron significativas fuentes de efectivo para la empresa. Resulta importante señalar, que con una parte de los ingresos por dichas ventas, la empresa canceló en buena medida la deuda financiera, principalmente la de corto plazo, que tenía para la fecha.

La correcta administración del efectivo que genera la compañía, es un punto clave en sus resultados financieros. Al observar en detalle la composición del Activo, el efectivo junto con las inversiones temporales, representan el 82,94% del Activo circulante a Mar-07, lo que permite una cobertura de 1,80x del Pasivo circulante, y de 2,16x del total de la Deuda financiera de corto plazo.

Por otra parte, la relación entre los días promedio de pago y de cobro para los dos últimos períodos de la serie ha sido adversa, toda vez que se les cancela a los proveedores en un menor plazo que el tiempo de cobro a los clientes. A Jun-06, la diferencia fue de 13 días, al registrarse 48 días promedio de pago y 61 días de cobro. Esta diferencia se incrementó en Mar-07, pagando en 67 días y cobrando en 89 días. El ciclo operativo de la empresa se ubicó a Mar-07 en 22 días (13 días en Jun-06).

6.4 ENDEUDAMIENTO

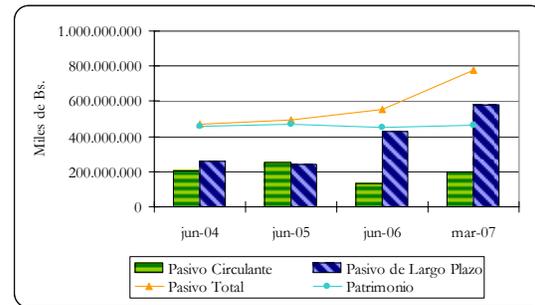
La relación de Pasivo total a Activo total se ha venido incrementando progresivamente a lo largo de la serie analizada, al pasar de 48,97% en Jun-04 a 60,88% en Mar-07, de tal manera que los activos respaldan más de la mitad del endeudamiento de la empresa. No obstante, con respecto al patrimonio, los pasivos superaron el respaldo de los accionistas, al ubicarse el indicador en 167,80% en Mar-07 (122,64% a Jun-06), situación que se debe tanto al importante aumento del endeudamiento total, como a las fluctuaciones del valor del patrimonio.

El endeudamiento a corto plazo de la empresa disminuyó significativamente con respecto al pasivo total, al pasar de 51,25% en Jun-05 a 23,35% en Jun-06, esto como consecuencia de la cancelación de gran parte de la deuda. Actualmente, el emisor se financia mayoritariamente con Pasivo de largo plazo, en una relación que aumentó a Mar-07 y que se ubicó en 63,88%. Estos fondos están representados principalmente por los Préstamos y por las Obligaciones financieras a largo plazo.

Estudiando esto en detalle, se observa que la deuda a largo plazo tuvo un incremento significativo, principalmente las Obligaciones financieras, que pasaron de Bs. 183.141,39 millones en Jun-06 a Bs. 256.209 millones en Mar-07 (39,90%), seguido por el aumento en los Préstamos a largo plazo que a Mar-07 se incrementaron 36,21%, para ubicarse en Bs. 238.478,81

millones. El aumento de la deuda de largo plazo, corresponde a nuevos préstamos y emisiones de obligaciones, con el objeto de financiar los proyectos y obras que el F.V.I tiene en desarrollo (Ver Gráfico 2).

Gráfico 2: Pasivos y Patrimonio del F.V.I en Miles de Bs.



Fuente: F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIO

La empresa también se ha venido financiando en el mercado de capitales a través de la emisión de títulos de deuda, posicionándose como una de las empresas líderes dentro de este mercado. En la Tabla 7 se presenta un resumen de las emisiones de los dos últimos años del F.V.I.

