

Universidad Católica de Santa María
Facultad de Ciencias Económico-Administrativas
Escuela Profesional de Ingeniería Comercial



**VALUACIÓN DEL FIDEICOMISO DE INVERSIÓN FIBRA PRIME PARA LA
DETERMINACIÓN DEL PRECIO DE SUS CERTIFICADOS DE
PARTICIPACIÓN EN EL PERÚ 2020**

Tesis presentada por la Bachiller:

Lombardi Méndez, Fiorella

para optar el Título Profesional de

**Ingeniera Comercial con
Especialidad en Finanzas**

Asesor:

Mg. Sosa Torres, Jorge Andreu

Arequipa- Perú

2020

UCSM-ERP

UNIVERSIDAD CATÓLICA DE SANTA MARÍA
INGENIERIA COMERCIAL
DICTAMEN APROBACIÓN DE BORRADOR DE TESIS

Arequipa, 08 de Octubre del 2020

Dictamen: 001681-C-EPICO-2020

Visto el borrador de tesis del expediente 001681, presentado por:

2015801782 - LOMBARDI MENDEZ FIORELLA

Titulado:

**VALUACIÓN DEL FIDEICOMISO DE INVERSIÓN FIBRA PRIME PARA LA DETERMINACIÓN DEL
PRECIO DE SUS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN EN EL PERÚ 2020**

Nuestro dictamen es:

APROBADO

**1149 - ESPINOZA RIEGA JORGE DAVID
DICTAMINADOR**



**1657 - MEZA RIQUELME MAURICIO JORGE SERAFIN
DICTAMINADOR**



**2902 - HILLPA ZUÑIGA MANUEL EDMUNDO
DICTAMINADOR**



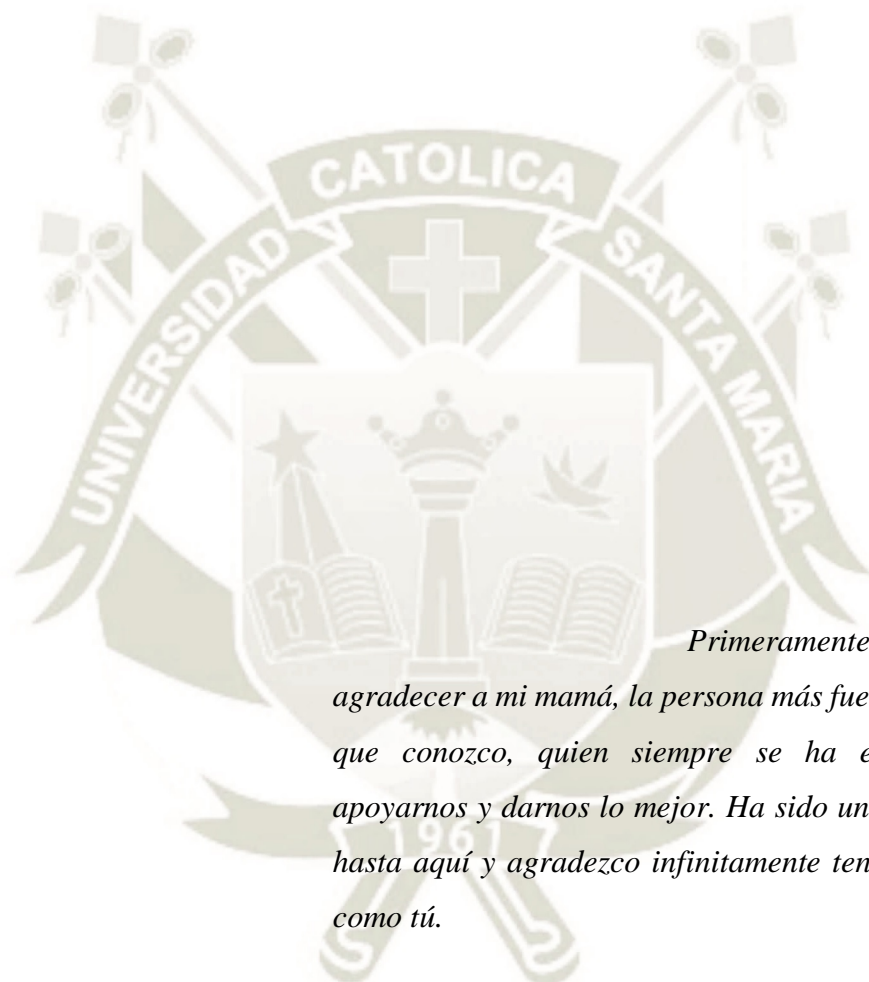
Dedicatorias

*El presente trabajo se lo dedico a mi papá. Él es mi inspiración en cada paso que doy,
quien me motiva a ser mejor profesional y mejor persona. Mis logros te los debo y
siempre te los voy a dedicar.*

“Mi alma y corazón estarán siempre contigo”



Agradecimiento



Primeramente, quiero agradecer a mi mamá, la persona más fuerte e intrépida que conozco, quien siempre se ha esforzado por apoyarnos y darnos lo mejor. Ha sido un largo camino hasta aquí y agradezco infinitamente tener una madre como tú.

Agradecer también a mis hermanas, quienes me dieron la energía y fortaleza para seguir con mis metas. A mi abuelita y a mi tía por siempre haber estado para mí y motivarme a ser mejor. Y en general a toda mi familia, los amo y estoy totalmente agradecida con todos.

RESUMEN

La presente investigación se centra en los Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces (FIBRA), donde se abarcaron sus antecedentes, descripción, regulación, beneficios, principales participes, entre otros. El objetivo principal es realizar la valorización de Fibra Prime, primer FIBRA en el Perú, para determinar el precio de sus certificados de participación en 2020.

Bajo dicha valorización, se determinó que su acción se encuentra infravalorada, es decir, su precio en el mercado es menor a su valor intrínseco en un escenario optimista y conservador, considerando un horizonte de proyección de siete años y una tasa de descuento de 7.9%. Ello, sumado a que Fibra Prime puede llegar a repartir un dividendo de hasta 7.7% con respecto al monto invertido en sus certificados de participación, lo convierten en un vehículo de inversión altamente rentable.

Para llegar a esos resultados, se realizó un análisis acerca del sector inmobiliario peruano, metodologías de valorización en FIBRAs así como una investigación detallada de Fibra Prime, abarcando su estructura, sectores de inversión, inmuebles, estados financieros, entre otros. Asimismo, se consideraron diversos supuestos que permitieron proyectar data de la empresa.

Finalmente, se pretende que los resultados, conclusiones y recomendaciones de la presente tesis, puedan ser usados para llegar a un mayor número de personas y/o empresas quienes deseen invertir en el sector inmobiliario o mercado de valores en general. De esa forma dinamizar las transacciones y ofertas públicas en la Bolsa de Valores, incentivar la creación de un mayor número de FIBRAs en el Perú, así como estimular el crecimiento del sector inmobiliario mediante una mayor inversión privada.

Palabras claves:

Valuación de empresa – Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces (FIBRA)

ABSTRACT

This research focuses on the Securitization Trusts for Investment in Real Estate Income (FIBRA), where their background, description, regulation, benefits, main participants, among others, were covered. The main objective is to carry out the valuation of Fibra Prime, the first FIBRA in Perú, to determine the price of its participation certificates in 2020.

Under said valuation, it was determined that its share is undervalued, that is, its price in the market is lower than its intrinsic value in an optimistic and conservative scenario, considering a projection horizon of seven years and a discount rate of 7.7%. This, added to the fact that Fibra Prime can distribute a dividend of up to 8% with respect to the amount invested in its participation certificates, corresponding to a highly profitable investment vehicle.

To achieve these results, it was carried out an analysis about Peruvian real estate sector, valuation methodologies in FIBRAs, as well as a detailed investigation of Fibra Prime, covering its structure, investment sectors, real estate, financial statements, among others. Likewise, various assumptions were considered that made it possible to project company data.

Finally, it is intended that the results, conclusions and comments of this thesis can be used to reach a greater number of people and/or companies who wish to invest in the real estate sector or the stock market in general. In this way, to stimulate transactions and public offerings in Bolsa de Valores de Lima, to encourage the creation of a greater number of FIBRAs in Peru, as well as to stimulate the growth of the real estate sector through greater private investment.

Key words:

Business Valuation - Real Estate Investment Trust

INTRODUCCIÓN

Actualmente, uno de los principales problemas que afronta el Perú es la iliquidez del mercado de valores. Ello ha llevado a que entidades tanto públicas como privadas tomen medidas para dinamizar la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Así fue como surgieron los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Rentas de Bienes Raíces (FIBRA) en el país.

El origen de los FIBRA son los REITS, instrumentos muy populares para muchos inversionistas a nivel mundial. En Latinoamérica el primer país que incorporó estos instrumentos alternativos fue México, generando un crecimiento en el sector inmobiliario y mayor dinamismo en el mercado de valores. A nivel mundial existen REITS en 38 países y se encuentran listados y negociados en bolsas de valores alrededor del mundo.

En el Perú, estos vehículos de inversión son administrados por entes especializados y deben cumplir ciertos parámetros según el marco regulatorio peruano. Sin embargo, estos mecanismos al ser relativamente nuevos con un régimen tributario y normativa distinta; la decisión de inversión puede ser confusa al no saber si es rentable o si el precio al que se transan sus certificados de partición (acciones) es el adecuado. Todo ello sumado a la incertidumbre de métodos de valorización en FIBRAS, se hace atractivo presentar una valorización del fideicomiso de inversión Fibra Prime.

Para lograr ello, este documento ha sido constituido en cuatro capítulos. En el capítulo I se expondrá el problema de iliquidez en el mercado de valores, se delinearán una imagen general de los antecedentes de los FIBRAS y su regulación, análisis del sector inmobiliario peruano, así como una descripción de Fibra Prime: inversionistas, participes, inmuebles, sectores de inversión, entre otros.

El capítulo II define conceptos relevantes para la investigación, describe métodos de valuación de empresas y realiza una revisión de investigaciones y análisis de interés para obtener una visión más amplia acerca de los FIBRAS. El diseño metodológico se encuentra en el Capítulo III, donde se detalla el procedimiento de recolección de información y análisis, fuentes, métodos elegidos, justificación de supuestos y proyección de estados financieros.

Finalmente, en el capítulo IV se presentan los resultados, abarcando el impacto del COVID-19 en la empresa, indicadores financieros, proyección de estados financieros, y valorización de Fibra Prime en base a los métodos elegidos.



ÍNDICE

DICTAMEN APROBATORIO

DEDICATORIA

AGRADECIMIENTO

RESUMEN

ABSTRACT

INTRODUCCIÓN

CAPÍTULO I	1
1. FUNDAMENTOS TEÓRICOS	1
1.1. ILIQUIDEZ DE LA BOLSA DE VALORES DE LIMA	1
1.2. FIDEICOMISO DE TITULIZACIÓN PARA INVERSIÓN EN RENTA DE BIENES RAICES (FIBRA).....	6
1.2.1. Antecedentes:	6
1.2.2. FIBRAs en el Perú.....	9
1.2.2.1 Beneficios	11
1.2.2.1.1. Beneficios para inversionistas.....	11
1.2.2.1.2. Beneficios para las empresas	12
1.2.2.1.3. Beneficios para el mercado de valores	12
1.2.2.2. Marco Regulatorio en Perú	12
1.2.2.2.1 Beneficio tributario:.....	13
1.2.2.2.2. Regulación SBS-AFP	14
1.2.2.2.3. Incumplimiento:.....	15
1.3. FIBRA PRIME.....	15
1.3.1 Aspectos generales	15
1.3.2. Inmuebles adquiridos.....	16
1.3.3. Impacto COVID-19.....	17
1.4. MERCADO INMOBILIARIO PERUANO.....	19
1.4.1. Oficinas:	19
1.4.2. Industrial:	23
1.4.3. Sector comercial o retail:.....	25
1.4.4. Sector hotelero.....	27
CAPÍTULO II	29
2. MARCO TEÓRICO.....	29
2.1. MARCO CONCEPTUAL.....	29
2.1.1. Valuación de empresas	29

2.1.1.1. Motivos para una Valuación de Empresas.....	29
2.1.2. Métodos de valorización:.....	30
2.1.2.1. Descuento de flujos de caja (DCF):.....	30
2.1.2.2. Método de descuento de dividendos:.....	35
2.1.2.3. Método de valoración por múltiplos:.....	36
2.1.3. Precio de los certificados de participación:.....	36
2.1.4. Otras Definiciones.....	37
2.2. ANTECEDENTES INVESTIGATIVOS.....	39
CAPÍTULO III.....	43
3. DISEÑO DE INVESTIGACION.....	43
3.1. METODOLOGÍA DE INVESTIGACION.....	43
3.1.1. Proyección de estados financieros:.....	45
3.1.1.1. Estado de resultados:.....	45
3.1.1.1.1. Ingresos:.....	45
3.1.1.1.2. Costos operativos:.....	47
3.1.1.1.3. Gastos administrativos:.....	48
3.1.1.1.4. Ingresos financieros:.....	50
3.1.1.1.5. Gastos financieros:.....	50
3.1.1.2. Balance General:.....	50
3.1.1.2.1. Activo corriente:.....	50
3.1.1.2.2. Activo no corriente:.....	50
3.1.1.2.3. Pasivo corriente:.....	51
3.1.1.2.4. Pasivo no corriente:.....	51
3.1.1.2.5. Patrimonio:.....	51
3.1.1.3. Estado de Flujo de Efectivo:.....	51
3.1.2. Métodos de valorización de la empresa.....	52
3.1.2.1. Descuento de flujos de caja (DCF):.....	52
3.1.2.1.1. EBITDA.....	52
3.1.2.1.2. Flujo de Caja Libre (FCF):.....	52
3.1.2.1.3. Costo medio ponderado de capital (WACC):.....	53
3.1.2.1.4. Tasa de crecimiento a perpetuidad (g):.....	53
3.1.2.2. Método de descuento de dividendos:.....	54
3.1.2.3. Método de múltiplos:.....	54
CAPÍTULO IV.....	56
4. RESULTADOS.....	56

4.1. ANÁLISIS DE LA EMPRESA	56
4.1.1. Impacto COVID 19	59
4.2. INDICADORES FINANCIEROS.....	62
4.2.1. Capitalización de mercado.....	62
4.2.2. Dividend yield	64
4.2.3. Margen NOI y EBITDA	65
4.2.4. Ratio Cap Rate	66
4.3. PROYECCION DE ESTADOS FINANCIEROS	67
4.3.1. Estado de Resultados:.....	67
4.3.1.1. Ingresos por alquileres:	67
4.3.1.1.1. Nivel de ocupación:	68
4.3.1.2. Costos operativos:	72
4.3.1.3. Gastos administrativos:	74
4.3.1.4. Ingresos financieros:	77
4.3.1.5. Gastos financieros:.....	77
4.3.2. Balance General:	78
4.3.2.1. Activo corriente:	78
4.3.2.2. Activo no corriente:	79
4.3.2.3. Pasivo corriente:.....	80
4.3.2.4. Pasivo no corriente:.....	80
4.3.2.5. Patrimonio:.....	80
4.3.3. Estado de Flujo de Efectivo:.....	83
4.3.3.1. Flujo de efectivo de actividades de operaciones:.....	83
4.3.3.2. Flujo de efectivo de actividades de inversión:	83
4.3.3.3. Flujo de efectivo de actividades de financiamiento:	84
4.4. VALORIZACIÓN FIBRA PRIME	85
4.4.1. Descuento de flujos de caja (DCF)	85
4.4.2. Método de dividendos y múltiplos.....	90
4.4.3. Determinación del precio de los certificados de participación	91
4.4.4. Escenarios	92
4.4.5. Ratios financieros proyectados	95
CONCLUSIONES.....	97
RECOMENDACIONES.....	99
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	100
ANEXOS.....	104

INDICE DE TABLAS

Tabla N°1: Data principales índices de la región.....	3
Tabla N°2: Detalle de los inmuebles pertenecientes a Fibra Prime	17
Tabla N°3: Cálculo del impuesto predial.....	47
Tabla N°4: Comisión de Administración del Fiduciario.....	48
Tabla N°5: Comisión por operación exitosa.....	49
Tabla N°6: Comisión anual por Administración y gestión de APSA	49
Tabla N°7: Detalle de Colocaciones Fibra Prime	57
Tabla N°8: Plan de acción en el periodo de crisis	59
Tabla N°9: Detalle de precio/m ² y crecimiento anual estipulado por contrato.....	67
Tabla N°10: Cronograma de refinanciación de rentas	70
Tabla N°11: Resumen ingresos	71
Tabla N°12: Cálculo y resultados de Impuesto Predial 2020.....	72
Tabla N°13: Resumen costos operativos	73
Tabla N°14: Cálculo de la comisión anual por administración de APSA.....	74
Tabla N°15: Estimación de gastos como porcentaje de ingresos.....	76
Tabla N°16: Resumen de gastos administrativos.....	76
Tabla N°17: Resumen Estado de Resultados.....	77
Tabla N°18: Estimación de días de cuentas por cobrar	78
Tabla N°19: Cálculo activos en titulización IIIT 2020	79
Tabla N°20: Cálculo del capital II trimestre 2020	81
Tabla N°21: Resumen Balance General	82
Tabla N°22: Cálculo del capital de trabajo.....	83
Tabla N°23: Resumen flujo de efectivo	84
Tabla N°24: Cálculo Flujo de Caja Libre Desapalancado	85
Tabla N°25: Cálculo del beta	86
Tabla N°26: Cálculo de la tasa libre de riesgo.....	86
Tabla N°27: Cálculo del costo de deuda.....	87
Tabla N°28: Resumen cálculo del WACC	88
Tabla N°29: Valor Presente Free Cash Flow.....	89
Tabla N°30: Dividendos repartidos	90
Tabla N°31: Cálculo del múltiplo Dividend Yield	91
Tabla N°32: Resumen Métodos de Valorización.....	92
Tabla N°33: Valor de los certificados de participación bajo distintos escenarios	93
Tabla N°34: Ratios financieros proyectados	95
Tabla N°35: Acciones con mayores retornos por dividendos 2019	96

