

ESTUDIO TASAS DE DESCUENTO
REAL ESTATE

REPORTE 23 | 2022

CALCULO POR SUB-INDUSTRIA 1T/2022

EQUIPO DE TRABAJO

EMILIO VENEGAS

Socio
Finanzas Coporativas y Transacciones
evenegas@bdo.cl
Fono:+56 2 2729 5018

CATALINA CHÁVEZ

Gerente
Finanzas Corporativas Y Transacciones
cchavez@bdo.cl
Fono:+562 2729 5116

MARCELO SANTANDER

Analista Senior
Finanzas Corporativas y Transacciones
msantander@bdo.cl
Fono:+56 2 2729 5106

CONTACTO

bdo.cl
+56 2 2729 5000
Av. Américo Vespucio Sur 100, Piso 11
Las Condes, Santiago - CHILE

BDO CHILE

FINANZAS CORPORATIVAS Y TRANSACCIONES

Nuestro equipo de Finanzas Corporativas cuenta con un alto nivel de profesionalismo y capacidad técnica en el desarrollo de servicios y asesorías a nivel local como internacional, tales como:

- ▶ Fusiones y Adquisiciones
- ▶ Valuaciones para IFRS (Propiedades de Inversión, PPE, Activos Biológicos, Instrumentos Financieros, PPA's, Activos Intangibles)
- ▶ Valuación de Empresas
- ▶ Due Diligence
- ▶ Transacciones de activos y licitaciones
- ▶ Tasaciones, valuación de activos y estudios inmobiliarios

CONTENIDOS

| | |
|--|---|
| INTRODUCCIÓN | 3 |
| FACTORES CLAVES | 4 |
| PRINCIPALES RESULTADOS | 4 |
| RANGOS DE TASAS WACC | 5 |
| COMPORTAMIENTO HISTÓRICO | 5 |
| ESTRUCTURA DE ENDEUDAMIENTO HISTÓRICA | 6 |
| COMPORTAMIENTO DE LA TASA LIBRE DE RIESGO | 6 |
| SPREAD DE CRÉDITO BONOS CORPORATIVOS | 7 |
| PREMIO POR RIESGO DE MERCADO | 7 |
| SPREAD DE CRÉDITO BONOS CORPORATIVOS DE ALGUNAS EMPRESAS CHILENAS DE LA INDUSTRIA | 8 |
| RESUMEN METODOLÓGICO Y GLOSARIO | 9 |

ESTUDIO TASAS DE DESCUENTO REAL ESTATE

CÁLCULO POR SUB-INDUSTRIA 1T/2022

Durante el período de análisis correspondiente al primer trimestre de 2022 se observa una disminución promedio de 8 puntos base en las tasas de descuento de las sub-industrias del Real Estate analizadas en relación al trimestre anterior, siendo las sub-industrias Oficinas y Residencial las que han experimentado las mayores disminuciones durante este periodo. Las principales causas de las oscilaciones en las tasas de descuento del Real Estate son una disminución de 26 puntos base en la tasa libre de riesgo a 30 años y un aumento en los spread de créditos, lo que ha generado un efecto neto en la variación de las tasas de descuento de la mayoría de las sub-industrias analizadas poco significativo, a excepción de las sub-industrias de oficinas y residencial, las cuales también se vieron afectada por una disminución en sus betas desapalancados y un aumento en la relación deuda/patrimonio de las empresas comparables.

FACTORES CLAVES

Durante el primer trimestre de 2022, las tasas de descuento para el mercado inmobiliario han presentado fluctuaciones principalmente producto de tres factores: 1) Disminución en la tasa libre de riesgo en relación al trimestre anterior 2) Aumento de los spreads de créditos de las empresas comparables pertenecientes a las distintas sub-industrias 3) Variaciones en la estructura de capital de las empresas que componen cada sub-industria. En cuanto al primer punto es importante considerar el efecto transversal generado sobre todas las sub-industrias analizadas por una disminución de la tasa libre de riesgo que se da en un escenario donde aún se mantienen ciertas incertidumbres políticas principalmente producto de la constitución en desarrollo, pero donde ya se conocen los nuevos actores políticos del gobierno entrante. El segundo punto se da como resultado de perspectivas de crédito que empeoraron en relación al trimestre