Tabla 7: Emisiones del F.V.I en el Mercado de Capitales

Año	Emisión	Monto (Millones de Bs.)	Tasa de interés
2005	Papeles Comerciales	30.000	Entre 10,50% y 14%
	Papeles Comerciales	20.000	11,50%
	Obligaciones Parcialmente Garantizas al Portador	60.000	13,33%
	Bonos Quirografarios	50.000	-
2006	Bonos Quirografarios	30.000	-
	Bonos Quirografarios	30.000	-
	Bonos Quirografarios	30.000	-
	Papeles Comerciales	50.000	Entre 9,25% y 10%

Fuente: F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIO

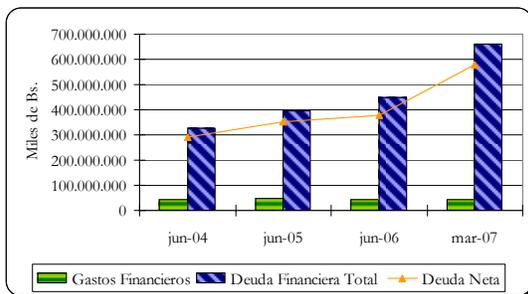
La tasa de interés de los papeles comerciales, para el período 2005-2006 se ubicó en promedio en 10,96%, lo que se traduce en cuatro puntos por debajo de la tasa activa del mercado, que en promedio fue de 15,11%. Este descenso de las tasas de interés, le permite al emisor financiarse a un costo inferior que con un crédito comercial, especialmente en el corto plazo. Con respecto a las obligaciones, la tasa promedio para el período

mencionado se ubicó en 13,45%, cerca de 2 puntos por debajo de la tasa activa.

6.5 COBERTURA

Los Gastos financieros netos a Jun-06 se ubicaron en Bs. 41.951,97 millones, que comparado con el cierre de Jun-05, presenta una reducción del 8,49%. Por su parte, La Deuda financiera total se ubicó a Jun-06 en Bs. 447.858,16 millones, aumentando sustancialmente a Mar-07, hasta un monto de Bs. 659.991,73 millones. El costo estimado de este endeudamiento es bajo, de un 9,37% a Jun-06 y 6,53% en Mar-07 (Ver Gráfico 3).

Gráfico 3: Gastos Financieros, Deuda Financiera total y Deuda Neta



Fuente: F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIO

La cobertura de EBITDA en el caso de los gastos financieros a Jun-06 se ubica en niveles favorables de 1,48x (0,80x a Jun-04) disminuyendo ligeramente para Mar-07 al situarse en 1,31x. La cobertura de la Deuda financiera a corto plazo alcanza niveles de 0,69x a Jun-06, mientras que la cobertura de la deuda a largo plazo es de 0,17x. Considerando el Efectivo y las Inversiones temporales, los niveles de cobertura del servicio de la deuda de corto y largo plazo mejoran considerablemente, ubicándose en 1,93x y 0,63x, respectivamente.

6.6 FLUJO DE EFECTIVO

El F.V.I. utilizó efectivo en actividades operacionales a Jun-06, dicha tendencia se revirtió a Mar-07, cuando se generaron Bs. 49.048,75 millones en actividades operacionales, principalmente vía Efectos y cuentas por cobrar e Inmuebles destinados para la venta.

Por otra parte, el emisor reflejó Bs. 250.623,57 millones en actividades de inversión en Mar-07, mientras que por actividades de financiamiento generó Bs. 212.484,27 millones de efectivo.

7.- ANÁLISIS DE RIESGOS

Es importante señalar que en un mercado caracterizado por una mayor demanda de servicios de arrendamiento, venta de inmuebles, etc., es fundamental el desarrollo de procesos de análisis de riesgo. Ahora bien, los riesgos que se han identificado para este tipo de empresas, son los siguientes:

Riesgo de mercado: la estrategia de diversificación geográfica, implica que la empresa está asumiendo los riesgos de entrar en mercados hasta ahora desconocidos. Sin embargo, dicha estrategia le permitirá al emisor mitigar los riesgos asociados al entorno político-económico del país, debido a la sensibilidad del sector a eventuales cambios.

Adicionalmente, con los cambios que adelanta PDVSA, existe un riesgo de pérdida de clientes importante, al concentrar la mayor parte de su cartera en el sector energético.

Riesgos operativos: en cada uno de los proyectos en los cuales incursiona el emisor, existen una serie de riesgos asociados al control de los procesos, para un mejor desarrollo de las actividades que se llevan adelante. Sin embargo, en el caso del F.V.I. este riesgo es muy bajo, considerando la experiencia y posicionamiento que tiene la empresa en el mercado nacional.