INDICE DE FIGURAS

Gráfico N°1: Promedio Diario de Negociación de Acciones.....	2
Gráfico N°2: Performance Índices Regionales (Base 100 = 31/12/2014).....	3
Gráfico N°3: Eventos Recientes que Golpearon la BVL en los Últimos Meses	4
Gráfico N°4: REITS, Retorno frente a otros instrumentos (Enero 1990 = 100)	7
Gráfico N°5: FIBRAS, Retorno frente a otros instrumentos (Marzo 2011=100).....	8
Gráfico N°6: Montos de Oferta Pública Inicial Accionaria en la BMV	9
Gráfico N°7: Captación de capital acumulado FIBRA/FIRBI y número de inversionistas.....	10
Gráfico N°8: Dinámica de operación	13
Gráfico N°9: Distribución de tipo de inversionistas en Fibra Prime a Agosto 2020	16
Gráfico N°10: Performance de Fibra Prime vs. Principales índices de la BVL	18
Gráfico N°11: Oficinas Clase A: Precio de alquiler por distrito (USD/m ²) – Lima 2019	20
Gráfico N°12: Oficinas Clase B: Precio de alquiler por distrito (USD/m ²) – Lima 2019	20
Gráfico N°13: Oficinas Clase A: Precio promedio de alquiler y vacancia - Lima.....	21
Gráfico N°14: Oficinas Clase B: Precios de alquiler y vacancia - Lima.....	22
Gráfico N°15: Precio de alquiler promedio (USD/m ²) y porcentaje de vacancia	24
Gráfico N°16: Centros comerciales: Precio alquiler por zonas (USD/m ²) – Lima 2019	25
Gráfico N°17: Precio alquiler por zonas (USD/M ²) y vacancia – Lima 2019.....	26
Gráfico N°18: Presentación Fibra Prime acerca de métricas de contratos de cada inmueble.....	46
Gráfico N°19: Distribución de área bruta arrendable por tipo de inmueble.....	56
Gráfico N°20: Distribución de inversión por tipo de inmueble.....	56
Gráfico N°21: Distribución de ingresos según tipo de inmueble.....	58
Gráfico N°22: Ingresos estimados por inmueble 2020	60
Gráfico N°23: Margen y monto de Net Operating Income estimado año 2020	61
Gráfico N°24: Margen y monto del EBITDA estimado año 2020.....	61
Gráfico N°25: Capitalización de mercado en la primer colocación de CPs	63
Gráfico N°26: Capitalización de mercado FIBRAS diversificadas mexicanas año 2019	63
Gráfico N°27: Dividend Yield FIBRAS diversificadas primer año de operación	64
Gráfico N°28: Margen NOI (Porcentajes)	65
Gráfico N°29: Margen EBITDA (Porcentajes)	66
Gráfico N°30: Ratio CAPRATE inmuebles Fibra Prime año 2019	66
Gráfico N°31: Supuesto de ocupación de inmuebles (Porcentajes)	70
Gráfico N°32: Resumen de los precios de certificados por participación	94

CAPÍTULO I

1. FUNDAMENTOS TEÓRICOS

La elaboración de los fundamentos teóricos de la presente tesis abarcará la problemática de la iliquidez de la Bolsa de Valores de Lima, motivo por el cual surgen los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces (FIBRA) en el Perú, sus antecedentes, descripción y regulación en el país.

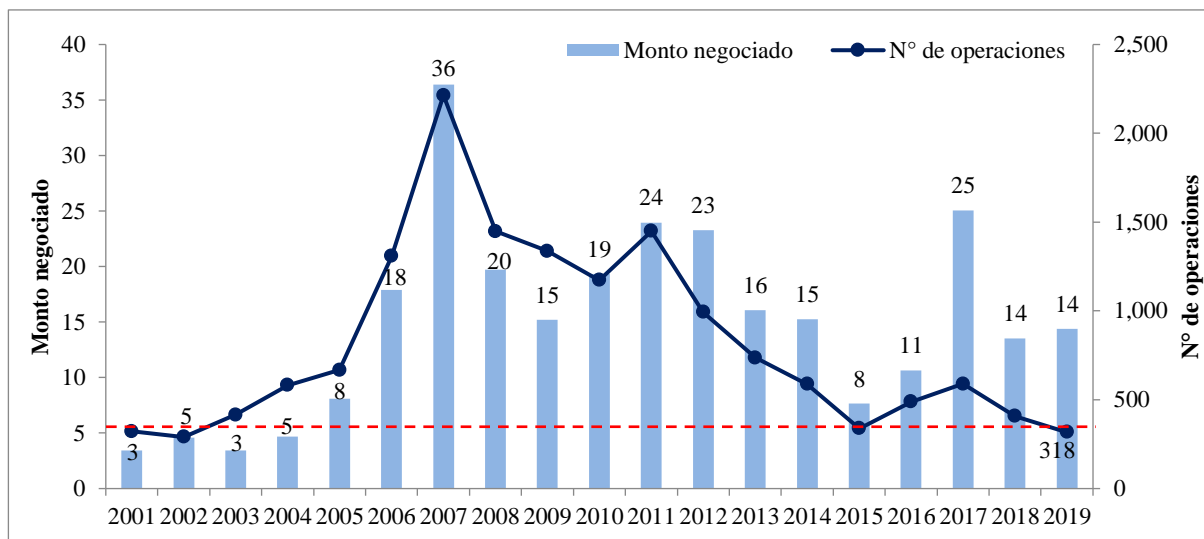
1.1. ILIQUIDEZ DE LA BOLSA DE VALORES DE LIMA

Por muchos años, la iliquidez del mercado de valores nos ha venido afectado de manera negativa. La iliquidez hace referencia al bajo número de transacciones (compra y venta de activos) en la bolsa de valores. Como resultado, los “securities¹” ilíquidos tienden a tener un menor volumen de negociación, márgenes de compraventa más amplios y una mayor volatilidad de precios. (Chen, 2019)

El Perú, ha tenido un crecimiento sostenido en los últimos años (Pre-COVID), sin embargo, ello no se ve reflejado en el número de transacciones diarias de acciones, las cuales, en el año 2019, cayeron a niveles de 2001 (alrededor de 320 operaciones en promedio) y el monto negociado diario fue el más bajo de la región (US\$ 14MM) en el mismo año.

¹ Termino que hace referencia a un instrumento financiero negociable con algún tipo de valor monetario.

Gráfico N°1: Promedio Diario de Negociación de Acciones



Fuente: Bolsa de Valores de Lima

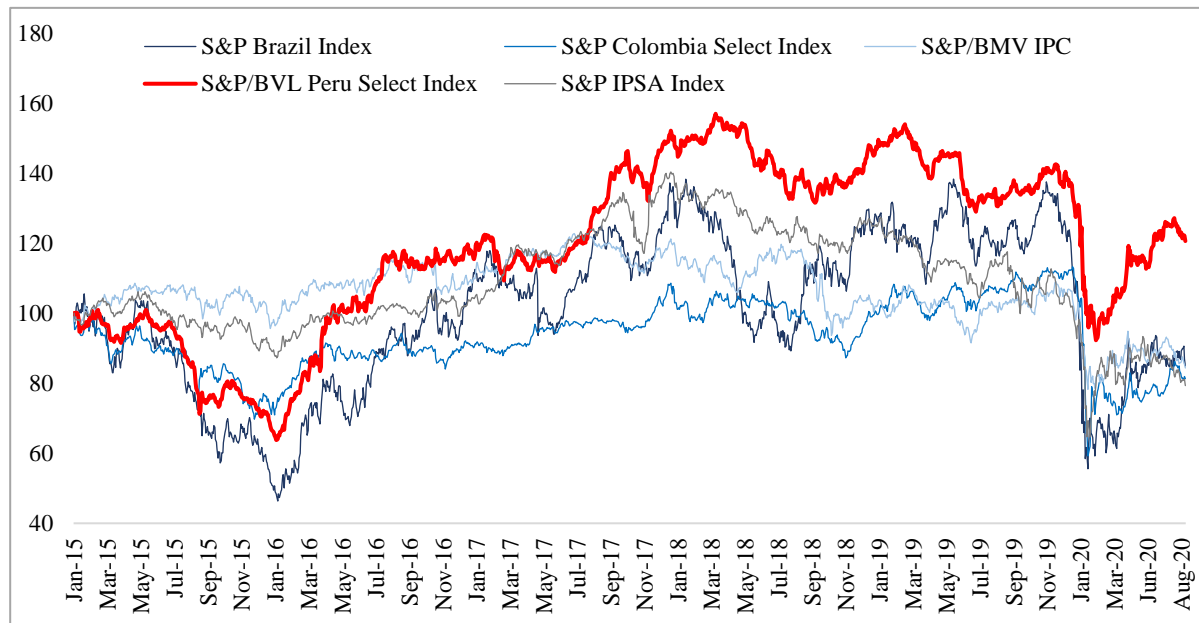
Elaboración: Propia

Esto ha generado un gran número de problemas en el país, como limitadas alternativas de fondeo e inversión, menores puestos de trabajo e impuestos para el gobierno, mayores costos de deuda, menor competencia entre empresas incentivando la formación de oligopolios y monopolios, y un menor número de inversionistas atraídos por el país. Este último genera un menor valor para las compañías, afectando tanto a empresas peruanas que listan y las que no, debido a que no se pueden financiar como lo harían en países con mayor liquidez.

Un claro ejemplo es el “performance” del S&P Peru Select Index², el cual tuvo el mayor rendimiento anualizado en los últimos 5 años (+9.3%), a comparación de sus pares regionales (Brasil Index +8.5%, Colombia Select Index +4.6%, S&P IPSA +3.9% y S&P BMV IPC +2.5%), como se puede observar en el siguiente gráfico.

² Índice que busca medir el desempeño de las empresas peruanas de mayor tamaño y liquidez listadas en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), actualmente lo conforman 13 empresas.

Gráfico N°2: Performance Índices Regionales (Base 100 = 31/12/2014)



Fuente: BVL Update

Elaboración: Propia

Sin embargo, los múltiplos relativos entre países de América Latina evidencia que el mercado local cotizaría a descuento. La relación entre precio y utilidad para los próximos 12 meses del principal índice peruano cotiza a 10.8 veces, un 16% menos que el promedio de la región y por debajo de su promedio de los últimos 5 años de 14.7 veces. Asimismo, el índice Peru Select Index cuenta con la menor capitalización de mercado a comparación de sus pares regionales. (S&P Down Jones Índices, 2020)

Tabla N°1: Data principales índices de la región

	Market Cap 2019	Rendimiento anualizado		Desviación Estándar		Múltiplos		
	Millones USD	5 años	10 años	5 años	10 años	PER Forward	P/VL	P/V
S&P BVL Peru Select	80,456	9.30%	8.40%	18.60%	18.80%	10.88	1.5	1.0
S&P Colombia Select	85,628	4.60%	6.10%	14.50%	14.10%	12.16	1.3	1.7
S&P IPSA	109,180	3.90%	2.70%	13.60%	14.10%	15.80	1.3	1.1
S&P BMV IPC	373,636	2.50%	5.10%	12.30%	11.90%	14.66	2.1	1.3
S&P Brasil	548,998	8.50%	-0.20%	34.30%	30.30%	10.92	1.7	1.3

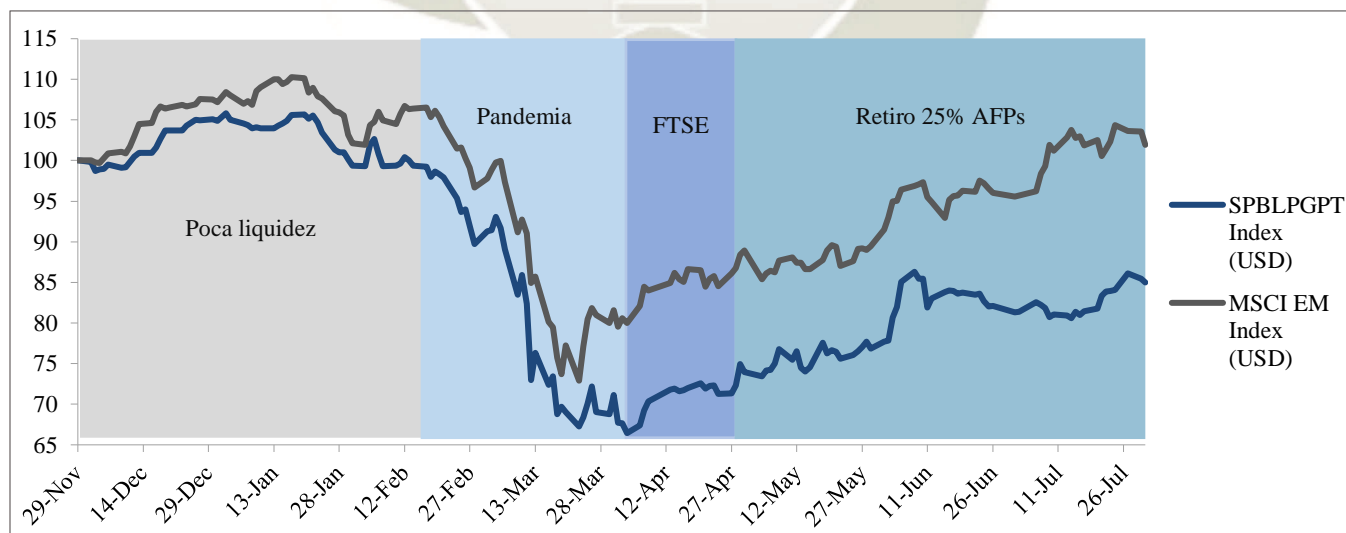
Fuente: Down Jones Índices LLC

Elaboración: Propia

Dicha información revela que los índices de los pares regionales del Perú valen más, a pesar de tener un rendimiento inferior y menores ventas relativas a su precio, demostrando que Perú se encuentra infravalorado.

No obstante, los sucesos ocurridos en el año 2020 han agravado aún más el problema de iliquidez, trayendo severas consecuencias en el país. Primeramente, con una bolsa ya estructuralmente débil, la pandemia influyó a una caída abrupta en los precios de los activos. A pesar de que pueda ser atractivo que empresas sólidas trancen a un menor precio, la incertidumbre juega un rol importante en el desincentivo de inversión. Seguidamente, el FTSE³ nos llevó a mercado frontera, generando la obligación en algunos inversionistas de vender sus acciones peruanas por el hecho de no poder mantener un portafolio en un mercado frontera. Eso sumado a la ley que aprobó el nuevo congreso del retiro del 25% de los fondos privados de pensiones, desestabilizando el fondo de las AFPs y obligándolas a vender apresuradamente acciones y bonos peruanos; así como a los conflictos políticos actuales, muestran al Perú como un país poco atractivo en el cual invertir.

Gráfico N°3: Eventos Recientes que Golpearon la BVL en los Últimos Meses



Fuente: Bloomberg

Elaboración: Propia

³ Financial Times Stock Exchange (FTSE), subsidiaria de London Stock Exchange Group que provee servicios de información, análisis, evaluaciones, elaboración de índices, entre otros.

En el gráfico N°3 se puede observar como el “performance” del S&P/BVL Perú General Index (SPBLPGPT), índice que agrupa las acciones más líquidas del mercado peruano abarcando 40 empresas; y el MSCI EM Perú Index, el cual abarca las acciones de las empresas más grandes en el Perú, se han visto afectados por los sucesos ocurridos en los últimos meses, sin recuperar sus niveles pre-pandemia a finales de julio, aproximadamente seis meses después.

Por otro lado, las causas de la iliquidez de la BVL son muchas, entre ellas se encuentran la ausencia de inversionistas retail por falta de educación y cultura de ahorro, conflicto de intereses, regulación restrictiva, escasez de “float⁴” en el mercado de valores por la estrategia de “compra y mantiene” de las AFPs, así como ausencia de inversionistas ancla en IPOs⁵ de menos de US\$ 200 millones, entre otros. (Quigley & Cancel, 2020)

A pesar de que muchos de estos problemas no se puedan solucionar a corto plazo, ha habido esfuerzos de entidades por combatirlo. Por ejemplo, se ha creado el Consejo Consultivo del Mercado de Capitales, con apoyo del Banco Mundial y se ha definido una Hoja de Ruta para poder brindar soluciones hacia este problema. Además, la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), flexibilizó su regulación restrictiva, permitiendo el ingreso de nuevos instrumentos financieros que den lugar a una mayor captación de dinero del público; las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) en conjunto con Sociedades Agentes de Fondos de Inversión (SAFI) planean la creación e inversión de fondos “smallcap” peruanos para apoyar el crecimiento de pequeñas y medianas empresas, generando mayor competitividad y producción en el país.