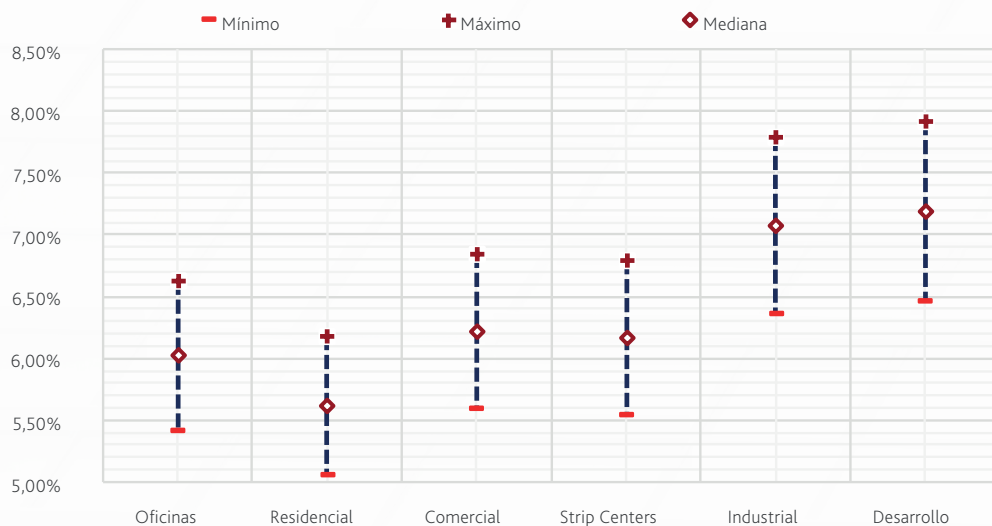
anterior para todas las sub-industrias analizadas. El tercer punto genera un efecto importante principalmente en las sub-industrias de Oficinas y Residencial, donde un aumento de la relación deuda/patrimonio impulsó una fuerte disminución de las tasas de descuento de estas.

Los rangos de tasas WACC para el primer trimestre de 2022 fueron elaborados a partir de los valores provenientes de estimaciones de betas (5 años mensuales), tasas libre de riesgo, premio por riesgo mercado, estructuras de endeudamiento industriales y spreads de crédito por sub-industria. Pese a los rangos generalizados determinados, se recomienda estimar una tasa de descuento y analizar los impactos en valor específicos para cada empresa o proyecto, con el fin de abordar cada situación en particular.

PRINCIPALES RESULTADOS (EN UF, ANUAL, AL 31 DE MARZO DE 2022)

| | Oficinas | Residencial | Comercial | Strip Center | Industrial | Desarrollo |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Beta Desapalancado Ajustado | 0,67 | 0,60 | 0,70 | 0,67 | 0,79 | 0,73 |
| D/P | 0,89 | 0,66 | 0,72 | 0,49 | 0,21 | 1,70 |
| Tasa de Impuesto | 27% | 27% | 27% | 27% | 27% | 27% |
| Tasa Libre de Riesgo | 2,28% | 2,28% | 2,28% | 2,28% | 2,28% | 2,28% |
| Prima por Riesgo | 6,30% | 6,30% | 6,30% | 6,30% | 6,30% | 6,30% |
| Beta Apalancado | 1,10 | 0,89 | 1,07 | 0,91 | 0,91 | 1,64 |
| Costo Patrimonial | 9,24% | 7,89% | 9,01% | 8,04% | 7,99% | 12,64% |
| Tasa Libre de Riesgo | 2,28% | 2,28% | 2,28% | 2,28% | 2,28% | 2,28% |
| Spread de Crédito | 1,02% | 0,71% | 0,93% | 0,91% | 1,39% | 3,18% |
| Costo de la Deuda antes de Impuesto | 3,30% | 2,99% | 3,22% | 3,19% | 3,67% | 5,46% |
| Costo de la Deuda después de Impuesto | 2,41% | 2,18% | 2,35% | 2,33% | 2,68% | 3,98% |
| WACC 1T 2022 | 6,03% | 5,63% | 6,22% | 6,17% | 7,08% | 7,19% |
| WACC 4T 2021 | 6,27% | 5,82% | 6,22% | 6,09% | 7,16% | 7,24% |
| Diferencia (Puntos Base) | -24 | -19 | 0 | 8 | -8 | -5 |