Riesgo de crédito: entendido como la probabilidad de incumplimiento y la severidad de las pérdidas, la Compañía presenta concentraciones que consisten principalmente en Equivalentes de efectivo e Inversiones temporales, específicamente con Serfincorp, C.A. Asimismo tiene concentraciones en Cuentas por cobrar comerciales, aunque son limitadas debido al gran número de clientes que posee la Compañía.

Riesgos de tasa de cambio: aún cuando las operaciones del emisor son esencialmente en bolívares, cuando la Gerencia identifica una oportunidad de mercado, en el corto o mediano plazo, las inversiones podrían ser colocadas en instrumentos en divisas, principalmente en dólares estadounidenses. La posición en moneda extranjera del F.V.I. fue superavitaria a Jun-06, ubicándose en US\$ 12.983, representada principalmente por el efectivo equivalente a US\$ 10.711 por el lado del activo y de unos US\$ 5.463 por el lado del pasivo, en cuentas por pagar. Los resultados a Mar-07 muestran que se mantiene una posición en moneda extranjera superavitaria, que medida con respecto al Patrimonio a Mar-07, se encuentra respaldada en un 3,96% por los accionistas (6,17% en Jun-06).

Riesgo regulatorio: actualmente está en discusión el proyecto de Reforma del Decreto Ley de Arrendamiento Inmobiliario, el cual podría establecer regulaciones sobre los cánones de arrendamiento para inmuebles comerciales. Por otra parte, desde finales del año 2005, se estableció regulación sobre la tarifa de estacionamiento,

fijada en Bs. 1.440 por hora, lo que se tradujo en una disminución de los ingresos generados por esta vía.

Riesgo de reputación: el F.V.I cuenta con más de 10 años de trayectoria y se ha consolidado a nivel local como la empresa líder en el mercado inmobiliario. 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.

8.-PROYECCIONES

Siguiendo la metodología de calificación de riesgo de SOFTLINE RATINGS, se elaboraron las proyecciones del comportamiento de F.V.I. bajo tres escenarios, uno BASE, en el cual se toman inicialmente las premisas tanto macroeconómicas como del negocio presentadas por el propio emisor, con algunos ajustes realizados a criterio de la calificadora; un escenario OPTIMISTA, donde se mejoran ciertas variables y uno PESIMISTA, donde se recoge el posible efecto de la desmejora de algunas condiciones.

Para la construcción del primer escenario, se consideró una ocupación promedio de los espacios comerciales (Centro San Ignacio, Tolón y Paseo El Hatillo) de 97% y de los espacios de oficina se estima un 95% de su ocupación para el año 2007 y 92,2% para el año fiscal 2008. Asimismo se incluye en la proyección, la renta que generará el Centro Ejecutivo Galipán a inicios del 2008, así como la venta de espacios que se encuentran desocupados de las Torres Provincial A y B y la Torre Mene Grande. En cuanto a las variables macroeconómicas, se tomó una tasa de cambio de Bs. 2.150 por dólar al inicio del período proyectado y de Bs. 3.611 por dólar en promedio a lo largo de la vida de la emisión.

Los resultados estimados con estas premisas muestran un EBITDA con respecto a los ingresos que mejoraría al ubicarse en 53,18% para el cierre fiscal 2007, con una cobertura de los Gastos financieros de 0,90x. El indicador EBITDA/Servicio de la deuda se ubicaría en 0,88x incluyendo en este cálculo, el monto del programa de papeles que se analiza.

Ahora bien, tomando premisas más exigentes, que incluyen una disminución del 5% de los Ingresos, un aumento de la relación de los Gastos operativos de cinco puntos porcentuales, se obtendría para el cierre del 2007 una relación EBITDA a ingresos del 48,25% y una cobertura del servicio de deuda de 0,76x.

Los resultados para unas condiciones optimistas que incluyen un aumento del 5% de los Ingresos y una disminución de los Gastos operativos en esa misma proporción, muestran una relación de EBITDA a ingresos de 57,64% al cierre fiscal del 2007 y una cobertura de la deuda de 1,00x.