La presente tesis se enfocará en analizar la flexibilización de la SMV con respecto a nuevos instrumentos que podrían generar liquidez al mercado, específicamente en los FIBRAs. De esa forma poder determinar si efectivamente este instrumento aminorará el problema, siendo una opción rentable de inversión que atraerá un mayor número de inversionistas locales y extranjeros, tanto retail como institucionales; permitiendo un

⁴ Hace referencia al número de acciones en circulación.

⁵ Oferta Pública Inicial

mayor número de transacciones en la bolsa de valores, colocaciones continuas para captar dinero, mayor inversión en el país, así como un impulso en el sector inmobiliario.

1.2. FIDEICOMISO DE TITULIZACIÓN PARA INVERSIÓN EN RENTA DE BIENES RAICES (FIBRA)

“Un FIBRA es un vehículo de inversión inmobiliaria, cuya finalidad es la adquisición o desarrollo de bienes inmuebles para destinarlos al arrendamiento u otra modalidad generadora de rentas” (Rubio, 2018)

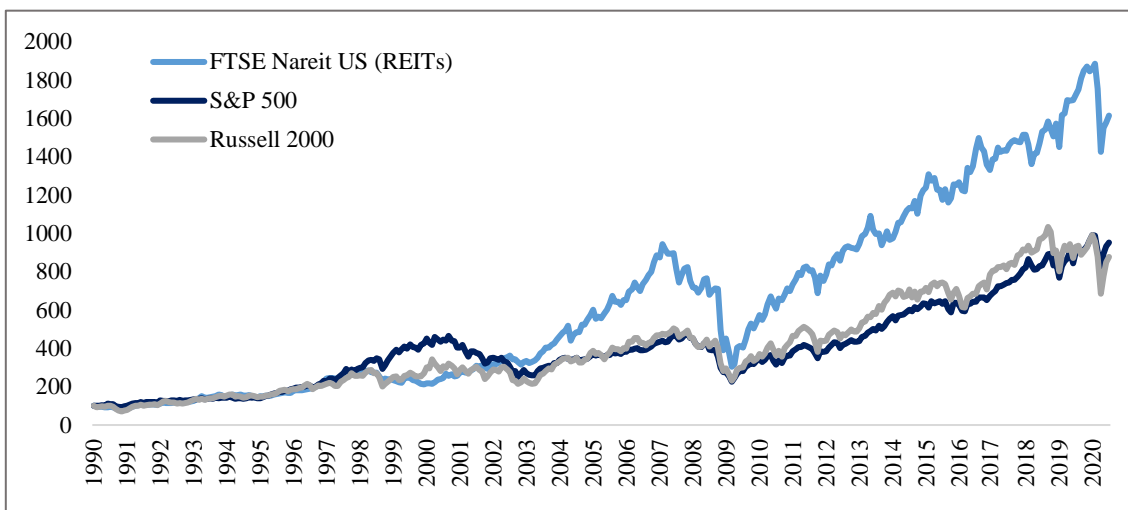
1.2.1. Antecedentes:

El origen de los Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces (FIBRA) son los Real Estate Investment Trust (REITs), vehículos de inversión inmobiliaria eficientes tributariamente que genera rentas regularmente a través de dividendos. (Bolsa de Valores de Lima, 2018)

El primer REIT surgió en Estados Unidos en 1990 y el primer FIBRA surgió en México en el año 2011. La principal diferencia entre ambos se da en su constitución, donde los REITs son considerados personas jurídicas y los FIBRA, fideicomisos. Además, los REITs no cuentan con límite de endeudamiento, a diferencia de un FIBRA, el cual debe mantener un endeudamiento máximo de 40% de su activo total, lo cual hace que difieran en estructura de capital. (Bolsa de Valores de Lima, 2018)

Desde su creación, tanto los REITs como los FIBRA, han sido instrumentos altamente rentables, con una menor volatilidad a comparación de activos tradicionales como las acciones.

Gráfico N°4: REITS, Retorno frente a otros instrumentos (Enero 1990 = 100)



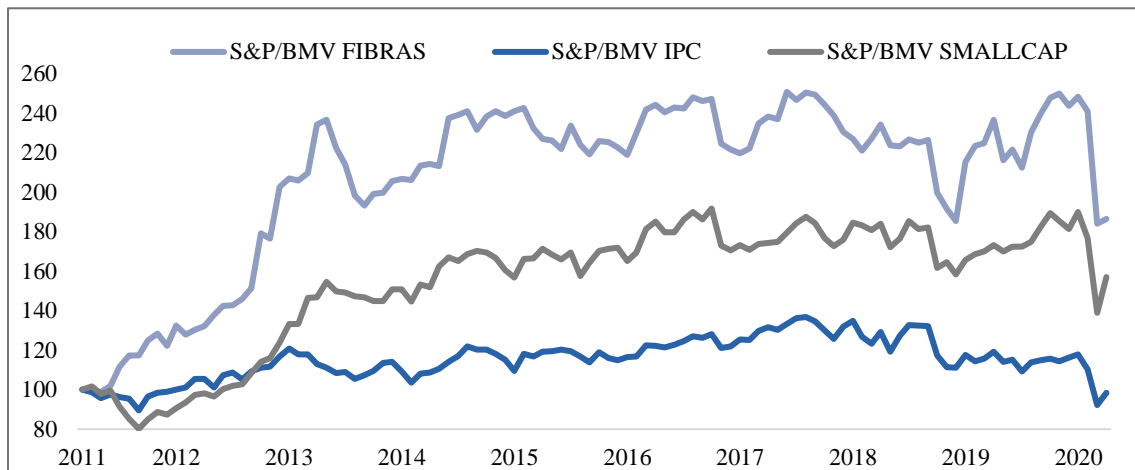
Fuente: Nareit, Bloomberg

Elaboración: Propia

Como se observa en el gráfico N°4, desde la creación del índice FTSE Nareit conformado únicamente por REITs, el retorno generado sobrepasa significativamente al índice más importante de Estados Unidos (S&P 500) y al índice Russell 2000, utilizado como “benchmark⁶” de acciones de pequeña capitalización. Esto quiere decir que de haber invertido en REITs a inicios de los años 90, 2003 o 2009 (puntos de partida similares entre los tres índices), la rentabilidad de dicho instrumento hubiera sido considerablemente superior a invertir en empresas de gran y pequeña capitalización.

⁶ El benchmark es un punto de referencia utilizado para medir el rendimiento de una inversión. Indicador financiero utilizado como herramienta de comparación para evaluar el rendimiento de una inversión.

Gráfico N°5: FIBRAS, Retorno frente a otros instrumentos (Marzo 2011=100)



Fuente: Bloomberg

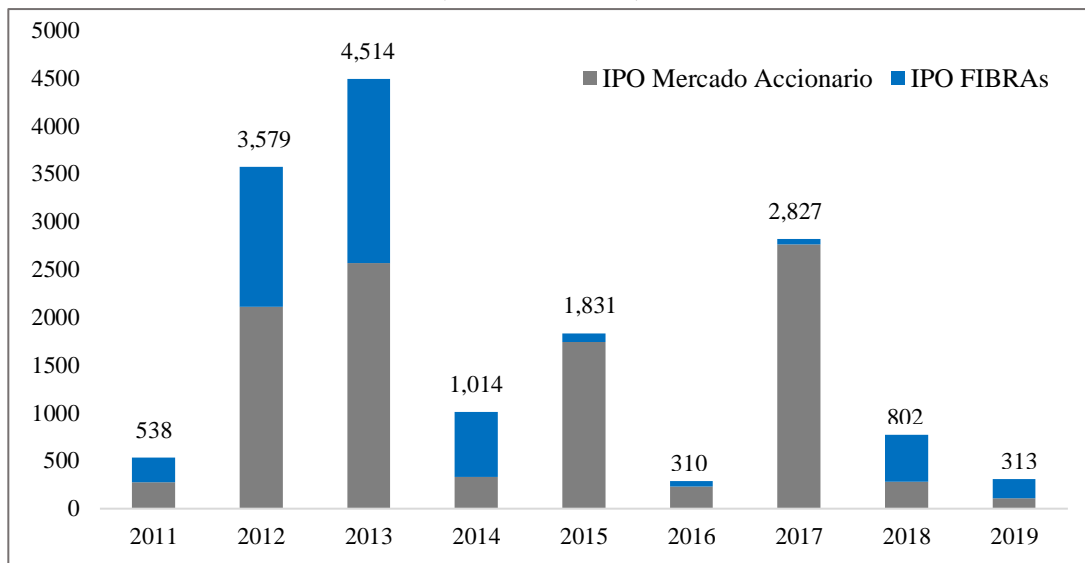
Elaboración: Propia

Al igual que en el gráfico N°4, el gráfico N°5 demuestra que el índice de FIBRAS, desde su creación en México, ha generado un mayor “performance” relativo a los índices S&P/BMC IPC, el cual representa a empresas de mayor tamaño y liquidez en la bolsa mexicana de valores, y al índice S&P/BMV SmallCap, conformado por empresas mexicanas de pequeña capitalización.

En México, los FIBRAS fueron un caso de éxito, no solo por el impulso del sector inmobiliario, sino también permitió que la Bolsa de Mexicana de Valores (BMV), incrementara el monto de las Ofertas Públicas Iniciales (IPOs) a través de los años, así como el número de transacciones diarias de instrumentos de renta variable. Igualmente, generó una mayor inversión en el país, diversificó los portafolios de inversionistas, se amplió la fuente de liquidez para desarrolladores y se obtuvieron beneficios tributarios tanto para inversionistas como para el mismo FIBRA. (Bosch, 2017)

Gráfico N°6: Montos de Oferta Pública Inicial Accionaria en la BMV

(USD Millones)



Fuente: Bolsa Mexicana de Valores

Elaboración: Propia

En los primeros cuatro años en los que los FIBRAS surgieron en México han representado alrededor del 50% del monto total de ofertas públicas iniciales de instrumentos de renta variable, como se demuestra en el gráfico anterior. Dicho patrón volvió a repetirse en 2018 y 2019. Esto quiere decir que, de no haber existido dicho instrumento, los fondos recolectados en IPOs se hubieran reducido a la mitad, generando menor inversión y liquidez en la Bolsa de Mexicana de Valores.

1.2.2. FIBRAS en el Perú

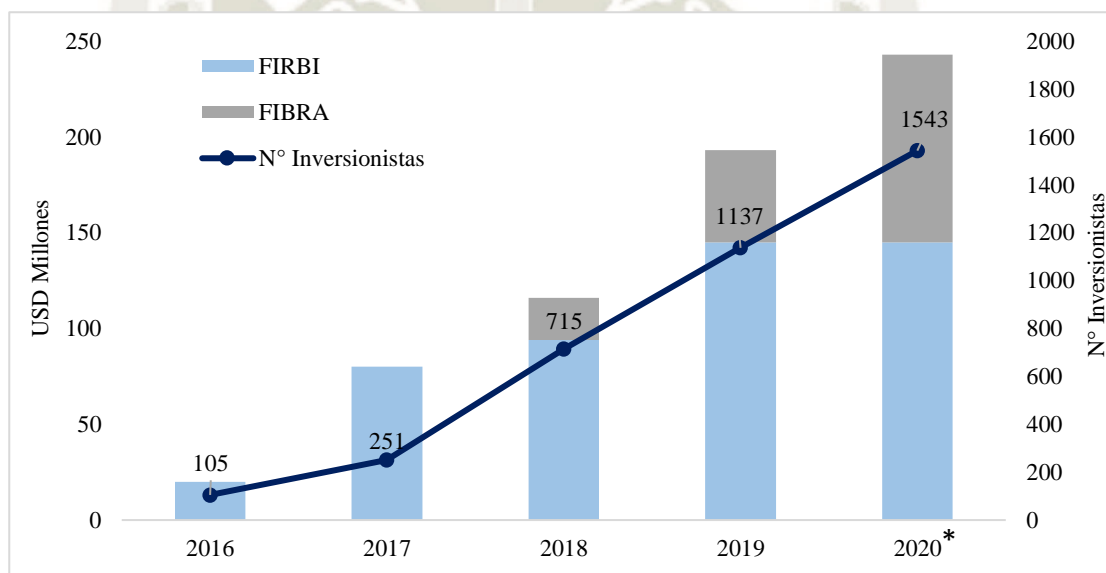
En 2014, la SMV emitió la primera resolución donde se indicaban los parámetros característicos y métricas para la constitución de un FIBRA, y no fue hasta 2018 que se creó el primer FIBRA en el país, Fibra Prime. Desde el año 2012 hasta el año 2019, la única colocación primaria (IPO) fue la de dicha empresa.

Sin embargo, antes del inicio del primer FIBRA en el país, desde 2016 operaban instrumentos similares llamados FIRBI (Fondo de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles). Ambos instrumentos se caracterizan por contar con al menos el 70% de

su patrimonio invertido en inmuebles, así como por distribuir el 95% de su utilidad neta. No obstante, difieren, primeramente, en el gestor de los mismos, donde los FIRBIs son administrados por fondos de inversión y los FIBRA por una sociedad tituladora. (BVL Update, 2020)

Además, los FIBRA cuentan con liquidez en certificados de participación, mayor alcance a inversionistas retail, así como exoneraciones y beneficios tributarios. Los FIRBIS no gozan de todas estas ventajas.

Gráfico N°7: Captación de capital acumulado FIBRA/FIRBI y número de inversionistas en el Perú



*Estimado

Fuente: Bolsa de Valores de Lima **Elaboración:** Propia

A septiembre de 2020, existen 6 FIBRA y FIRBIs en el mercado peruano. Como se observa en el gráfico N°7, cuentan con un patrimonio de USD 220 millones, el cual ha incrementado cada año, convocando a más de 1,500 inversionistas, mayormente personas naturales. Además, los programas de financiamiento ascienden a más de USD 2,435 millones, incentivando el desarrollo inmobiliario en Perú.

A pesar de que, en sus primeros años de operación, no se hayan visto todos los beneficios que puede ofrecer un FIBRA por temas de desconocimiento, poca información y difusión del instrumento, incertidumbre acerca de su rentabilidad,

lagunas regulatorias y la crisis sanitaria actual; el gerente general adjunto de negocios de la BVL, Miguel Ángel Zapatero, cree que los FIBRAs tienen potencial para ser muy grandes y beneficiar a la Bolsa de Valores de Lima mediante un mayor número de transacciones y captación de dinero, así como atracción de inversionistas tanto institucionales como retail.

Asimismo, indica que ofrecen una invitación internacional a la oferta pública local, a fin de que no solo se invierta en inmuebles fuera del país, sino que el inversionista extranjero acceda a productos inmobiliarios en el mercado peruano.

Por otro lado, la presidenta de la Bolsa de Valores de Lima manifiesta: “El reto está en que los inversionistas confirmen la seguridad de estos instrumentos. Una vez funcione con el segmento retail (personas) se observará el ingreso de los inversionistas institucionales” (Cooper, 2020)

1.2.2.1 Beneficios

1.2.2.1.1. Beneficios para inversionistas

Los principales beneficios que puede ofrecer un FIBRA para los inversionistas es la diversificación frente a activos tradicionales, diversificación geográfica y de sectores inmobiliarios, reparto obligatorio de dividendos, liquidez en los certificados de participación, rendimiento adicional por apreciación de inmueble, protección frente al tipo de cambio e inflación a través de arriendos, beneficios tributarios; así como mayor rentabilidad con menor volatilidad y exposición a un sector económico más defensivo. (Bolsa de Valores de Lima, 2018)

Además, cuenta con un portafolio manejado por profesionales, eliminando el requerimiento de conocimiento profundo del mercado real estate y gastos escondidos en los cuales se incurre cuando se tiene un inmueble, siendo una gestión totalmente pasiva. (Fibra Prime, 2018)

1.2.2.1.2. Beneficios para las empresas

Los FIBRAs dan la opción a que las empresas puedan cederles inmuebles a cambio de pagos con certificados de participación. La ventaja es el retraso del pago de impuesto, el cual no se dará en el momento que se entrega el inmueble al fondo o fideicomiso, sino cuando el inversionista se desprenda de los certificados de participación y obtenga la liquidez que necesita. Ello brinda la seguridad al propietario de aportar los inmuebles y financiarse mientras se desprende de parte de sus activos. (Gestión, 2020)

“Un Fibra que está accediendo a capital de inversionistas con una tasa entre 5% y 7%, tiene una capacidad de financiamiento muy atractiva para las empresas que decidan venderle sus inmuebles y ser inquilinos” (Zapatero, 2020)

1.2.2.1.3. Beneficios para el mercado de valores

Además, de ser un vehículo de inversión que incrementa el dinero captado de las personas fomentando mayor inversión en el país y generando un aumento en el número de transacciones diarias de renta variable, es un instrumento bastante funcional para inversionistas institucionales por la necesidad de alternativas de inversión de largo plazo en el país.