RANGOS DE TASAS WACC



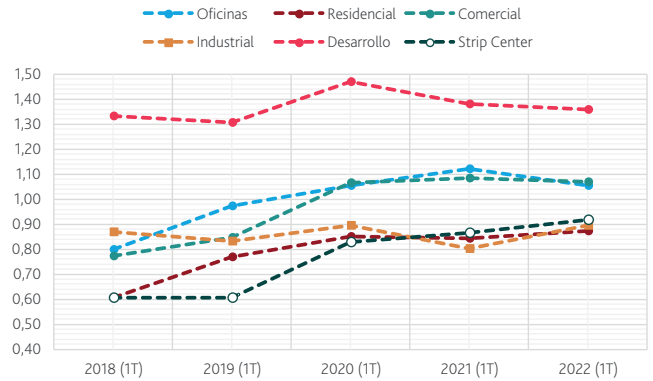
En los siguientes gráficos se muestra la evolución observada de la mediana de los betas apalancados de los comparables seleccionados por sub-industria durante los últimos 5 años. Éste factor es relevante ya que permite visualizar la sensibilidad de cada sub-industria en comparación al mercado. Adicionalmente se presentan rangos de fluctuación, los cuales permiten visualizar el valor máximo, mínimo y la mediana de los betas apalancados de las empresas comparables por sub-industria para el primer trimestre de 2022, permitiendo así identificar rangos razonables del comportamiento presente de dicha variable.

Cabe considerar que para efectos del cálculo de las tasas de descuento y a fin de reflejar el riesgo operacional en un horizonte de mediano a largo plazo, se consideraron betas 5 años mensuales, ya que podría ser equivocado hacer uso de un menor horizonte temporal debido al fuerte efecto covid-19 que se reflejaría, tal como puede ser apreciado en el gráfico del comportamiento de Betas 2 Años Semanal.

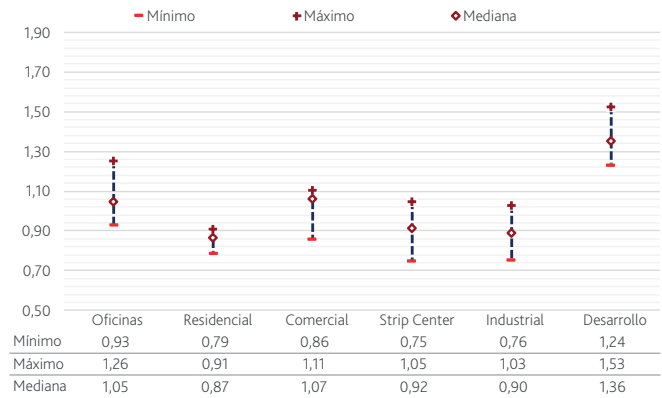
Todos los datos son estimados a partir de empresas públicas, y en base a un portfolio de REITs, tomados con datos significativos estadísticamente de Bloomberg.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

