

ESTUDIO TASAS DE DESCUENTO **REAL ESTATE**

REPORTE

Nº 10 | 2020

CÁLCULO POR
SUB-INDUSTRIA 3T/2020





BDO CHILE | SERVICIOS 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

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

ESTUDIO TASAS DE DESCUENTO REAL ESTATE

CÁLCULO POR SUB-INDUSTRIA 3T/2020

Durante el período de análisis, nuevamente se observa una baja en la mayoría de las tasas de descuento de las sub-industrias del Real Estate analizadas, con una disminución promedio de aproximadamente 13 puntos base, lo que refleja una estabilización de los niveles de riesgo/retorno de los activos inmobiliarios a niveles vistos a finales de 2019. Lo anterior se debe principalmente a los impulsos de baja en las tasas de referencia del Banco Central, un mayor optimismo en el mercado y bajas en los spreads de crédito. Adicionalmente, es importante destacar el posicionamiento de la renta residencial como la sub-industria de menor riesgo/retorno dentro del sector inmobiliario, aumentando así su atractivo para inversionistas en búsqueda de retornos más seguros en el largo plazo, como los institucionales.

FACTORES CLAVES

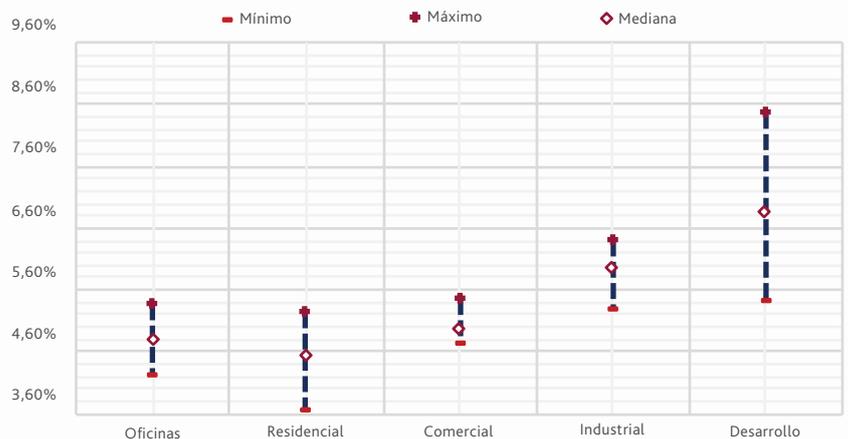
Durante el tercer trimestre de 2020, las tasas de descuento para el mercado inmobiliario se han visto impactadas principalmente por una fuerte disminución en los spreads de crédito de todas las sub-industrias analizadas respecto al trimestre anterior (disminución promedio de 63 puntos base), revelando así una importante mejora en los riesgos de crédito asociado a un mayor optimismo en el mercado. Por otro lado, las tasas de descuento de las distintas sub-industrias han alcanzado niveles similares a aquellos analizados durante el último trimestre del año 2019, lo cual se debe en gran medida a los fuertes impulsos del Banco Central por disminuir las tasas de referencia con el objetivo de aumentar la inversión, lo que se demuestra en una tasa libre de riesgo de largo plazo al 3T 2020 incluso menor que aquella vista al 4T 2019 (0,73% vs. 0,93% respectivamente). A pesar de lo anterior, la tasa libre de riesgo de largo plazo 3T 2020 experimentó un aumento de 30 puntos base respecto al trimestre anterior, lo que atenuó una disminución aún mayor de las tasas WACC de las distintas sub-industrias analizadas, gatillando incluso un aumento en el caso de la sub-industria industrial durante el período analizado.