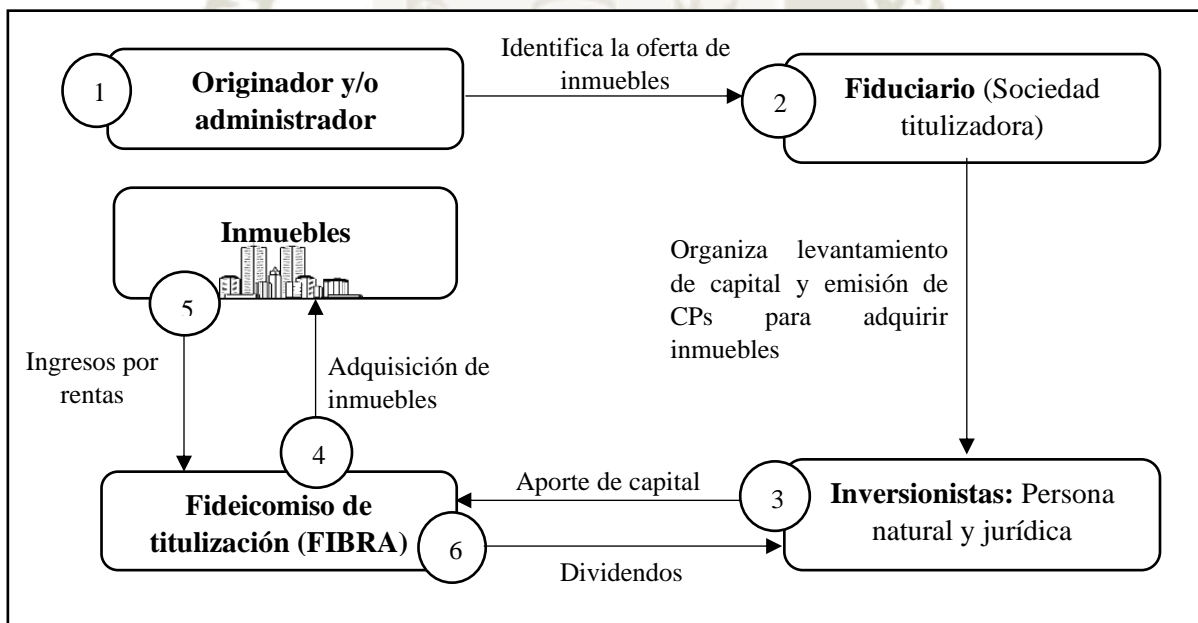
Es considerado apto para el fondo II y III de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs) como instrumento de renta variable, siendo posible que se libere al mercado de valores parte del “float” de acciones que mantienen en sus portafolios y lo reemplacen por los certificados de participación de los FIBRAs.

1.2.2.2. Marco Regulatorio en Perú

Los FIBRAs se encuentran supervisados por la Superintendencia de mercado de valores (SMV), la cual exige los siguientes parámetros:

- Requerimiento de mínimo diez inversionistas no vinculados.
- Al menos 70% del fideicomiso debe estar invertido en bienes inmuebles ubicados en Perú.
- Los inmuebles solo pueden ser enajenados transcurridos cuatro ejercicios siguientes al que fueron adquiridos.
- Los préstamos no pueden superar 40% del activo total para adquisición de propiedades y 15% por requerimiento de liquidez a corto plazo.
- Se deben repartir obligatoriamente al menos 95% de la utilidad neta distribuible anual.
- Se encuentra prohibida la construcción directa.

Gráfico N°8: Dinámica de operación



Fuente: Bolsa de Valores de Lima

Elaboración: Propia

1.2.2.2.1 Beneficio tributario:

Para personas naturales:

- Impuesto a la renta por ganancia en rentas de personas domiciliadas y no domiciliadas es 5% de rentas brutas.

- Impuesto a la renta por ganancia de capital se encuentra exonerado hasta diciembre de 2022.
- Impuesto a la renta por aportes de inmuebles al FIBRA para personas domiciliadas y no domiciliadas es 5% si califica como renta de 2° categoría y 29.5% si califica como 3°.
- No paga alcabala⁷.

Para personas jurídicas:

- Impuesto a la renta por ganancia en rentas de personas domiciliadas es de 29.5% del resultado fiscal y no domiciliada 30% de la renta neta.
- El impuesto a la renta por ganancia de capital se encuentra exonerado hasta diciembre de 2022.
- Impuesto a la renta por aportes de inmuebles al FIBRA, domiciliada 29.5% y no domiciliada 30%.
- No paga alcabala.

1.2.2.2.2. Regulación SBS-AFP

El FIBRA/FIRBI, es considerado un activo de renta variable elegible dentro del Fondo II y Fondo III de las AFPs, siempre que negocien en un mecanismo centralizado de negociación.

- Límite Fondo II equity: hasta 45% del valor del fondo.
- Límite Fondo III equity: hasta 80% del valor del fondo.

Si pierde categoría de FIBRA/FIRBI se computa dentro de los límites de instrumento Alternativo, no requiere autorización de la Superintendencia para invertir en el FIBRA/FIRBI y tiene un límite de inversión de hasta 50% en el fideicomiso o fondo de inversión en bienes raíces. (Bolsa de Valores de Lima, 2018)

⁷ Impuesto que grava las transferencias de propiedad de bienes inmuebles urbanos o rústicos a título oneroso o gratuito

1.2.2.2.3. Incumplimiento:

La nueva regulación señala que el incumplimiento de alguno de los requisitos referidos a distribuir al menos el 95% de la utilidad neta distribuible del ejercicio mínimo una vez al año; no transferir los bienes inmuebles del FIBRA o FIRBI antes de 4 años; y el que la colocación deba realizarse por oferta pública primaria a un mínimo de 10 inversionista no vinculados entre sí, conllevará a la pérdida inmediata y definitiva de la condición de FIBRA o FIRBI. (Bolsa de Valores de Lima, 2018)

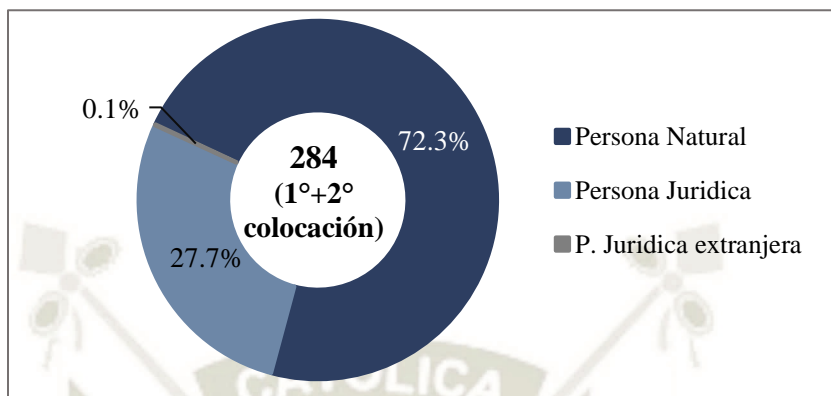
1.3. FIBRA PRIME

1.3.1 Aspectos generales

Fibra Prime es el primer FIBRA existente en el Perú, regulado por la SMV, inscrito en agosto de 2018 y certificados de participación listados en la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Así mismo, mantiene un portafolio diversificado en activos inmobiliarios industriales, comerciales, oficinas y hoteleros. (Fibra Prime, 2018)

Cuenta con un programa de US\$ 500 millones de dólares aprobados por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y desde su lanzamiento, hasta la fecha, han logrado recaudar del mercado un total de US\$ 50 millones. Además, obtuvo dos financiamientos de alrededor de US\$ 9 millones.

**Gráfico N°9: Distribución de tipo de inversionistas en Fibra Prime a Agosto 2020
(Porcentaje)**



Fuente: Fibra Prime

Elaboración: Propia

Conjuntamente, en la primera y segunda colocación de certificados de participación, son 284 los inversionistas que han decidido invertir en dicha empresa, siendo las personas naturales las que mantienen mayor participación (72.3%).

Por otro lado, Fibra Prime es administrada por Administradora Prime (APSA), la cual se encarga de identificar la oferta de inmuebles donde el FIBRA puede invertir. Una vez elegidos los inmuebles, el fiduciario, en este caso BBVA Sociedad Titulizadora, se encarga de organizar el levantamiento de capital y emisión de certificados de participación para adquirir los inmuebles. Los inversionistas que deseen participar en la colocación realizan el aporte de capital, seguidamente, se adquieren los inmuebles por medio del FIBRA y pasado un lapso de tiempo, dichos activos fijos generan rentas, permitiendo registro de ingresos para Fibra Prime y consecuentemente, repartición de dividendos para los inversionistas. (Fibra Prime, 2018)

1.3.2. Inmuebles adquiridos

A agosto de 2020, Fibra Prime cuenta con 7 inmuebles distribuidos en los segmentos industrial, retail, supermercados, oficinas y hoteleros. El valor de mercado de todos los activos es de US\$ 52.6 millones, ocupabilidad conjunta de 88.6% y área bruta arrendable de 32,303 metros cuadrados.

Tabla N°2: Detalle de los inmuebles pertenecientes a Fibra Prime

Inmuebles	Segmento	Financiamiento	Valor de adquisición	Área arrendable	Renta mensual	Ocupación
Construcciones M. Unión	Industrial	1° Colocación	USD 6,500 mil	9,495 m ²	USD 5.3/m ²	100%
Hotel Park Inn Raddison	Retail – Hotelero	1° Colocación	USD 8,620 mil	6,538 m ²	USD 14.4/m ²	100%
CineStar Multicines	Retail – Cine	1° Colocación	USD 4,780 mil	3,620 m ²	USD 6.4/m ²	100%
C.C. El Virrey de Sta. Fe	Retail – Centro Comercial	2° Colocación	USD 14,300 mil + USD 300 mil CAPEX	2,894 m ²	USD 54.8/m ²	81%
El Virrey de Sta. Fe ⁸	Oficinas	2° Colocación	USD 4,200 mil + USD 700 mil CAPEX	4,294 m ²	USD 12.0/m ²	0%
Edificio Schreiber	Oficinas	2° Colocación	USD 4,910 mil	2,335 m ²	USD 16.9/m ²	81%
Edificio Av. Los Conquistadores	Mixto (Oficinas + Retail)	Préstamo bancario	USD 5,200 mil	963 m ² oficinas 424 m ² tiendas	USD 15.0/m ² USD 31.5/m ²	30%
Supermercados REDFIN	Supermercados	Préstamo bancario	USD 2,900 mil	1,539 m ²	USD 16.0/m ²	100%

Fuente: Fibra Prime

Elaboración: Propia

1.3.3. Impacto COVID-19

Iniciando el año 2020, Fibra Prime había planeado realizar su tercera colocación de certificados de participación por un monto de hasta USD 30 millones, para adquirir cuatro nuevos inmuebles. Sin embargo, debido a la crisis sanitaria causada por el COVID-19, fue cancelada. Además, se vio obligada a condonar y reprogramar rentas para no perjudicar a sus arrendatarios, castigando considerablemente sus ingresos.

Los inmuebles comerciales y hoteleros son los que se han visto más afectados, llegando a condonar hasta 57% de rentas anuales contractuales en propiedades

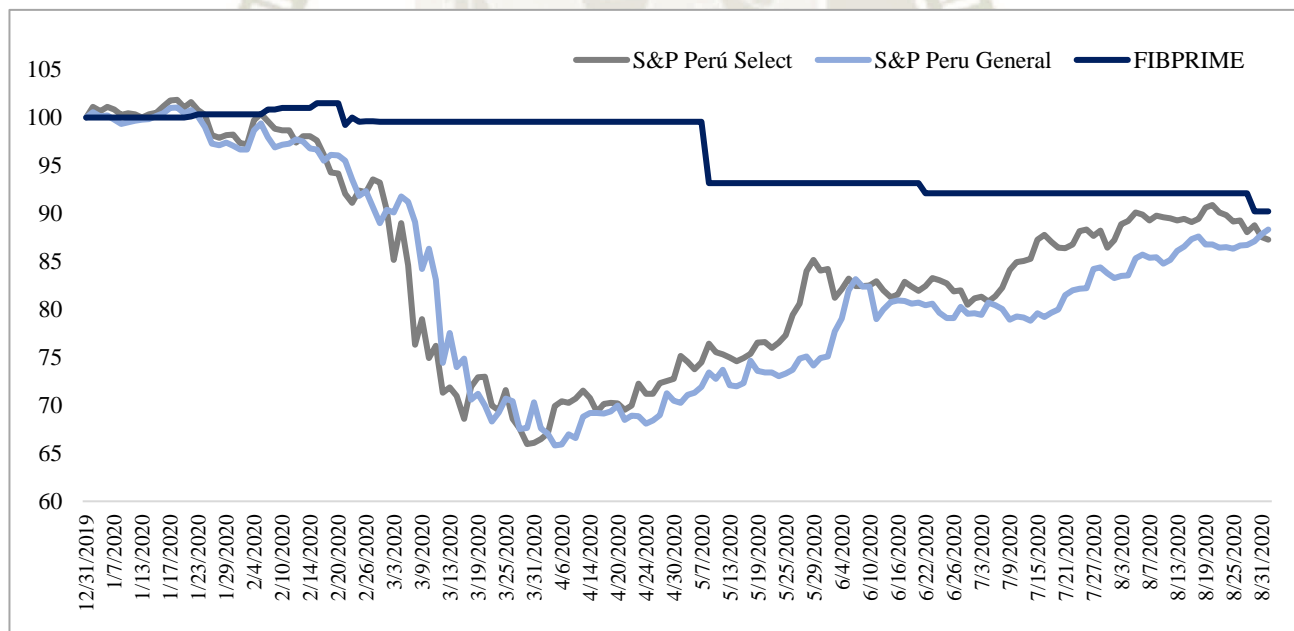
⁸ El Virrey de Santa Fe oficinas, se encuentra en la parte superior del centro comercial El Virrey de Santa Fe, por ello se le considera un mismo inmueble.

comerciales y una reprogramación de recupero de rentas hasta 2025 en el caso del inmueble hotelero.

Los activos industriales y retail no se han visto tan golpeados como los anteriores, generando un mínimo porcentaje de condonación y una rápida recuperación en cobro de rentas.

Esos ajustes han ocasionado que el valor de la empresa sea menor y consecuentemente sus certificados de participación también. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la generación de rentabilidad de los FIBRA no se da principalmente en la apreciación de certificados, sino, en los dividendos que reparten (95% de su utilidad neta disponible).

Gráfico N°10: Performance de Fibra Prime vs. Principales índices de la Bolsa de Valores de Lima (Base 100 = 12/31/2019)



Fuente: Bolsa de Valores de Lima, Bloomberg

Elaboración: Propia

El gráfico N°10 demuestra que la volatilidad de los certificados de participación de Fibra Prime fue mucho menor a comparación del índice S&P Perú Select y S&P Perú General, ambos representando instrumentos de renta variable peruanos,

pudiéndose considerar instrumentos defensivos en tiempo de desaceleración económica.

Cabe resaltar que los inconvenientes generados por el COVID-19 en el FIBRA, y empresas en general, no son permanentes ni recurrentes, irán mejorando progresivamente.

1.4. MERCADO INMOBILIARIO PERUANO

El sector construcción es uno de los más importantes del país debido a su efecto multiplicador en la economía. Este sector se divide en dos grandes subsectores: el inmobiliario, una actividad exclusivamente privada, y el de infraestructura, donde interviene tanto el sector público como el privado. (Binswager, 2018)

El mercado inmobiliario peruano, experimentó un crecimiento importante como resultado del boom de la economía entre 2002 y 2013. En dicho periodo, la construcción de edificaciones aumentó considerablemente mostrando un crecimiento significativo en los segmentos de viviendas, oficinas y locales comerciales. En el periodo 2015-2017, sin embargo, la construcción de edificaciones decreció en un contexto de desaceleración de la economía y un exceso de oferta de inmuebles. (Fibra Prime, 2018)

A partir de 2018 y 2019, se encontraba en una etapa de recuperación, reduciendo la tasa de vacancia en los inmuebles e incrementando el costo de rentas. Además, se elevó el interés por parte de inversionistas en participar en el sector, surgiendo un número considerable de fondos inmobiliarios y fideicomisos de inversión.

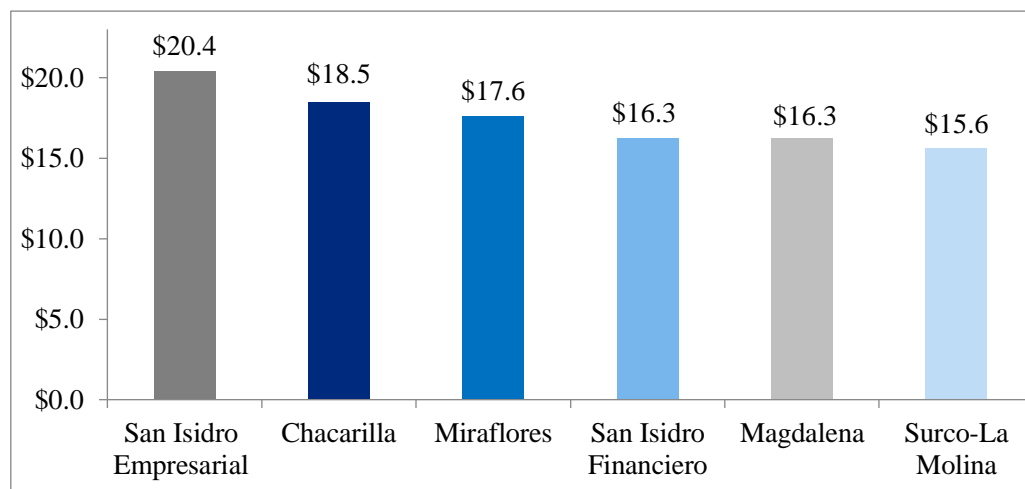
Los sectores de interés para el presente análisis serán oficinas, industrial, comercial y hotelero, mercados en los cuales invierte Fibra Prime.