BETAS 5 AÑOS MENSUAL

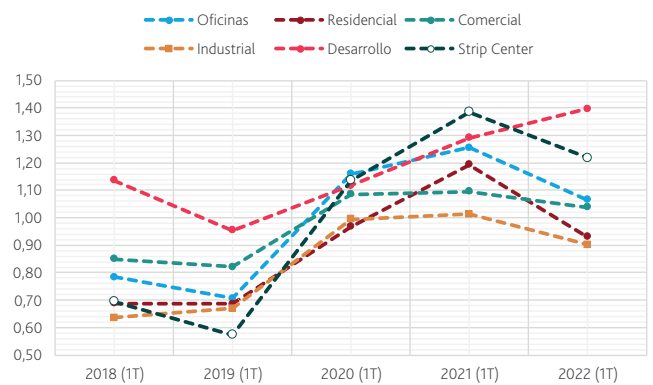


RANGO 1T 2022 - BETA 5 AÑOS MENSUAL

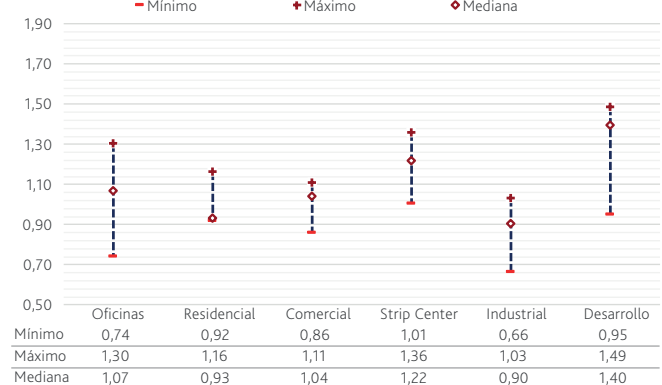


COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

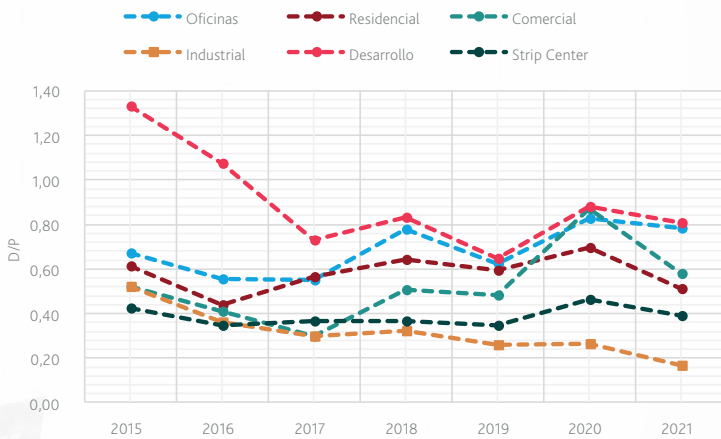
BETAS 2 AÑOS SEMANAL



RANGO 1T 2022 - BETA 2 AÑOS SEMANAL

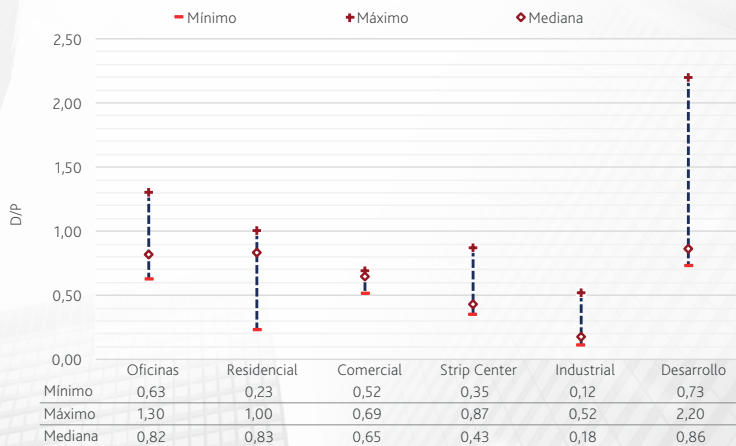


ESTRUCTURA DE ENDEUDAMIENTO HISTÓRICA

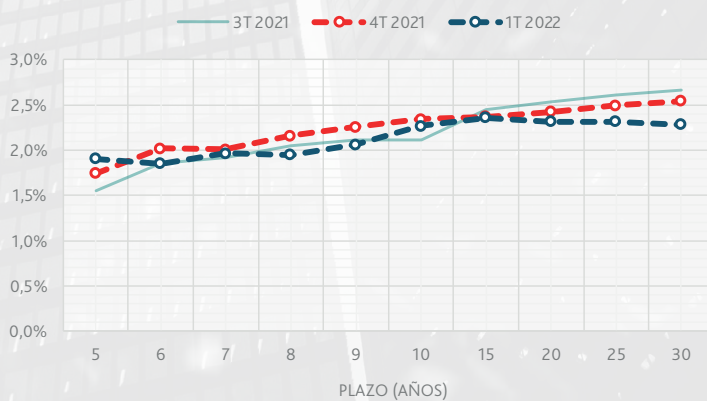


La estructura de endeudamiento histórica permite identificar la evolución de los niveles de deuda de empresas comparables por sub-industria durante los últimos 7 años, siguiendo la mayoría de éstas un comportamiento similar en dicho período. Es importante destacar que durante el primer trimestre de 2022, las sub-industrias Oficinas y Residencial, experimentaron los mayores aumentos en la estructura de capital, principalmente debido a las variaciones en los valores económicos del patrimonio de las empresas comparables para cada