Los rangos de tasas WACC para el tercer trimestre de 2020 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 30 de septiembre de 2020)

	Oficinas	Residencial	Comercial	Industrial	Desarrollo
Beta Desapalancado Ajustado	0,60	0,61	0,66	0,80	0,79
D/P	1,20	0,63	1,11	0,19	0,97
Tasa de Impuesto	27%	27%	27%	27%	27%
Tasa Libre de Riesgo	0,73%	0,73%	0,73%	0,73%	0,73%
Prima por Riesgo	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%
Beta Apalancado	1,12	0,89	1,20	0,91	1,36
Costo Patrimonial	8,12%	6,60%	8,64%	6,77%	9,69%
Tasa Libre de Riesgo	0,73%	0,73%	0,73%	0,73%	0,73%
Spread de Crédito	2,05%	0,97%	1,51%	1,58%	4,65%
Costo de la Deuda antes de Impuesto	2,78%	1,70%	2,24%	2,31%	5,39%
Costo de la Deuda después de Impuesto	2,03%	1,24%	1,64%	1,69%	3,93%
WACC 3T 2020	4,79%	4,53%	4,96%	5,95%	6,85%
WACC 2T 2020	5,05%	4,50%	5,12%	5,71%	7,36%
Diferencia (Puntos Base)	-26	3	-16	24	-51

RANGOS DE TASAS WACC



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

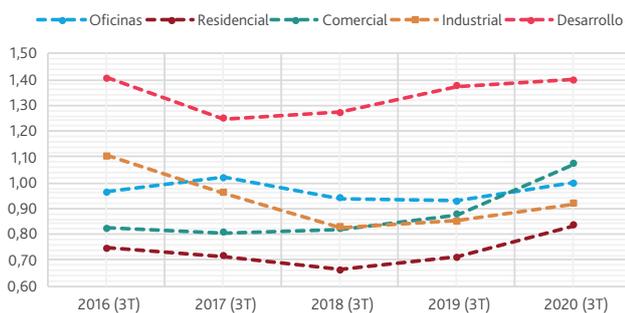
Analista
Finanzas Corporativas y Transacciones
msantander@bdo.cl
Fono:+56 2 2729 5106

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 tercer trimestre de 2020, permitiendo así identificar rangos razonables del comportamiento presente de dicha variable.

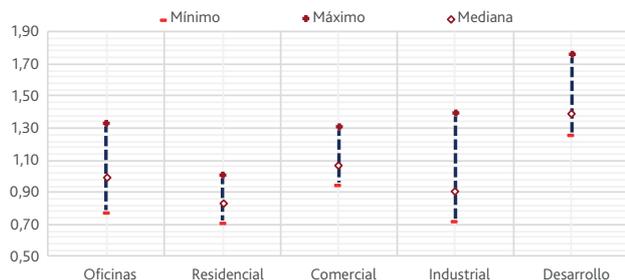
Cabe considerar que para efectos del cálculo de las tasas de descuento y a fin de reflejar el riesgo operacional en un horizonte de mediano a largo plazo, se consideraron betas 5 años mensuales, ya que podría ser equivocado hacer uso de un menor horizonte temporal debido al fuerte efecto covid-19 que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

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

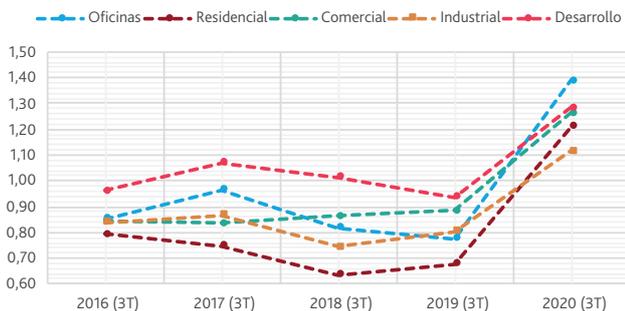
COMPORTAMIENTO HISTÓRICO BETAS 5 AÑOS MENSUAL