F.V.I. FONDO DE VALORES INMOBILIARIOS, S.A.C.A. Y FILIALES					
Indicadores Financieros		Jun-04	Jun-05	Jun-06	Mar-07
SOLVENCIA					
Solvencia corriente		1,21	1,11	2,18	2,17
Capital de trabajo	44.321.463	28.319.556	152.690.297	232.736.317	
Rotacion de cuentas por pagar comerciales (días prom.)		108	48	67	
Rotacion de cuentas por cobrar (días prom.)		44	61	89	
Ciclo efectivo		-64	13	22	
Efectivo y sus equivalentes (MBs.)	34.575.314	44.289.417	68.751.186	79.660.632	
Inversiones temporales (MBs.)	113.230.001	167.621.421	123.145.779	277.837.336	
			55,23%		
ENDEUDAMIENTO					
Pasivo Total / Activo Total	48,97%	49,86%	53,27%	60,88%	
Pasivo total / Patrimonio	102,04%	105,68%	122,64%	167,80%	
Pasivo Circulante / Pasivo Total	44,15%	51,25%	23,35%	25,61%	
Razón de Consistencia	2,69%	2,93%	2,53%	1,89%	
Gastos Financieros / Utilidad Operativa	1,89	1,19	1,13	1,19	
Pasivo con costo financiero / Pasivo Total	69,43%	80,16%	80,71%	85,23%	
Posicion neta en Moneda Extranjera (Miles US\$)	1.374	13.198	12.983	8.493	
Contravalor en MBs.	2.638.080	28.375.700	27.913.450	18.259.950	
Posición en moneda extranjera / Patrimonio	0,57%	6,08%	6,17%	3,96%	
EFICIENCIA					
Ingresos Netos *	80.791.657	171.606.750	136.869.571	109.820.609	
Crecimiento de los ingresos		112,41%	-20,24%	-19,76%	
Utilidad en Operaciones / Ingresos Netos	28,55%	22,51%	27,06%	32,96%	
Utilidad Neta / Ingresos Netos	-8,93%	7,17%	2,62%	11,28%	
RENTABILIDAD					
Utilidad Neta / Activo Total Promedio (ROA)		1,26%	0,35%	1,07%	
Utilidad Neta / Patrimonio Promedio (ROE)		2,65%	0,78%	2,71%	
EBITDA (MBs.) *	34.811.207	67.139.318	61.889.151	56.598.796	
EBITDA/INGRESO	43,09%	39,12%	45,22%	51,54%	
EBITDA / Activo Total (prom.)		6,89%	6,09%	4,89%	
EBITDA / Patrimonio Total (prom.)		14,49%	13,46%	12,39%	
Margen Operativo	28,55%	22,51%	27,06%	32,96%	
Margen Neto	-8,93%	7,17%	2,62%	11,28%	
COBERTURA DE DEUDA					
Gastos Financieros (MBs.) *	43.607.358	45.846.152	41.951.972	43.106.373	
Deuda Financiera Total (MBs.)	325.734.744	395.638.995	447.858.159	659.991.730	
Deuda Financiera Corto Plazo (MBs.)	115.412.455	213.226.460	89.634.457	165.303.916	
Deuda Financiera Largo Plazo (MBs.)	210.322.289	182.412.535	358.223.702	494.687.814	
Deuda Neta (MBs.)	291.159.430	351.349.578	379.106.973	580.331.098	
Variacion Deuda Neta (MBs.)		20,67%	7,90%	53,08%	
Costo estimado de la deuda	13,39%	11,59%	9,37%	6,53%	
EBITDA/Gastos Financieros	0,80	1,46	1,48	1,31	
EBITDA/Servicios de la deuda	0,09	0,15	0,13	0,08	
EBITDA/Deuda Financiera CP	0,30	0,31	0,69	0,34	
EBITDA/Deuda Financiera LP	0,17	0,37	0,17	0,11	
EBITDA+Efectivo+Inv.temporales/Servicio Deuda CP	1,15	1,08	1,93	1,99	
EBITDA+Efectivo+Inv.temporales/Servicios Deuda LP	0,72	1,22	0,63	0,77	
Flujo de Caja Operativo / Gastos Financieros	2,03	0,79	-0,46	1,52	
* Cifras anualizadas Mar-07					

Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, 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