sub-industria, esto debido a que en el cálculo de las estructuras de endeudamiento se consideran valores económicos y no valores contables de deuda y patrimonio.

RANGOS DE ESTRUCTURAS DE ENDEUDAMIENTO 1T 2022



COMPORTAMIENTO DE LA TASA LIBRE DE RIESGO Y POTENCIALES EFECTOS

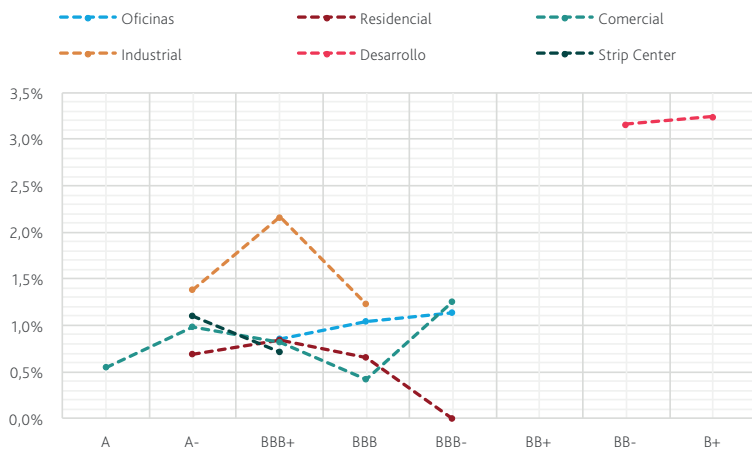


La tasa libre de riesgo del primer trimestre de 2022, basada en BTU, muestra una disminución de 26 puntos base en comparación al trimestre anterior; continuando con la tendencia a la baja observada en el reporte anterior. Dicha disminución se debe principalmente tras una mayor certeza política tras conocerse los principales actores políticos que serán parte del gabinete del nuevo gobierno. De todas maneras, el aumento de la inflación podría generar aún mayores medidas por parte del Banco central para subir la tasa de referencia, por lo cual podríamos experimentar alzas en la curva de tasas libres de riesgo en los próximos trimestres.