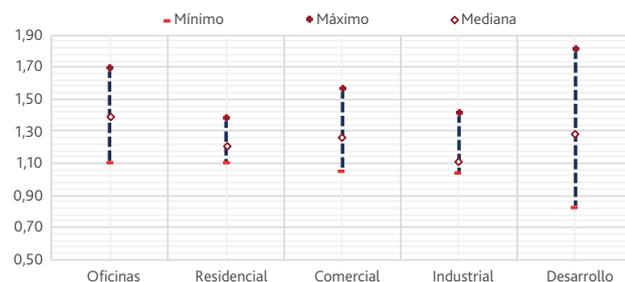
RANGO 3T 2020 BETAS 5 AÑOS MENSUAL



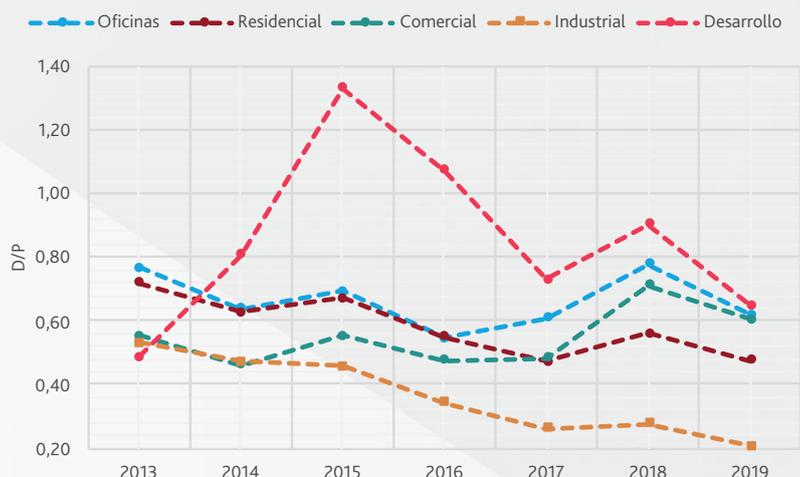
COMPORTAMIENTO HISTÓRICO BETAS 2 AÑOS SEMANAL