1.4.1. Oficinas:

Lima posee varios ejes corporativos de oficinas, cada uno con una dinámica distinta y particular a la zona. Puede dividirse en oficinas clase A y B. Las oficinas clase A usualmente se ubican en zonas importantes de la ciudad que maximizan su exposición, cuenta con pisos completos de pocas divisiones, acabados de alta

calidad y tiene potencial de generar rentas por encima del promedio. (Binswager, 2018)

Gráfico N°11: Oficinas Clase A: Precio de alquiler por distrito (USD/m2) – Lima 2019



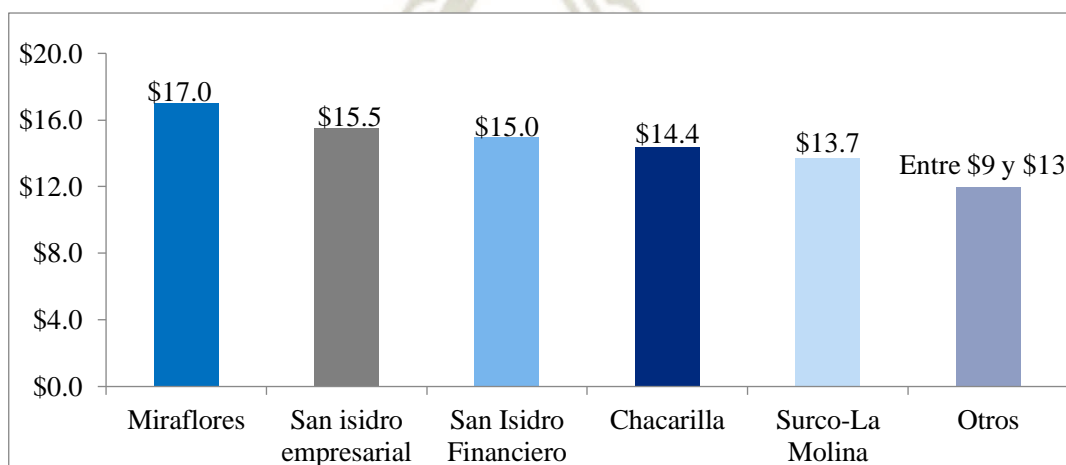
Fuente: Binswager

Elaboración: Propia

En 2019, el distrito con mayor renta por metro cuadrado de oficinas clase A, fue San Isidro, seguido de Chacarilla y Miraflores. Zonas con mayor demanda, mejor equipamiento de edificios y fácil acceso.

Las oficinas clase B se ubican en zonas concurridas en cualquier distrito de las ciudades, no siempre cuentan con áreas comunes y sus rentas usualmente se encuentran por debajo del promedio. (Binswager, 2018)

Gráfico N°12: Oficinas Clase B: Precio de alquiler por distrito (USD/m2) – Lima 2019



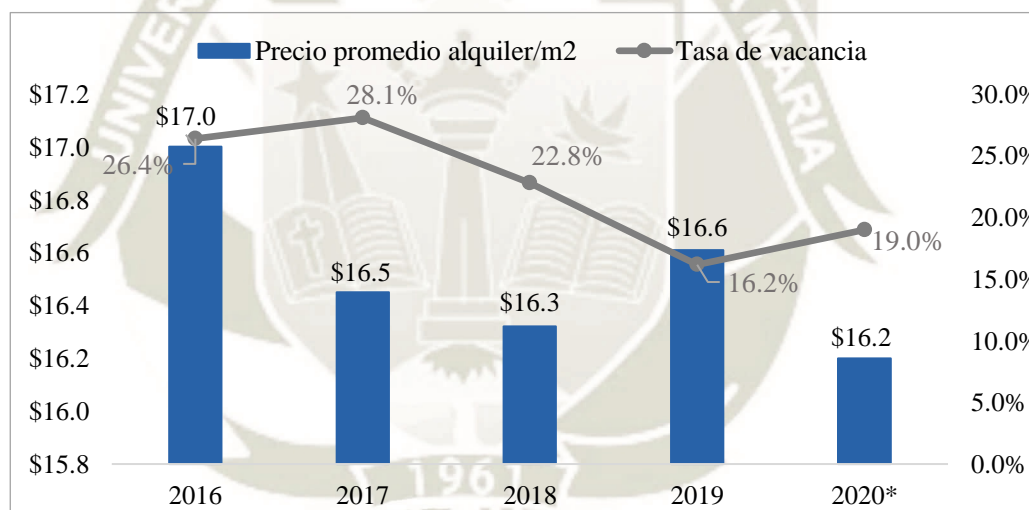
Fuente: Binswager

Elaboración: Propia

A 2019, los distritos con rentas más elevadas de oficinas clase B fueron Miraflores y San Isidro, con valores entre USD 15/m² y USD 17/m². Sin embargo, otros distritos pueden llegar a cobrar hasta USD 9/m², monto significativamente menor.

Por otro lado, en los últimos años, la tasa de vacancia en el segmento de oficinas experimentó un aumento importante como resultado de una sobreoferta en el contexto de desaceleración de la economía. Esto ha llevado a una disminución en la construcción de nuevas edificaciones y menores precios de alquiler. (Colliers International, 2020)

Gráfico N°13: Oficinas Clase A: Precio promedio de alquiler y vacancia - Lima



*Estimado

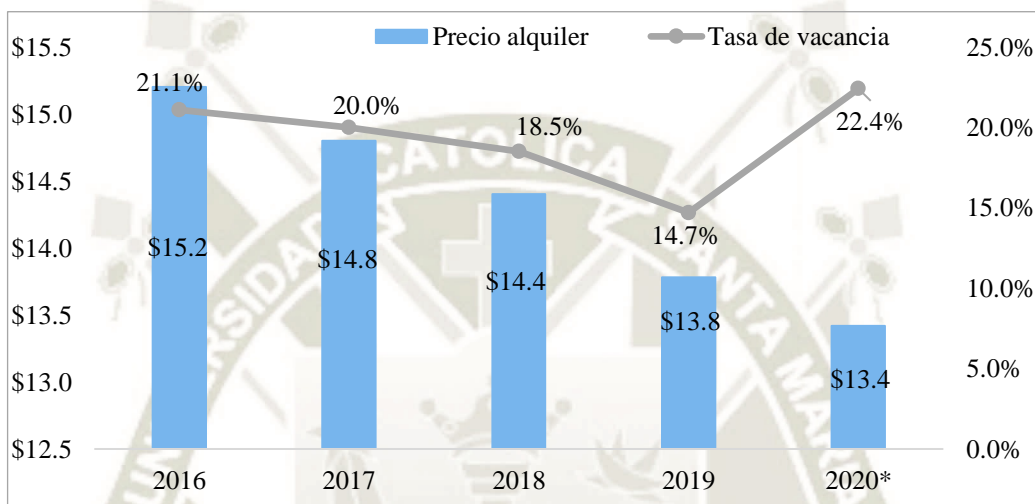
Fuente: Colliers International

Elaboración: Propia

En el gráfico N°13, se observa cómo, desde 2016 en adelante, el mercado de oficinas clase A ha sufrido un deterioro reduciendo sus precios e incrementando su vacancia. En 2019, sin embargo, inicio un recupero en el sector, disminuyendo su nivel de vacancia a 16.2% e incrementando su precio de renta promedio por metro cuadrado a USD 16.6.

No obstante, por la presencia del COVID-19, en el año 2020 se espera una variación negativa de -2.4% en el precio de renta promedio y un nivel de vacancia mayor con respecto a 2019, de 19%.

Gráfico N°14: Oficinas Clase B: Precios de alquiler y vacancia - Lima



*Estimado

Fuente: Colliers International

Elaboración: Propia

En el mercado de oficinas clase B, sus precios de renta promedio por metro cuadrado fueron reduciéndose a lo largo de los años al igual que su vacancia. La recuperación de vacancia se debe a una mayor demanda por este tipo de oficinas al ser económicas, sin embargo, el motivo de que en el precio de renta no se haya visto reflejado dicha recuperación se da principalmente porque la mayoría de los edificios pertenecientes a esta categoría son antiguos, devaluándose cada año y, por ende, generando menores ingresos por alquiler.

Para 2020 se espera que los precios se reduzcan aún más, pasando de USD 13.8 en 2019 a USD 13.4; y un nivel de vacancia de 22.4%, mayor porcentaje de los últimos cinco años. Esto se debe a que el mercado objetivo de las oficinas clase B son trabajadores independientes y pequeñas empresas, quienes fueron principalmente afectados por la pandemia, siendo estos espacios fácilmente

reemplazados por trabajo remoto o dejando de lado el alquiler de espacios amplios por reducción de trabajadores. (Colliers International, 2020)

Fibra Prime cuenta con dos oficinas clase A y una clase B, sin embargo, solo un edificio de oficinas clase A esta arrendado. Esto provocaría que dicho edificio se vea inafecto por existir un contrato de por medio, sin embargo, los dos edificios de oficinas restantes, que se encuentran en una etapa de estabilización, se verían perjudicados por la caída de precios de renta al momento de establecer un contrato de arrendamiento.

Otro gran problema con este sector es la adaptación al teletrabajo de estos últimos meses, se especula que un número considerable de empresas reemplace el alquiler de oficinas por “home-office”. No obstante, la adopción del teletrabajo como complemento a la oficina tradicional es una propuesta más adaptable y conveniente para muchas empresas. De esa forma no dejarían de requerir un local físico, mas si podrían reducir el área que ocupaban, pensando en cuántas personas emplearán la oficina, el distanciamiento social, los horarios, las actividades, etc. (Colliers International, 2020)

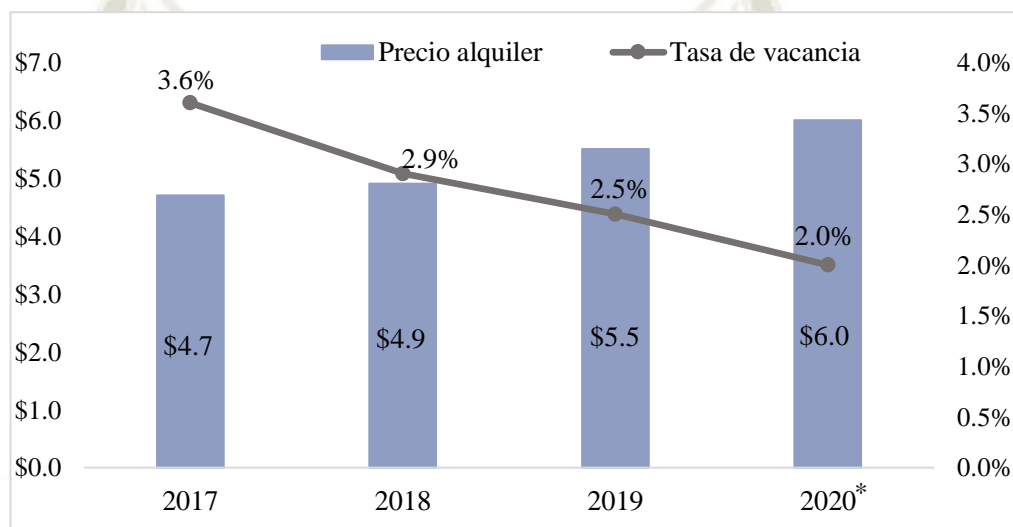
El mercado de oficinas será el más retador para Fibra Prime, ya que, a pesar de que tendrá la recuperación de cobro de rentas más acelerada, deberá implementar nuevas estrategias para cumplir con las medidas sanitarias establecidas: reducción de aforo, protocolo para el ingreso al edificio, limpieza y desinfección en áreas comunes, equipos de protección para el personal, entre otros.

1.4.2. Industrial:

La crisis sanitaria ha repercutido de diferentes maneras en el mercado inmobiliario, siendo tal vez el sector industrial y el logístico los menos afectados, dada su fuerte relación con la manufactura no primaria, la cual nunca detuvo su operatividad para el caso de los bienes esenciales y fue incorporando otros bienes con el avance de las fases de reactivación económica. (Colliers International, 2020)

Asimismo, el comercio electrónico tuvo un crecimiento del 240% durante el periodo de cuarentena, incrementando la demanda de almacenes y centros logísticos. Es por ello que los precios de alquileres no se han visto perjudicados, y el nivel de vacancia se ha reducido en dicho sector. (Cámara Peruana de Comercio Electrónico , 2020)

Gráfico N°15: Precio de alquiler promedio (USD/m2) y porcentaje de vacancia inmuebles industriales - Lima



*Estimado

Fuente: Colliers International

Elaboración: Propia

Desde el año 2017 se observa un incremento en el precio de alquiler promedio por metro cuadrado y reducción en la vacancia. Se estima que este patrón siga en 2020 a pesar de la pandemia dado que los almacenes y centros de distribución se han mantenido operando de manera ininterrumpida para salvaguardar el suministro de bienes a los consumidores finales.

Construcciones Metálicas La Unión, único inmueble industrial propiedad de Fibra Prime, inició sus operaciones en la fase dos del plan de reactivación económica, por lo que solo se vio afectada en el segundo trimestre de 2020. Su recuperación será una de las más aceleradas sin existencia de condonaciones por parte de la empresa.

1.4.3. Sector comercial o retail:

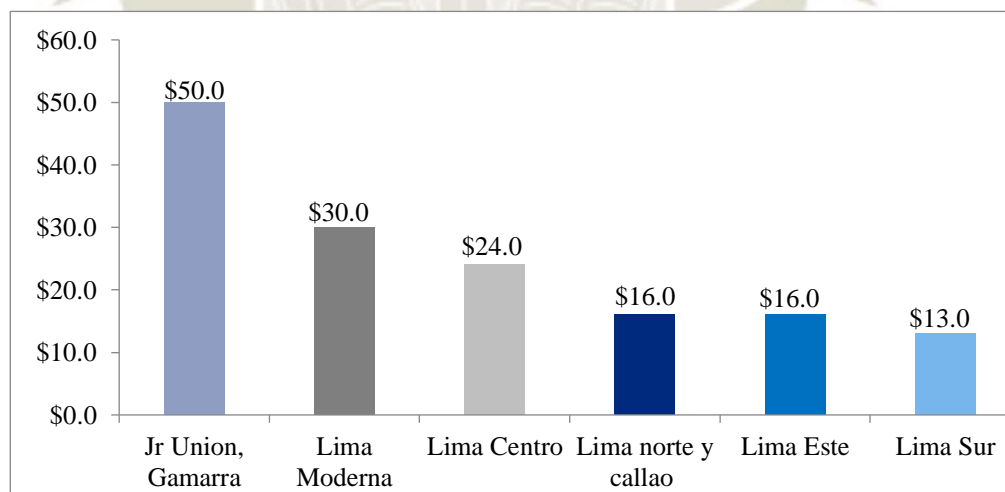
El sector comercial en el Perú ha crecido de manera importante en los últimos cinco años. El número de tiendas por departamento, supermercados, centros comerciales y home centers presentaron tasas de crecimiento anuales compuestas por encima de 10% entre el año 2013 y 2016. (Binswager, 2018)

El desarrollo de este mercado se debe, en gran medida, a la expansión de la clase media y al crecimiento del acceso al crédito de consumo y comercial.

Aun así, la penetración de centros comerciales y tiendas retail en general es baja en Perú si se compara con otros países de la región. Éste es un indicador clave que muestra el potencial que todavía existe por continuar construyendo inmuebles de tipo comercial. (Binswager, 2018)

Además, el sector retail es uno de los más rentables al poder cobrar rentas altas por espacios relativamente más pequeños.

**Gráfico N°16: Centros comerciales: Precio alquiler por zonas (USD/m²) –
Lima 2019**



Fuente: Colliers International

Elaboración: Propia

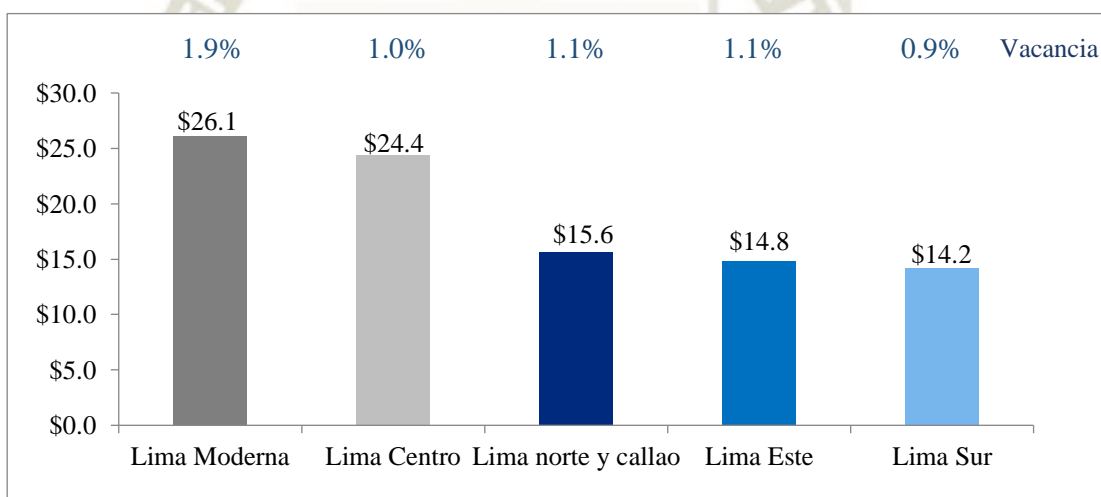
En 2019, las zonas con mayor precio de alquiler por metro cuadrado fue el Jr. Unión y Gamarra con un monto de USD 50, significativamente mayor que otras zonas, debido a la alta demanda y concurrencia de ambas. Seguidamente se encuentra Lima Moderna, la cual está conformada por los distritos de Barranco,

La Molina, Miraflores, San Borja, San Isidro y Santiago de Surco, con un valor de USD 30.