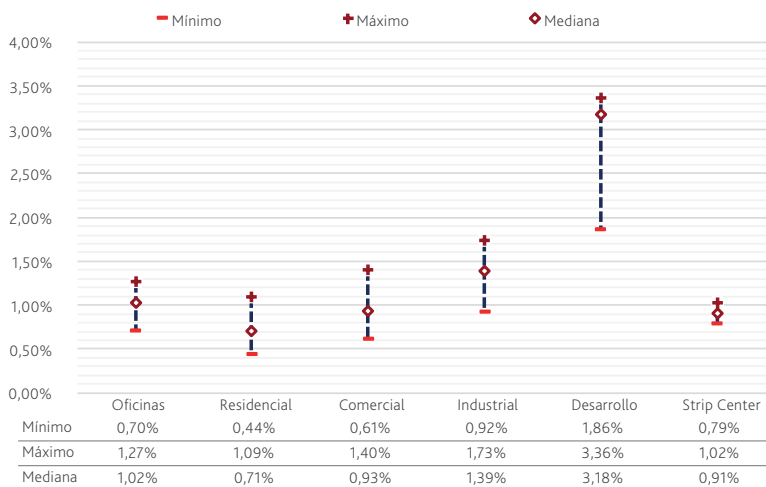
Los spreads de crédito fueron determinados sobre la base de emisiones de bonos corporativos por parte de empresas comparables de cada sub-industria, siendo ellos adicionalmente agrupados según su clasificación de riesgo (de acuerdo al Standard & Poor's Credit Ratings). En caso de no existir el riesgo de crédito para alguna clasificación intermedia, se extrapoló linealmente para su determinación. Adicionalmente, se presenta un rango de razonabilidad de spreads de crédito para las distintas sub-industrias analizadas al primer trimestre de 2022.

Cabe destacar que durante el primer trimestre de 2022, los spreads de crédito aumentaron en promedio 37 puntos base en comparación al trimestre anterior, existiendo un efecto al alza en todas las sub-industrias analizadas.

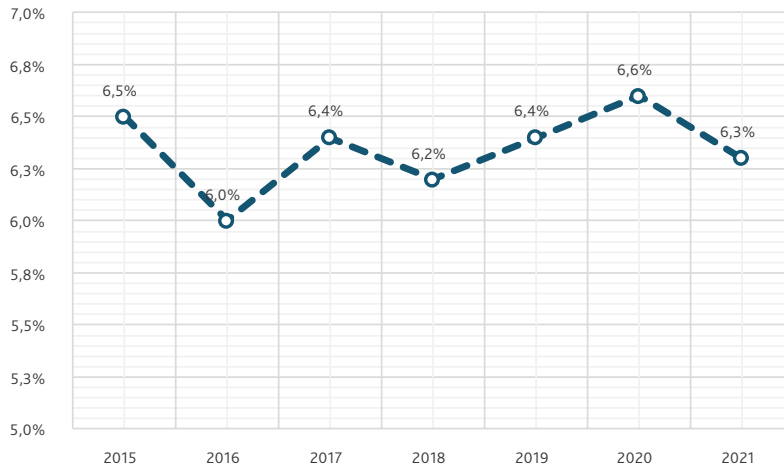
SPREAD DE CRÉDITO BONOS CORPORATIVOS EMPRESAS COMPARABLES



RANGOS DE SPREAD DE CRÉDITO 1T 2022

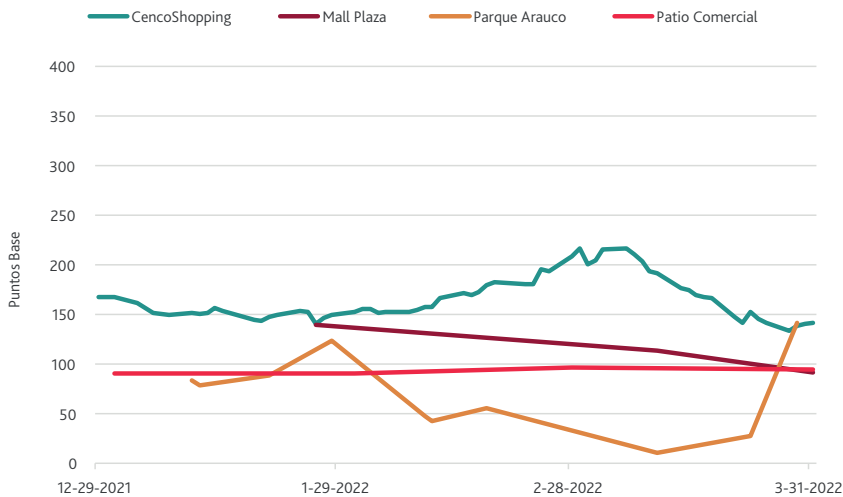


PREMIO POR RIESGO DE MERCADO



En los últimos años se ha podido apreciar una estabilización en el PRM. Esta variable posee diferentes criterios de estimación en el mercado, sin existir un consenso definido entre analistas al respecto. Para el cálculo específico de este reporte, se empleó el estudio de Fernández "Survey: Market Risk Premium and Risk-Free rate used for 88 countries in 2021".