RANGO 3T 2020 BETAS 2 AÑOS SEMANAL

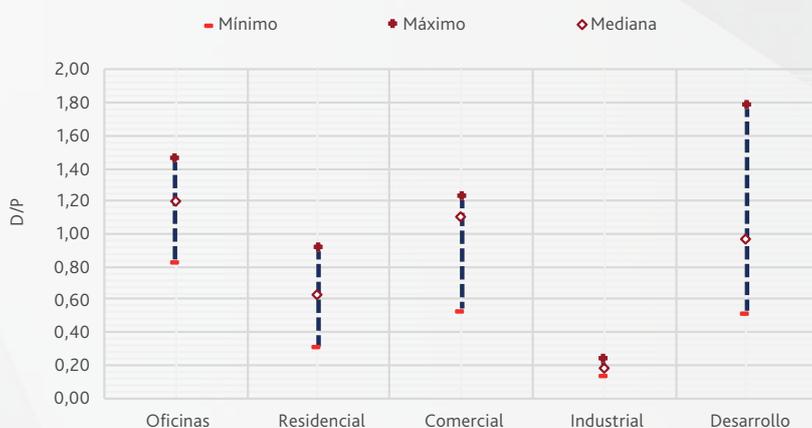


ESTRUCTURA DE ENDEUDAMIENTO HISTÓRICA



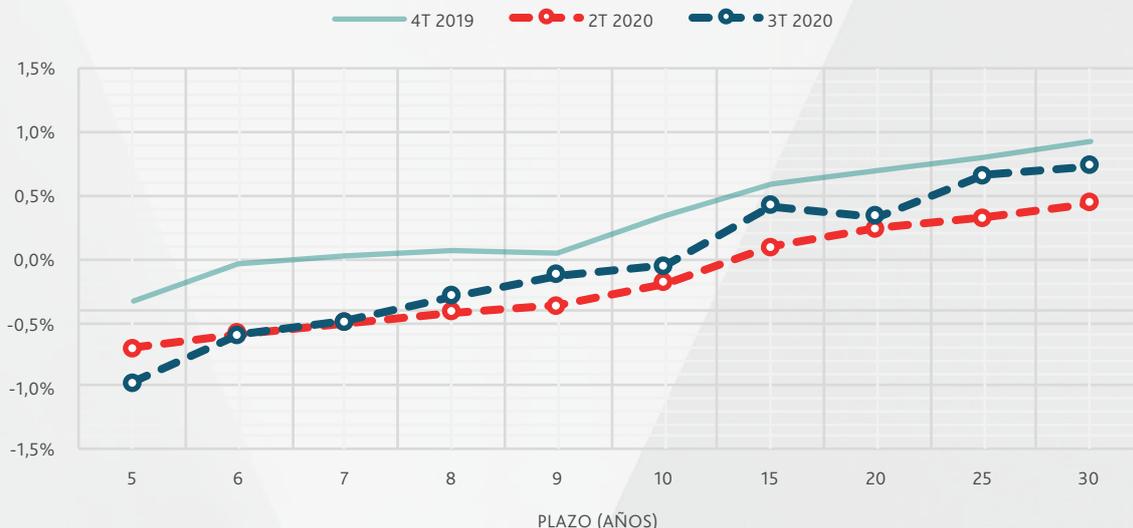
La estructura de endeudamiento histórica permite identificar la evolución de los niveles de deuda de empresas comparables por sub-industria durante los últimos 7 años, siguiendo la mayoría de éstas un comportamiento similar en dicho período. Es importante destacar que durante el tercer trimestre de 2020, la mayoría de las sub industrias analizadas poseen una estructura de capital con mayor grado de endeudamiento en comparación a niveles observables el año anterior, lo cual se debe principalmente a una reducción de los valores económicos del patrimonio de las empresas comparables de las distintas sub industrias analizadas producto del efecto Covid-19 a nivel global. A pesar de lo anterior, se revela una estructura de endeudamiento estable para las distintas sub-industrias analizadas respecto al trimestre anterior, las cuales ya habían disminuido previamente producto de un creciente optimismo en el mercado. Cabe resaltar 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 3T 2020

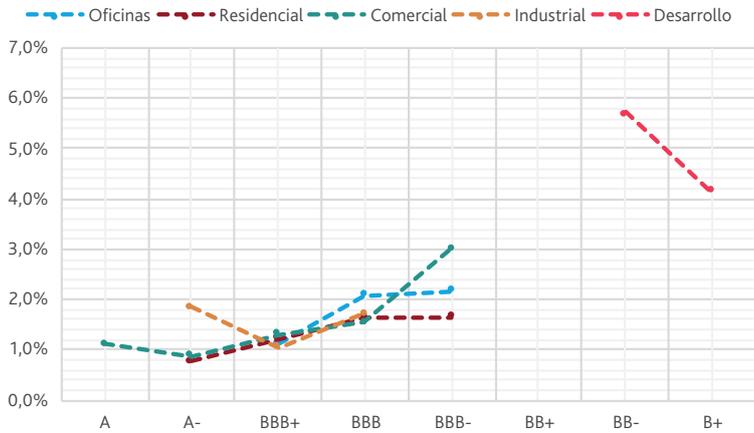


COMPORTAMIENTO DE LA TASA LIBRE DE RIESGO Y POTENCIALES EFECTOS

La tasa libre de riesgo del tercer trimestre, basada en BTU, muestra un aumento de 30 puntos base en comparación al trimestre anterior; sin embargo, esta aún se mantiene en niveles menores que la tasa libre de riesgo estimada para el periodo 4T 2019, principalmente como resultado de bajas en la tasa de política monetaria impuestas por el Banco Central con el propósito de estimular la economía durante el periodo de pandemia.