Otro segmento importante en el sector retail son los corredores, los cuales en los últimos años se han vuelto los inmuebles más populares y lucrativos que hay. “Un corredor es un conjunto de calles o avenidas con elevado flujo peatonal, los cuales poseen un gran grupo de establecimientos de venta a puerta calle” (Binswager, 2018)

El deseo de muchos negocios de ubicarse en lugares estratégicos hace que las rentas sean considerablemente altas y la vacancia de estos locales la mínima posible.

Gráfico N°17: Precio alquiler por zonas (USD/M2) y vacancia – Lima 2019



Fuente: Binswager

Elaboración: Propia

La zona con mayor precio de alquiler y mayor vacancia de corredores es Lima moderna, con un valor de USD 26.1/m2, seguida del cercado de Lima y Lima norte, con valores de USD 24.4/m2 y USD 15/m2, respectivamente. Todas las zonas cuentan con vacancias significativamente bajas.

Sin embargo, las expectativas de crecimiento del sector comercial se han visto frustradas por la llegada del COVID-19 al país, ocasionando que fuera de los sectores más golpeados por la pandemia y con la reactivación más lenta.

Según la Asociación de Centros Comerciales y de Entretenimiento del Perú (ACCEP), el nivel operativo de los centros comerciales fue sólo del 15% de su capacidad total en horarios reducidos, a causa del cierre temporal de la casi totalidad de negocios desde el 16 de marzo por orden del gobierno. En esa etapa, la operatividad corresponde a los locales comerciales dedicados a las actividades esenciales como farmacias, supermercados y entidades financieras.

Durante el periodo de paralización de las operaciones, la ACCEP estima que las pérdidas en ventas serían de aproximadamente S/ 7,500 millones. Asimismo, según el departamento de estudios económicos del Scotiabank, se proyecta para el presente año que las ventas sumen alrededor de S/ 17 mil millones, lo cual representaría una caída del 40%, respecto al 2019.

Ello perjudica directamente a los arrendadores de inmuebles comerciales, evitando que perciban la renta estipulada en los contratos de arrendamiento y elevando el nivel de vacancia en sus propiedades.

Fibra Prime cuenta con dos locales comerciales. El Centro Comercial El Virrey de Santa Fe, ubicado en el cercado de Lima ha sido el más perjudicado al tratarse de negocios de ventas de ropa, con clientes informales y contratos de corto plazo. Es por ello que, a pesar de que el precio por metro cuadrado no se vio afectado, el nivel de vacancia se redujo de 81% a 61%. Además, se tuvo que condonar alrededor de 57% de las rentas contractuales anuales, la mayor pérdida relativa a sus demás activos. No obstante, la empresa espera que el nivel de vacancia se vaya reduciendo a medida que la reactivación de la economía se vaya dando.

El segundo inmueble comercial se trata del primer piso de un edificio ubicado en San Isidro. Sus dos arrendatarios son marcas internacionales de ropa, las cuales negociaron con la empresa periodos de gracia y reestructuración de rentas, manteniendo intacto su nivel de ocupación.

1.4.4. Sector hotelero

Perú cuenta con numerosos atractivos turísticos, convirtiéndolo en un país ideal para el desarrollo de infraestructura hotelera. En respuesta a la creciente demanda

por dichos servicios, la oferta de habitaciones ha incrementado de forma importante tanto en Lima como a nivel nacional. Ello ha incentivado la apertura de nuevos inmuebles hoteleros, sector que se esperaba siga en crecimiento atrayendo mayores inversiones. (Binswager, 2018)

Sin embargo, el cierre de fronteras y la suspensión del tránsito peatonal nacional por más de 3 meses, además de la cancelación de paquetes turísticos y visitas ya programadas, perjudico gravemente al sector. Sin mencionar que la situación pone en riesgo las inversiones hoteleras actualmente en ejecución.

Ante la situación es necesario que este rubro evolucione y desarrolle nuevas estrategias que contribuyan de manera positiva al cambio. Además de formular medidas con la finalidad de lograr el reposicionar el turismo, restaurar la demanda y recuperar la confianza de los turistas. (Binswager, 2018)

Fibra Prime cuenta con un hotel y cine en la ciudad de Tacna, los cuales llegaron a un acuerdo con la empresa para poder continuar operando en el futuro. La empresa realizó un plan de reestructuración de rentas, las cuales se han venido cumpliendo hasta el momento gracias a que la empresa accedió a un crédito de Reactiva Perú, permitiendo hacerse cargo de su cadena de pagos y cumpliendo con los términos pactados por el FIBRA.

CAPÍTULO II

2. MARCO TEÓRICO

En el presente capítulo se definirán conceptos teóricos y técnicos acerca de modelos para la valuación del fideicomiso de inversión Fibra Prime y sus respectivos indicadores que ayudarán a medir las variables, donde se abarcará el sustento e importancia de cada uno. Además, se realizará una revisión de trabajos de investigación similares que serán de utilidad para obtener diversas perspectivas del tema.

2.1. MARCO CONCEPTUAL

2.1.1. Valuación de empresas

Se puede definir de forma general que, “es el proceso mediante el cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de la misma susceptible de ser valorada” (Sanjurjo & Reinoso, 2003)

De igual manera, “la valoración de empresas busca la cuantificación, en una unidad de medida homogénea (unidades monetarias), de los elementos que forman el patrimonio de la empresa, de su actividad, de su potencialidad y otras características destacables” (Alonso & Villa, 2007)

Los autores que han sido citados anteriormente concuerdan en que “el proceso de valoración de una empresa busca cuantificar los elementos que conforman su patrimonio, la actividad que realiza, el potencial que posee y cualquier otra característica que se pueda valorar, entregando como resultado final la estimación del valor de la empresa en unidades monetarias” (Reina Cruz, 2014)

2.1.1.1. Motivos para una Valuación de Empresas

“Se define que un proceso de valoración de empresas puede ser motivado por razones internas y externas, las primeras buscan obtener un determinado valor para los gestores de la compañía, mientras que las segundas surgen por la necesidad de demostrarle a un tercero el valor de

la compañía con miras a su posterior negociación y venta” (Sanjurjo & Reinoso, 2003)

Las razones internas para valorar una empresa son:

- Evaluar la posibilidad de emitir deuda.
- Conocer la evolución del patrimonio de la empresa.
- Analizar la capacidad de endeudamiento.
- Diseñar las políticas de dividendos

Las razones externas son:

- Solicitar préstamos a instituciones del sistema financiero
- Transferir la propiedad de la compañía.
- Considerar transacciones de fusiones y adquisiciones.

2.1.2. Métodos de valorización:

Para realizar la Valorización del fideicomiso de inversión Fibra Prime, se utilizarán tres métodos, elegidos en base a los antecedentes investigativos analizados donde se consideró el método con mayor frecuencia de uso, ventajas que aporta a valorizar un FIBRA, cual es más preciso en el caso peruano, entre otros. Estos se detallan a continuación.

2.1.2.1. Descuento de flujos de caja (DCF):

“El descuento de flujo de caja, o método de valoración intrínseca, es el método que se utiliza para medir el valor realizable de una inversión. Es un método de valoración que parte de proyectar todos los flujos futuros de caja generados por las operaciones de la compañía, y descontándolos por la rentabilidad exigida por los inversores” (ABRAINVEST s.f.)

“Consiste en valorar una empresa por la capacidad de esta de generar flujos de caja libres (FCF) en el futuro. Para realizar la valoración correctamente, esos flujos de caja futuros deberán ser actualizados al presente” (Rankia 2014)

Para aplicar este método en Fibra Prime utilizaremos cuatro indicadores que nos ayudaran a determinar el precio final de la acción: EBITDA (Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización), Flujo de Caja Libre, WACC y tasa de perpetuidad.

- **EBITDA (Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización):** “Es una medida del rendimiento financiero general de una empresa y se utiliza como alternativa a las ganancias simples o al ingreso neto en algunas circunstancias” (Investopedia 2018)

Según Previts (2012) es una forma de evaluar el desempeño de una empresa sin tener que tomar en cuenta las decisiones de financiamiento, las decisiones contables o los entornos fiscales. Proporciona a los inversores una instantánea de la eficiencia operativa a corto plazo. Esta medida es similar a otros índices de rentabilidad, pero puede ser especialmente útil para comparar compañías con diferentes perfiles de inversión de capital, deuda e impuestos.

El EBITDA es relevante en la investigación ya que es un proxy a la generación de caja de la empresa y el punto de partida para poder estimar el flujo de caja libre. Se halla de las siguientes dos formas:

$$\text{EBITDA} = \text{Utilidad Neta} + \text{Intereses e Impuestos} + \text{Amortizaciones y Depreciaciones}$$

$$\text{EBITDA} = \text{EBIT} + \text{Depreciación y amortización}$$

A ese valor se le debe restar el gasto en capital (CAPEX) y cambios en el capital de trabajo, de esa forma obtenemos el flujo de caja libre.

- **Capital de trabajo:** “El capital de trabajo, también conocido como *net working capital* (NWC), es la diferencia entre los activos corrientes de una empresa, como efectivo, cuentas por cobrar (facturas impagas de los clientes) e inventarios de materias primas y productos terminados, y sus pasivos corrientes, como cuentas por pagar”. (Investopedia 2020)

Para determinarlo hay distintas metodologías, entre ellas se encuentran:

- Tabla de presupuesto: “Consiste en elaborar un flujo de efectivo mensual en el que se consideran las proyecciones de ingresos y egresos que tengan que ver directamente con la producción de bien o servicio”. (Agroproyectos 2010)

Sin embargo, esta metodología es mayormente utilizada para evaluar un proyecto de inversión, no es común en modelos de valorización de empresas.

- Método de periodo de desfase: “El período de desfase es el tiempo que transcurre entre la ocurrencia de los gastos y la de los ingresos. Es decir, desde que el empresario hace el primer pago por las materias primas para producir los bienes hasta que recibe el pago por la venta de los productos que le permitan cubrir sus gastos. En este método el Capital de Trabajo es la cantidad de recursos que se necesita para financiar los gastos durante el período de desfase”. (PlandeNegociosPerú 2020)

La formula para calcularlo es la siguiente:

$$\frac{\text{Gasto por día} \times \text{número de días estimados del periodo de desfase}}{365}$$

No obstante, este método tiene la dificultad de cálculo de desfase, ya que determinar esa información es complicado, aun más si se trata de una empresa que solo cuenta con un año de operación como Fibra Prime. Por ello, no es un método adecuado en este caso.

- Método contable: “Con este método se proyectan los niveles promedios del activo corriente o circulante y del pasivo corriente o circulante y calcula la inversión en capital de trabajo como la diferencia entre ambos” (PlandeNegociosPerú 2020)

El capital de trabajo es igual al activo corriente menos pasivo corriente. Este método es apropiado para poder estimar el capital de trabajo del presente FIBRA ya que es utilizado en empresas que no sufren impacto de estacionalidad y no se requiere de un gran número de supuestos que puedan sesgar el modelo de valorización. Asimismo, es el método

sugerido en el libro “Métodos de valoración de empresas” de Pablo Fernández, profesor de finanzas en IESE; al igual que en el libro “Investment Valuation” de Aswath Damodaran.

Por ello, será el método a utilizar en este modelo de valorización.

- **Flujo de Caja Libre (FCF):** “El flujo de efectivo libre (FCF) representa el efectivo que genera una empresa después de contabilizar las salidas de efectivo para respaldar las operaciones y mantener sus activos de capital. A diferencia de las ganancias o los ingresos netos, el flujo de caja libre es una medida de rentabilidad que excluye los gastos no monetarios del estado de resultados e incluye el gasto en equipos y activos, así como los cambios en el capital de trabajo del balance” (Investopedia 2020)

Una vez determinado el Flujo de Caja Libre aplicado al FIBRA, debemos descontarlo a su costo medio ponderado de capital (WACC) para poder hallar el valor presente de esos flujos, utilizando la siguiente formula:

$$VP\ FCF = \sum \frac{\text{Flujo de caja libre } t}{(1+WACC)^t}$$

- **Costo medio ponderado de capital (WACC):** “El costo de capital promedio ponderado (WACC) es un cálculo del costo de capital de una empresa en el que cada categoría de capital se pondera proporcionalmente. Todas las fuentes de capital, incluidas las acciones ordinarias, las acciones preferentes, los bonos y cualquier otra deuda a largo plazo, se incluyen en un cálculo de WACC. Esta tasa incrementa a medida que aumentan el beta y la tasa de rendimiento sobre el capital porque un aumento en el WACC denota una disminución en la valoración y un aumento en el riesgo” (Investopedia 2019)

Es el costo de las fuentes de capital que se utilizaron en financiar los activos estructurales (permanentes o de largo plazo) de la firma. Entendiéndose estas fuentes en su forma más amplia posible, esto es como deuda y patrimonio. Por lo anterior, es fácil de comprender que la generación de

valor de la firma está estrechamente ligada al WACC, pues, la riqueza del accionista, la misma que está atada al valor de la firma, se incrementa sí y sólo sí la rentabilidad que arroja esta, es superior a lo que costaron los recursos que se utilizaron para financiarla, es decir, si excede el WACC. En pocas palabras, este es la valla de rentabilidad que la firma debe superar para crear valor para los accionistas. (Gestión 2016)

Para poder determinar esta tasa se utilizará la siguiente formula:

$$\text{WACC} = (\text{Costo de la deuda} \times \text{Estructura de deuda optima} (\%)) + (\text{Costo del capital} \times \text{Estructura de capital optima} (\%))$$

Donde:

$$\text{Costo de capital} = \text{Tasa libre de riesgo} + \text{Beta (Prima por riesgo)}$$

Una vez calculado el WACC, se descuentan los flujos de caja libre en el periodo de estudio (2020 a 2027). Sin embargo, también debemos determinar una tasa perpetua de crecimiento que nos permita hallar el valor terminal final de la empresa y en base a ello, hallar el precio técnico de sus acciones (o certificados de participación).

- **Tasa de crecimiento a perpetuidad (g):** La tasa de crecimiento a perpetuidad, juega un papel importante dentro del proceso de valoración de toda compañía. Interviene directamente, en el cálculo del Valor Residual, y constituye una variable de vital importancia. A lo largo del tiempo he visto diferentes argumentaciones para llegar al valor de “g”, que van desde considerarla equivalente al importe de la inflación estimada, pasando por estimar el crecimiento histórico del PIB mundial en largos periodos de tiempo, hasta calcular “g” como el crecimiento del consumo a largo plazo para los productos del sector en que opera la empresa que queremos valorar. Al final, se trata de ser razonable y utilizar el sentido común. En la práctica, con esta fórmula se suelen utilizar tasas de crecimiento “g” que oscilan entre el 1%-3%. A simple vista pueden parecer

crecimientos extremadamente pequeños, pero hay que tener en cuenta que estamos hablando de “perpetuidad” y conviene ser muy cautos. (Sánchez 2014)

2.1.2.2. Método de descuento de dividendos:

“Es una herramienta básica muy utilizada en la valoración de empresas. Se basa en la idea de que el valor de una inversión es el valor presente de sus flujos futuros, siendo los flujos futuros, los dividendos” (BBVB s.f.)

“Los modelos de dividendos descontados son métodos para valorar el precio de la acción de una compañía en función de los dividendos que va a repartir dicha compañía en el futuro. Estos modelos se basan en la teoría de que el precio de una acción debe ser igual al precio de los dividendos que va a entregar la empresa, descontados a su valor actual neto” (Economipedia 2015)

Este modelo, es ideal para poder valorizar un fideicomiso de inversión en bienes raíces, ya que los FIBRA tienen la obligación de repartir dividendos de al menos 95% de sus utilidades netas distribuibles anualmente. Usualmente la fórmula más utilizada en este método es la siguiente:

$$DDM = (DPS \times (1+g)) / (WACC - g)$$

Donde:

DPS: Dividendos por acción

g: Tasa perpetua

Sin embargo, en la presente investigación no se usará este modelo propiamente dicho. En cambio, mantendremos solo el concepto de dividendos como flujo y se les aplicará un múltiplo de salida, específicamente “dividend yield” para poder hallar el valor de la empresa.