SPREAD DE CRÉDITO BONOS CORPORATIVOS DE ALGUNAS EMPRESAS CHILENAS DE LA INDUSTRIA



Los siguientes spreads de crédito fueron determinados sobre la base de emisiones de bonos corporativos por parte de empresas chilenas de las sub-industrias de renta comercial. Dentro de éste escenario es importante destacar una tendencia de estabilización que continúa durante el 1T 2022.

RESUMEN METODOLÓGICO

Las tasas de descuento presentadas se estimaron de acuerdo a la metodología del Weighted Average Cost of Capital (WACC), el cual se define como el promedio ponderado de los costos de recaudación de financiamiento para una inversión o un negocio, pudiendo dicho financiamiento tomar la forma de deuda o patrimonio. El WACC se encuentra compuesto así de dos partes principales: el costo del capital y el costo de la deuda, cada una ponderada por su peso relativo. El costo de capital refleja el riesgo que los inversionistas de patrimonio perciben en la inversión, mientras que el costo de la deuda refleja el riesgo de default que los acreedores perciben de la misma. El peso de cada componente del WACC se verá reflejado en la cantidad de cada fuente que será utilizada por la empresa para financiar una determinada inversión.

Para analizar el costo del patrimonio se utilizó la fórmula de Hamada como criterio, la cual permite relacionar el uso de endeudamiento con el riesgo general de una empresa.

Las principales fuentes de información utilizadas en la elaboración de este reporte provienen de datos disponibles en Bloomberg e información propia del mercado.

GLOSARIO

Apalancamiento: Uso de capital como fuente de financiamiento al momento de invertir, en relación a la deuda financiera.

Beta: Medida de la volatilidad, o riesgo sistemático, de una acción individual en comparación al riesgo no sistemático del mercado.

BTU: Bonos de la Tesorería General de la República.

D/P: Deuda / Patrimonio (valores económicos).

PRM: Premio por Riesgo. Diferencia entre el rendimiento esperado de una cartera de mercado y la tasa libre de riesgo.

REIT: Real Estate Investment Trusts.

Spread: Diferencia de rendimiento entre un título de deuda de una empresa y su tasa libre de riesgo comparable.

RF: Tasa Libre de Riesgo. Interés que un inversionista espera de una inversión libre de riesgo durante un periodo específico de tiempo.

Tasa de Impuestos: Tasa de impuesto corporativa.

WACC: Weighted Average Cost of Capital.



Esta publicación ha sido elaborada detenidamente, sin embargo, ha sido redactado en términos generales y debe ser considerado, interpretado y asumido únicamente como una referencia general. No puede utilizarse como base para amparar situaciones específicas. Usted no debe actuar o abstenerse de actuar de conformidad con la información contenida en este documento sin obtener asesoramiento profesional específico. Póngase en contacto con BDO Auditores & Consultores Ltda., para tratar estos asuntos en el marco de sus circunstancias particulares. BDO Auditores & Consultores Ltda., sus socios, directores, gerentes y empleados no aceptan ni asumen ninguna responsabilidad o deber de cuidado ante cualquier pérdida derivada de cualquier acción realizada o no por cualquier individuo al amparo de la información contenida en esta publicación o documento o ante cualquier decisión basada en ella.

BDO Auditores & Consultores Ltda., una sociedad chilena de responsabilidad limitada, es miembro de BDO International Limited, una compañía limitada por garantía del Reino Unido, y forma parte de la red internacional BDO de empresas independientes asociadas. BDO es el nombre comercial de la red BDO y de cada una de las empresas asociadas de BDO.

Copyright ©2020 BDO Auditores & Consultores Ltda.

Queda prohibida su reproducción o copia parcial o total del contenido sin nuestro pleno consentimiento.