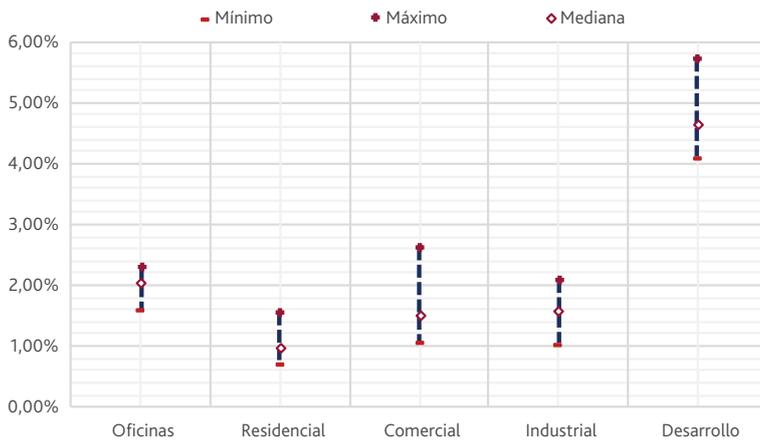


SPREAD DE CRÉDITO BONOS CORPORATIVOS EMPRESAS COMPARABLES



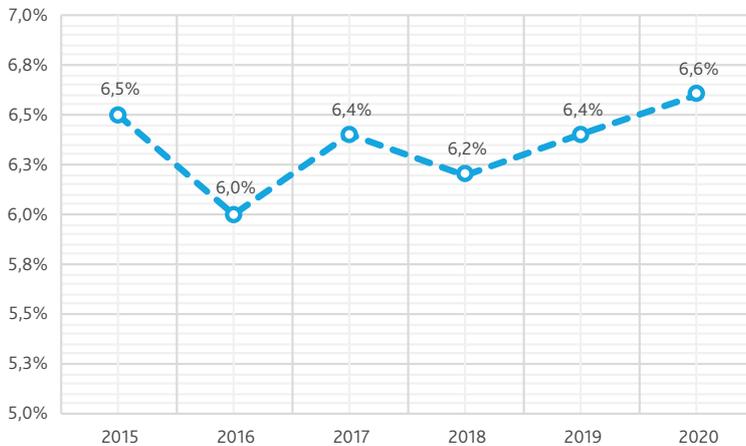
Los spreads de crédito fueron determinados sobre la base de emisiones de bonos corporativos por parte de empresas comparables de cada sub-industria, siendo ellos adicionalmente agrupados según su clasificación de riesgo (de acuerdo al Standard & Poor's Credit Ratings). En caso de no existir el riesgo 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 tercer trimestre de 2020.

RANGOS DE SPREAD DE CRÉDITO 3T 2020



Cabe destacar que durante el tercer trimestre 2020, los spreads de crédito disminuyeron en promedio 63 puntos base en comparación al trimestre anterior, revelando una mejoría en los riesgos de crédito producto de un mayor optimismo en el mercado.

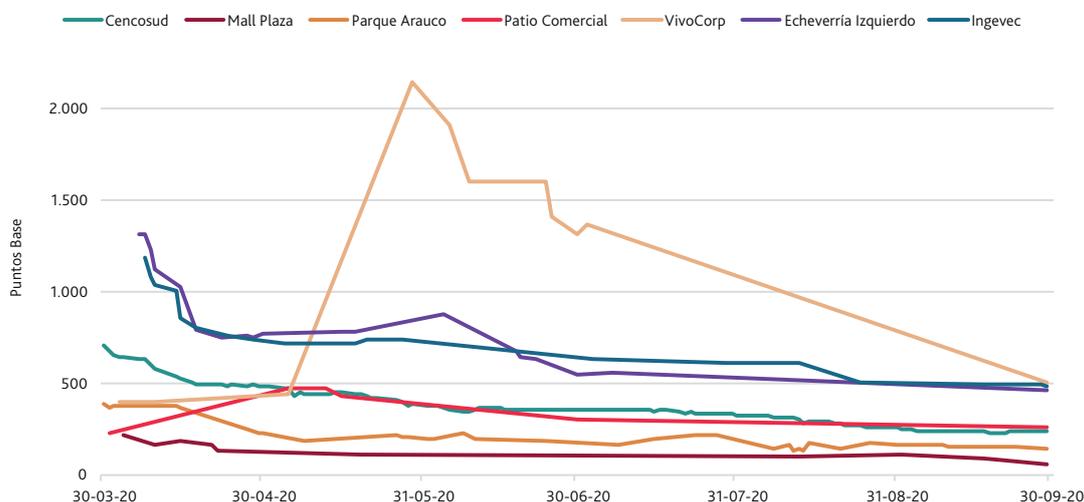
PREMIO POR RIESGO DE MERCADO



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 81 countries in 2020".

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 y de desarrollo. Dentro de éste escenario es importante destacar una tendencia de estabilización hacia el 3T 2020, donde empresas de desarrollo, quienes se vieron afectadas en mayor medida producto de la pandemia, han experimentado una fuerte disminución de sus spreads de crédito principalmente producto del reciente plan de reactivación económica puesto en marcha.



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.