- **“Dividend yield” o rendimiento por dividendos:** “El rendimiento por dividendo, que se muestra como un porcentaje, es la cantidad de dinero que una empresa paga a los accionistas por poseer una acción dividida por el precio actual de las acciones” (Investopedia 2017)

2.1.2.3. Método de valoración por múltiplos:

“La valoración por múltiplos es uno de los métodos más utilizados en el análisis fundamental para la valoración de empresas. Los múltiplos relacionan la cotización de las acciones con alguna magnitud financiera de la empresa: Beneficios, Dividendos, Ventas, Activos, etc” (Pastor 2018)

“Los métodos de valoración por múltiplos son métodos de valoración de empresas que utilizan la información de la cuenta de resultados para valorar una empresa. Se utilizan múltiplos de diferentes magnitudes presentes en la cuenta de resultados” (Economipedia 2015)

Para la empresa a valorizar utilizaremos un múltiplo de “dividend yield” obtenido en base a FIBRAs comparables de otros países.

2.1.3. Precio de los certificados de participación:

La elaboración del marco conceptual del precio de los certificados de participación (o acciones) abarcará dos indicadores:

- **Variación de precios:** “Es una medida del aumento o disminución de un valor” (Investopedia 2019). En esta investigación, se evaluará la variación del precio de las acciones para identificar su volatilidad frente a la coyuntura actual, así como la determinación de infra o sobrevaloración de los certificados de participación. Se utilizará la siguiente formula:

$$\text{Var. De precios} = (\text{Precio actual}/\text{Precio anterior}) - 1$$

- **Dólares Estadounidenses:** Es importante destacar que Fibra Prima cotiza sus certificados en dólares estadounidenses, debido a que la mayoría de las rentas que genera son cobradas en dicha moneda.

2.1.4. Otras Definiciones

Se tendrán en cuenta las siguientes definiciones pues, se aplican en toda la investigación y son de suma importancia para entender la Valorización de la Empresa.

- **Estados Financieros:** Los podemos definir como un registro formal de las actividades financieras de una empresa, persona o entidad. En el caso de una empresa, los estados financieros básicos son toda la información financiera pertinente, presentada de una manera estructurada y en una forma fácil de entender. Por lo general incluyen cuatro estados financieros básicos, acompañados de una explicación y análisis. (CFA 2020)
- **Estado de Situación Financiera:** “También se conoce como balance general o balance contable. El balance general es una fotografía de la empresa en un momento determinado, donde se resume lo que posee (activos), lo que adeuda (pasivos) y la diferencia entre dos conceptos (capital contable de la empresa). Es decir, nos mostrará lo que la empresa tiene y las formas de financiamiento” (Economipedia 2016)
- **Estado de Resultados:** “Se le conoce como cuenta de Ganancias y Pérdidas. Podemos decir que es el video de las operaciones que realizó la empresa desde un “antes” hasta un “después”, donde se puede medir el desempeño de un negocio durante un lapso determinado” (MEF s.f.)
- **Estado de flujo de efectivo:** “Proporciona información más allá de la disponible en el estado de resultados, que se basa en la contabilidad de devengo, en lugar de en efectivo” (CFA 2020)

- **Valor Presente Neto (VPN):** “El Valor presente neto es uno de los métodos básicos que toma en cuenta la importancia de los flujos de efectivo en función del tiempo. Consiste en encontrar la diferencia entre el valor actualizado de los flujos de beneficio y el valor, también actualizado, de las inversiones y otros egresos de efectivo” (Investopedia 2020)
- **NAV (Net Asset Value):** “Es el valor de los Activos Inmobiliarios libres de deuda, determinado en base a valorización anual que se lleva a cabo en diciembre de cada año” (Fibra Prime 2019)
- **NOI (Net operating income):** Hace referencia a los ingresos por alquileres y otros ingresos operativos luego de deducir gastos y costos que se incurren directamente para operar el activo inmobiliario. (Fibra Prime 2019)
- **Ratio CAP RATE:** “Cap Rate es una tasa de capitalización que sirve para determinar el valor de un inmueble en función a los flujos anuales que este genere. Se determina dividiendo el NOI entre el valor del inmueble” (Investopedia 2017)
- **Flujo generado de operación (FFO):** “Refleja el flujo generado por la operación, a diferencia de la utilidad neta, excluye las partidas no monetarias del estado de resultados como los ajustes en el valor de las propiedades o venta de las mismas” (Amefibra 2016)
- **Capitalización de mercado o Market Cap:** “Medida de una empresa o su dimensión económica, igual al precio por acción en un momento dado multiplicado por el número de acciones en circulación de una empresa de capital abierto, e indica el patrimonio disponible para la compra y venta activa en la bolsa” (CFA 2020)
- **Impuesto predial:** “Tributo de periodicidad anual que grava el valor de los predios urbanos y rústicos” (SAT 2018)

- **Beta:** “Es una medida de la volatilidad o riesgo sistemático de un valor o cartera en comparación con el mercado en su conjunto. Se utiliza en el modelo de valoración de activos de capital (CAPM), que describe la relación entre el riesgo sistemático y el rendimiento esperado de los activos” (CFA 2020)
- **Capital de trabajo:** “Es una magnitud contable referida a aquellos recursos económicos con los que cuenta una empresa dentro de su patrimonio para afrontar compromisos de pago en el corto plazo y relacionados con su actividad económica” (Economipedia 2015)
- **Capital Expenses (CAPEX):** Son fondos que utiliza una empresa para adquirir, actualizar y mantener activos físicos como propiedades, plantas, edificios, tecnología o equipos. Se utiliza a menudo para emprender nuevos proyectos o inversiones de una empresa. Hacer gastos de capital en activos fijos puede incluir la reparación de un techo, la compra de un equipo o la construcción de una nueva fábrica. (Investopedia 2013)

2.2. ANTECEDENTES INVESTIGATIVOS

Distintas investigaciones y estudios se han realizado acerca de los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces. Entre las principales fuentes se encuentran la plataforma financiera Bloomberg, la cual proporciona análisis y valorizaciones de FIBRAS y REITs en distintos países, los cuales son útiles para comparar los métodos de valorización y métricas usadas. Asimismo, universidades del país como la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas, proporciona estudios de fideicomisos de inversión enfocados al caso peruano. Además, se agregan otras investigaciones relevantes que complementan el marco teórico y permiten un mayor entendimiento del tema.

Según Adrián Huerta (2019), en su análisis de valorización sobre FIBRA UNO, perteneciente a J.P. Morgan, la metodología utilizada para determinar el valor del fideicomiso de inversión, fue derivado de un promedio de cálculo del valor de los activos netos, determinado por el valor de mercado de los inmuebles menos su deuda; y el método de descuento de flujos de caja (DCF). Ambos, descontados a una tasa de 10.5%

derivado de un beta de 0.9, riesgo país de 3%, tasa libre de riesgo de 3% y prima por el riesgo de 5%. El resultado de ambos llevo a determinar que la acción (o certificado de participación) esta infravalorada, es decir, vale menos que su precio técnico, siendo una inversión atractiva.

Los principales “drivers” que incrementaron el precio técnico de la acción fueron una menor exposición a activos comerciales e iniciativa de mejora de su gobierno corporativo para incrementar la confianza de sus inversionistas minoritarios, los cuales juegan un rol importante en la apreciación de certificados de participación. Los riesgos a tener en cuenta fueron el incremento en las tasas de interés y deuda. Asimismo, se utilizó una métrica característica en FIBRAs, fondo de operaciones (FFO). Sin embargo, este indicador y el método del NAV (valor de los activos netos), no se incluirán en la presente tesis, ya que al no haber ganancia de capital por venta de activos en Fibra Prime, el FFO sería equivalente al EBITDA. Con respecto al NAV, no será un método utilizado porque no representa la gestión y desempeño de la empresa al valorizar solo sus activos a precio de mercado, además de no poder acceder cada año al valor de la tasación anual obligatoria.

Igualmente, Anthony Paolone (2014) en el análisis e investigación de Vornado Realty Trust, REIT estadounidense, realizó una valorización a través del método de Flujo de Caja Descontado (DCF) y método de múltiplos de salida, en este caso, EV/EBITDA. Ambas son comúnmente utilizadas para valorizar empresas de distintos rubros y sectores. Para el método DCF, usaron como supuesto un “payout” de 90% a perpetuidad y una tasa de crecimiento a largo plazo de 5% (3% inflación más 2% por apalancamiento). Además, aplicaron una tasa de descuento de 8.25%, donde influye el riesgo de los activos en los cuales invierte.

Por otra parte, en el método de múltiplos se utilizó 20.9x EV/EBITDA para determinar el valor de Vornado Realty Trust. Los riesgos que tomo en cuenta fue su exposición al mercado de oficinas en la ciudad de Nueva York y Washington D.C., el cual se ha visto golpeado en esos años, con un porcentaje considerable de vacancia. Además, consideraron el riesgo de tener pocos activos “defensivos” en caso de crisis, como supermercados o almacenes. Su conclusión fue que, a pesar de que pequeños ajustes a

sus supuestos generan una mejora en el valor de la empresa y por ende en el precio sus acciones, seguían estando sobrevaloradas. Sin embargo, recalcaron que en la inversión en REITs o FIBRAS, los dividendos que puedas obtener son más valiosos que la apreciación o caída del valor de sus acciones. Un aporte importante en la presente tesis.

En el trabajo de investigación de Esteban Burga, Kenneth Escalante y Richard Salazar, acerca de los Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces, FIBRA; dan a conocer una nueva forma de financiamiento alternativo para inversión en bienes inmobiliarios a través de un FIBRA el cual democratiza el sector inmobiliario, además de ofrecer una serie de beneficios tributarios para inversionistas y para los propietarios de los inmuebles, quienes podrán convertir su predio en un activo líquido y diversificar su inversión.

Además, ofrecen un amplio conocimiento acerca de la regulación y dinámica de un FIBRA en el Perú, y el impulso en el crecimiento económico a través del desarrollo de infraestructura y la generación de inversión. Asimismo, expone los tipos de fideicomisos existentes y la experiencia de los fideicomisos de titulación en otros países.

Según Juan Cárdenas (2019) en su artículo de investigación sobre las FIBRAS y su positivo efecto colateral, aporta información sobre métodos para valorar activos inmobiliarios donde exponen dos grandes enfoques: el valor del metro cuadrado comparable y el valor presente de los flujos futuros o flujos actuales capitalizados. Se excluye el método típico de tasación (valor de reposición) pues no es usualmente relevante para este tipo de activos.

El método de flujos de caja descontados requiere realizar la proyección de los resultados financieros operativos asociados al activo, y posteriormente la estimación del valor presente o actual de dichos flujos. La aplicación de esta metodología requiere estimar una tasa de descuento que recoja el riesgo del activo.

El método de capitalización, conocido como el Método del “Cap Rate” es en principio mucho más sencillo, pues bajo este método un activo se valúa dividiendo el Ingreso Neto Operativo (NOI) entre una tasa de capitalización (CapRate). En mercados desarrollados,

donde fluye continuamente la información, las tasas de capitalización se calculan sobre la base de transacciones precedentes.

Cabe resaltar que en el presente trabajo se tomara en cuenta el CapRate, mas no como método de valuación, sino como métrica para determinar qué tan rentables son los inmuebles en comparación con otros FIBRAs o REITs.

En la investigación de Eduardo Walker y Marta Del Sante (2015) sobre metodologías de valorización de fideicomisos para fondos de pensiones, exponen que las metodologías de valorización de fideicomisos varían entre fondos. Lo más habitual fue encontrar cada partida de activos, incluida la partida más importante, que en este caso serían inversiones de renta variable, valorizadas a valor justo. Se privilegia la cotización bursátil del día o la última cotización vigente para acciones con liquidez suficiente, sin embargo, en muchos casos las inversiones no son lo suficientemente líquidas. En estos casos, se recurría a distintas metodologías de valorización para la obtención de un valor razonable. Algunos fondos detallan sus metodologías, dentro de las que encontramos: valorización por múltiplos, flujos de caja descontados, precio de inversiones recientes y activos netos. El uso de la metodología dependería de la naturaleza de la industria, las condiciones de mercado y la calidad de la información. En uno o dos casos encontraron que la valoración del fondo se realizaría a una mezcla de valores justos y costos históricos según el instrumento.

Al recopilar los análisis y trabajos de investigación mencionados sobre los Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces, podemos abstraer supuestos y conclusiones de gran utilidad para el presente trabajo. Primeramente, todas las investigaciones coincidieron en que el método del Descuento de Flujos de Caja (DCF) es bastante útil al valorizar un FIBRA, debido a que refleja realmente el desempeño, gestión y potencial de crecimiento de la compañía. Además, se resaltan otros métodos y métricas que son de utilidad para hallar el valor de la empresa y poder compararlo con sus pares, como son el método de múltiplos y el ratio Cap Rate. Por ende, ambos métodos y métrica serán elegidos para valorizar Fibra Prime. Asimismo, las tasas de descuento y perpetuidad detalladas en los modelos brindan una guía sobre los valores referentes que pueden ser usados para la presente valuación.

CAPÍTULO III

3. DISEÑO DE INVESTIGACION

Para poder determinar el valor del certificado de participación de Fibra Prime, en base a su valorización previa, de acuerdo con las bases y conceptos explicados en el capítulo anterior, lo abordamos de la siguiente forma.

3.1. METODOLOGÍA DE INVESTIGACION

El diseño metodológico consiste en la recolección de información secundaria relacionada con el fideicomiso de inversión Fibra Prime, tales como estados financieros, antecedentes históricos, informes de clasificadoras de riesgo, reportes de entidades y empresas nacionales e internacionales, así como gráficos de interés. De esa forma, poder estandarizar y analizar la información para determinar el precio de los certificados de participación en el año 2020 en base a una valuación previa de la empresa.

Con el fin de cumplir con los objetivos de la tesis, se realizó la investigación adecuada a través de fuentes secundarias como páginas web y la plataforma financiera Bloomberg, utilizando como instrumentos computadoras e internet.

Cabe resaltar que el presente estudio sobre la valuación de Fibra Prime para determinar el precio de la acción en el año 2020 se hizo en base a los años 2018 a 2027, ya que se requirió proyectar los estados financieros y flujos de caja hasta ese año. Para el ámbito espacial, se consideró solamente al mercado inmobiliario peruano, debido a que todos los inmuebles pertenecientes a la empresa están ubicados en Perú.

Primeramente, se detalló el problema de la iliquidez del mercado de valores peruano, donde se exponen las principales causas y consecuencias que esto conlleva, así como las posibles soluciones que entidades están promoviendo para aminorarla, entre ellas, el funcionamiento de nuevos instrumentos de inversión en el país como son los Fideicomisos de Titulización en Inversión de Rentas en Bienes Raíces, propuesto e impulsado por la Superintendencia de Mercado de Valores.

Segundo, se expusieron los antecedentes de los FIBRAS, destacando los beneficios que se obtuvieron en otros países, así como su rentabilidad frente a otros instrumentos.

Tercero, se explicó su funcionamiento, evolución y regulación en el Perú, los beneficios que pueden obtener los inversionistas retail, empresas y el mercado de valores al invertir o enajenar inmuebles a dicho vehículo de inversión.

Cuarto, se realizó una descripción general acerca de Fibra Prime, estructura de la empresa, inversionistas, participes, sectores de inversión, inmuebles adquiridos, entre otros. La información fue obtenida de su web oficial Fibra Prime, página web de la SMV, Bolsa de Valores de Lima y clasificadoras de riesgo.

Quinto, se expuso un análisis del sector inmobiliario actual y perspectivas futuras para determinar los sectores más afectados por la crisis. Dicha información se obtuvo de presentaciones de Fibra Prime para inversionistas, e investigaciones de empresas dedicadas al análisis del mercado inmobiliario como Colliers International y Binswager.

Sexto, se definieron conceptos relevantes para la investigación, se describieron los métodos de valuación y sus respectivos indicadores para la determinación del valor de Fibra Prime. Además, se realizó una revisión de investigaciones y análisis de interés relacionados al tema para obtener una visión más amplia acerca de los FIBRAS.

Séptimo, se llevó a cabo un análisis cuantitativo acerca de la empresa, detallando la distribución de ingresos, área bruta arrendable e ingresos por tipo de inmueble, así como el detalle de sus colocaciones.

Octavo, se detalló el impacto que tuvo el COVID-19 en la empresa, y las medidas tomadas por la misma como un plan de reprogramación y condonación de rentas.

Seguidamente, se realizó un análisis cuantitativo, el cual abarca dos partes. La primera comprende una revisión de ratios financieros donde se comparó a la empresa con otros FIBRAS, debido a que solo cuenta con un año de información histórica, evitando un correcto análisis horizontal. En la segunda parte, se proyectaron los estados financieros de la empresa: Estado de resultados, balance general y flujo de efectivo, en base a diversos supuestos determinados con la información recolectada anteriormente. Se explicarán a continuación.

Finalmente, al tener toda la información requerida, se utilizaron los tres métodos de valorización descritos anteriormente para hallar el precio futuro de sus certificados de participación: descuento de flujos de caja (DCF), descuento de dividendos y método de múltiplos. Se consideraron los tres ya que son los más adecuados para valorizar FIBRAs, según lo desarrollado en el capítulo anterior. En base a ello, se plantearon tres escenarios (optimista, conservador y pesimista), con resultados distintos para el precio de los certificados de participación de Fibra Prime.

3.1.1. Proyección de estados financieros:

Para proyectar los estados financieros de la empresa se estandarizaron los estados de situación financiera, estado de resultados y flujo de caja trimestrales de Fibra Prime desde 2018 hasta el segundo trimestre de 2020, obtenidos de la página de la SMV.

Después, se recolectó y ordenó información relevante como el área bruta arrendable de cada inmueble, el nivel de ocupación, la renta mensual por metro cuadrado, el costo de los inmuebles y detalle de los principales gastos que tiene la empresa. Una vez ordenada dicha información, se determinaron los supuestos para poder proyectar cada cuenta.

3.1.1.1. Estado de resultados:

3.1.1.1.1. Ingresos:

Los ingresos fueron estimados en base al nivel de ocupación de los inmuebles, multiplicados por el área bruta arrendable y precio mensual por metro cuadrado. El nivel de ocupación se estimó en base a las características de cada inmueble, sus arrendatarios, su nivel actual de ocupación, entre otros.

Gráfico N°18: Presentación Fibra Prime acerca de métricas de contratos de cada inmueble a septiembre 2019

	Hotelero/Comercial – Raddison y Cine Star	Industrial / Logístico – Construcciones M. Unión	Comercial – El Virrey de Sta. Fe	Oficinas 1 – El Virrey de Sta. Fe	Oficinas 2 – Edificio Schreiber
Periodo de contrato	30 años (10 forzosos)	7 años forzosos	Varios – corto plazo	Por definir	4 años (en promedio)
Moneda del contrato	USD	USD	PEN	USD	USD
Indexación Anual	Mayor valor entre: 3.00% y Variación del IPC de EEUU	Variación del IPC de EEUU	N.A.	Por definir	Mayor valor entre: 3.00% y Variación del IPC de EEUU

Fuente y Elaboración: Fibra Prime

El precio por metro cuadrado es información pública dada por la empresa, donde se estipula que incrementan anualmente a 3% o inflación de Estados Unidos, el porcentaje mayor (según contratos de arrendamiento), como se observa en el gráfico anterior.

Los inmuebles en los cuales no se detallan su incremento anual por contrato se asume que crecen a inflación de Estados Unidos ya que la empresa indica que todas sus rentas se cobran en dólares y están indexadas a inflación. Exceptuando el centro comercial el Virrey en el cual los contratos son cobrados en soles, por ello, se asume un incremento anual según la inflación peruana.

Para ello se utilizó la proyección de inflación de Federal Reserve Board (FED) la cual se estima que al cierre de 2020 será 1.9% y los próximos años alrededor de 2%. Con respecto a la inflación de Perú, se utilizó la proyección del BCRP, el cual indica que al cierre de este año la inflación será de 0.8% (por debajo del rango meta) y de 1% en 2021. A partir de 2022 en adelante se asume un porcentaje de inflación de 2%, media del rango meta y promedio de años previos al COVID-19.

Adicionalmente se le agregaron los ingresos del plan de refinanciación de rentas que dejaron de percibir en 2020, elaborado y publicado por Fibra Prime en la presentación trimestral para inversionistas.

3.1.1.1.2. Costos operativos:

- **Impuesto predial:** Se determinó en base al autovalúo de los inmuebles, el cual sigue los siguientes tramos:

Tabla N°3: Cálculo del impuesto predial

Valor del autovalúo	Impuesto
Hasta 15 UIT ⁹	0.2%
Hasta 60 UIT	0.6%
Mas de 60 UIT	1.0%

Fuente: Ministerio de economía y finanzas

Elaboración: Propia

Sin embargo, el valor del autovalúo es un cálculo realizado por cada municipalidad, el cual no es de acceso público. Por ello, se utilizó una metodología brindada por el Banco Central de Reserva del Perú, donde se indica que el valor de mercado de los inmuebles es tres veces más el valor del autovalúo.

Por lo tanto, se dividió el costo de cada inmueble por tres y se le multiplico el porcentaje del impuesto predial indicado en la tabla. En todos los casos, los impuestos pagados fueron 1% debido a que el costo de cada inmueble fue mayor a 60 UIT.

- **Property management o gestión de propiedad:** Hace referencia a los gastos relacionados al manejo inmobiliario como mantenimiento de inmuebles, vigilancia, limpieza, etc. (Fibra Prime, 2018)

⁹ A 2020, una UIT es equivalente a S/.4,300

Dicho gasto se determina en base al área vacante de cada inmueble. Teniendo en cuenta que cada activo necesita diferentes servicios, se separaron los gastos pagados en property management por cada rubro de inmueble y se dividió el monto gastado por el área vacante, obteniendo así el gasto por metro cuadrado. Dicho monto crece anualmente a inflación y es multiplicado cada año por el área vacante.

- **Seguro:** La póliza de seguro es subyacente el área total de los inmuebles, la cual fue dividida por el gasto en seguros, obteniendo el monto pagado por metro cuadrado. Hacia adelante se multiplica ese valor por el área de todos los inmuebles adquiridos por Fibra Prime.

3.1.1.1.3. Gastos administrativos:

Las proyecciones de los gastos administrativos se determinaron según ratios históricos de porcentaje de ingresos, porcentaje del patrimonio y porcentaje de efectivo, exceptuando gastos con métricas específicas como las siguientes:

Tabla N°4: Comisión de Administración del Fiduciario

Nº de inmuebles	Comisión anual
Hasta 7 inmuebles	US\$30 mil + IGV anual
Mas de 7 hasta 14	US\$50 mil + IGV anual
14 hasta 20	US\$80 mil + IGV anual
Mas de 20	US\$100 mil + IGV anual

Fuente: Fibra Prime

Elaboración: Propia

La comisión de administración del fiduciario es un cobro anual calculado a inicios de año según el número de inmuebles que maneja la empresa, y se divide en cuatro pagos trimestrales.

Tabla N°5: Comisión por operación exitosa

Operación	Comisión
Adquisición de inmueble por un valor < US\$10 Mn.	3% del precio: 1.5% efectivo y 1.5% CPs
Adquisición de inmueble por un valor > US\$10 Mn y < US\$20 Mn.	2% del precio: 1% efectivo y 1% CPs
Adquisición de inmueble por un valor > US\$20 Mn.	1% del precio: 0.5% efectivo y 0.5% CPs

Fuente: Fibra Prime

Elaboración: Propia

La comisión por operación exitosa es un pago anual que se realiza a Administradora Prime (APSA), cada vez que la empresa adquiere un nuevo inmueble, dado que ellos realizan la búsqueda y negociaciones de tales activos. La mitad de la comisión debe darse en efectivo y la otra mitad en certificados de participación de Fibra Prime.

Tabla N°6: Comisión anual por Administración y gestión de APSA

Tramos	Comisión anual
NAV <= US\$250 Mn.	15% del NOI
US\$250 Mn. < NAV <= US\$500 Mn.	12.5% del NOI
NAV => US\$500 Mn	10% del NOI

Fuente: Fibra Prime

Elaboración: Propia

El Net Asset Value (NAV), como se definió en el capítulo anterior, hace referencia al valor total de los activos menos la deuda. La utilidad operativa (NOI) hace referencia a las ganancias generadas solo por la actividad principal de la empresa, arrendamiento y mantenimiento de inmuebles. A medida que el NAV crezca, el porcentaje de comisión será menor.

3.1.1.1.4. Ingresos financieros:

Se proyectaron mediante un porcentaje histórico de efectivo y equivalentes a efectivo del periodo anterior.

3.1.1.1.5. Gastos financieros:

Fibra Prime actualmente mantiene dos préstamos Bullet¹⁰ con tasas fijas. Para el cálculo de los gastos financieros, se multiplicó la tasa anual de cada préstamo por el principal.

3.1.1.2. Balance General:

3.1.1.2.1. Activo corriente:

- Efectivo y equivalente a efectivo: Se determina mediante el estado de flujo de efectivo, explicado en la siguiente sección.
- Cuentas por cobrar: Abarcan las rentas por alquileres, excluyendo el cronograma de refinanciación. Se calculan mediante el ratio histórico de rotación de cuentas por cobrar de la empresa.

$$\text{Rotación de CxC} = \frac{\text{Ingresos}}{\text{Promedio de cuentas por cobrar}}$$

El resultado de ese ratio se mantiene fijo en todo el periodo de análisis ya que la estacionalidad es inexistente en este modelo. Las cuentas por cobrar se van modificando a medida que cambien los ingresos.

- Crédito fiscal: Corresponde únicamente al atribuido por IGV debido a que el FIBRA no grava con el impuesto a la renta de tercera categoría. Se asume constante a lo largo del análisis por no ser material.

3.1.1.2.2. Activo no corriente:

La única cuenta incluida en el activo no corriente son las inversiones inmobiliarias, las cuales abarcan el costo de las propiedades y los gastos de adquisición. Se considera constante en el periodo de análisis, bajo el

¹⁰ Repago del préstamo principal al vencimiento, solo se cobran los intereses periódicamente.

supuesto de que la empresa no adquiere más inmuebles dado que el objetivo de la presente tesis es valorizar a Fibra Prime por sus operaciones actuales, no por los futuros activos que pueda obtener.

3.1.1.2.3. Pasivo corriente:

- Provisiones: Conformado por provisiones de gastos anuales generales y gastos para la administradora Prime. Se asume constante a lo largo del análisis por no ser material.
- Otras cuentas por pagar: Conformado por saldos por pagar en property management y asesorías. Se determina como un porcentaje histórico del total de costos y gastos del periodo.

3.1.1.2.4. Pasivo no corriente:

Conformado únicamente por la deuda a largo plazo. Al ser ambas deudas “bullet” se manejan como un bono, es decir, se mantienen constantes hasta su vencimiento. Cabe resaltar que existe el supuesto de que la empresa tomará más deuda o refinanciará la actual, es por lo que no se asume un repago del principal al término de cinco años (plazo de vencimiento de la deuda).

3.1.1.2.5. Patrimonio:

El patrimonio está conformado por el valor del capital (certificados de participación) y resultados acumulados. El valor del capital se mantiene constante porque no se asumen más captaciones de dinero ya que se busca valorizar al FIBRA por lo que vale hoy. Los resultados acumulados van cambiando a lo largo del análisis dependiendo de la utilidad neta y los dividendos repartidos.

3.1.1.3. Estado de Flujo de Efectivo:

Para su determinación se realizó el método indirecto, el cual parte de la utilidad neta, se le restan los cambios en el capital de trabajo y cambios en otras cuentas del balance, de esa forma obtenemos el flujo operativo.

Para el flujo de actividades de inversión, se toma en cuenta los gastos de adquisición de inmuebles y mejoras en las propiedades. El flujo de financiamiento incluye el dinero adquirido por préstamos, captación de capital del público y pago de dividendos.

La suma del flujo de operación, inversión y financiamiento dan como resultado el aumento o disminución del efectivo, el cual debe ser sumando a la caja del periodo anterior, de esa forma se obtiene el dinero del periodo, cuadrando el activo con el pasivo y patrimonio en el balance general.

3.1.2. Métodos de valorización de la empresa

3.1.2.1. Descuento de flujos de caja (DCF):

Para hallar el valor de la empresa y precio de la acción mediante este método, partimos del EBITDA.

3.1.2.1.1. EBITDA (Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización):

Al haber proyectado los ingresos, costos y gastos del estado de resultados, el EBITDA es simplemente el neto de los tres. Ese valor debe sustraerse anual desde 2020 a 2027.

$$\text{Ingresos} - \text{Costos Operativos} - \text{Gastos} = \text{EBITDA}$$

3.1.2.1.2. Flujo de Caja Libre¹¹ (FCF):

Para el cálculo del flujo de caja libre, al EBITDA se le restan los gastos en CAPEX y variaciones en capital de trabajo, obteniendo el flujo de caja desapalancado.

Las variaciones del capital de trabajo se obtienen en base a las variaciones de las cuentas del activo corriente y pasivo corriente, obtenidas del balance general proyectado.

¹¹ El Flujo de Caja Libre, hace referencia a la cantidad de dinero disponible una vez que se hayan deducido el pago a proveedores y compras de activo fijo.

A ese flujo se le aplica un factor de descuento determinado por el WACC y el periodo, obteniendo así el valor presente de cada flujo de caja libre.

3.1.2.1.3. Costo medio ponderado de capital (WACC):

Para el cálculo del WACC, primeramente, se utilizó la estructura de capital actual de la empresa, dividiendo la deuda entre el activo total, al igual que el patrimonio. Segundo, se obtuvieron los betas¹² de FIBRAAs de cada sector en los que Fibra Prime invierte (industrial, oficinas, retail y hoteleras), proveídas por la plataforma Bloomberg. Cada una fue desapalancada por su estructura de capital y se las ponderó según el porcentaje de ingresos que aporta cada sector a la empresa a finales del periodo analizado.

El costo de deuda se determinó por medio de la diferencia entre la tasa de interés del préstamo a cinco años de Fibra Prime, menos la suma del bono a cinco y diez años de Perú en dólares. Finalmente, para la tasa libre de riesgo se sumó la diferencia entre los bonos a diez años de Perú en soles y dólares, al bono a diez años de Estados Unidos.

Con todos los datos detallados anteriormente se pudo determinar el WACC utilizando la fórmula descrita en el capítulo anterior.

3.1.2.1.4. Tasa de crecimiento a perpetuidad (g):

Una vez obtenidos todos los flujos descontados, al último valor del periodo analizado, se le aplica la tasa de crecimiento a perpetuidad, siendo en este modelo 3%, referente al crecimiento de rentas pactadas en el contrato de los inmuebles, el cual es 2.5% en promedio más 0.5% por apalancamiento de la empresa, obteniendo así el Flujo de Caja Libre terminal de la empresa.

¹² Mide el grado de variabilidad de la rentabilidad de una acción respecto a la rentabilidad promedio del mercado en que se negocia.

Al dividirlo entre la diferencia del WACC y la tasa perpetua podemos hallar el valor terminal de la empresa. Dicho valor se descuenta al costo medio ponderado y se le suma el valor presente de los flujos de caja. Ese monto, es el valor de la empresa.

3.1.2.2. Método de descuento de dividendos:

Para este método, se utilizó como flujos la estimación de dividendos repartidos hasta 2027, en base al ratio de “payout” mínimo establecido por la SMV (95% de sus utilidades netas). Una vez determinados, se les aplico un múltiplo de salida para poder hallar el valor de la empresa.

3.1.2.3. Método de múltiplos:

El método de múltiplos y el descuento de dividendos fueron usados conjuntamente para determinar el valor de la compañía, donde se le aplico un múltiplo de salida al último monto de dividendos repartidos, específicamente “dividend yield”.

El dividend yield o rendimiento de dividendos, fue determinado en base al spread¹³ del bono a diez años de Estados Unidos y el rendimiento por dividendos de los REITs del mismo país. La misma dinámica se realizó con los FIBRAs en México.

En base al promedio de ambos, se sumó el bono a diez años en dólares de Perú y 100 puntos básicos adicionales por incertidumbre (mayor requerimiento de rentabilidad), obteniendo así un proxy de dividend yield requerido por los inversionistas en el Perú.

Ese valor fue aplicado al último monto de dividendos repartidos en el año 2027, determinando el valor terminal de la empresa. Al llevarlo al presente y sumarle los flujos descontados, obtenemos el valor de la empresa.

A dicho valor, en ambos métodos descritos, se le debe sustraer la deuda y sumar la caja por el supuesto de que esos montos reducen e incrementan, respectivamente, el valor que se obtiene al adquirir la empresa. A esa estimación se le denomina valor

¹³ Diferencia entre los rendimientos de dos activos financieros.

del patrimonio y debe ser dividida por el número de acciones o certificados de participación en circulación, de esa forma, obtenemos el precio técnico de la acción.



CAPÍTULO IV

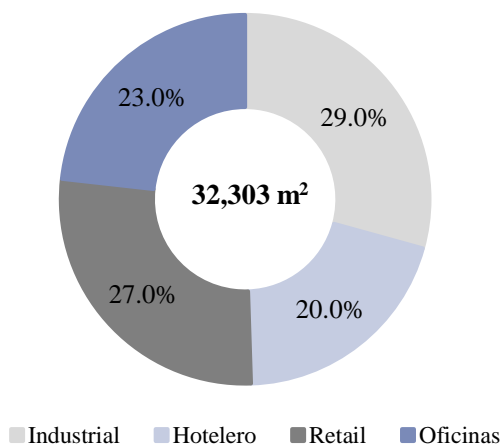
4. RESULTADOS

En este último capítulo de la tesis se expondrá los detalles, estadísticas, análisis del sector y resultados hallados en la valuación de Fibra Prime y determinación del precio de su acción.

4.1. ANÁLISIS DE LA EMPRESA

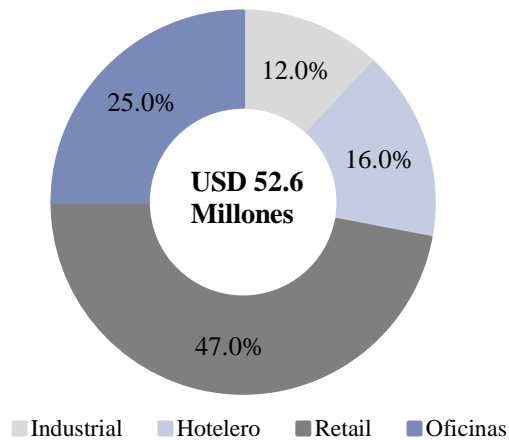
Fibra Prime es un vehículo de inversión que está conformado por un portafolio de inmuebles que generan rendimiento por los flujos de sus arrendamientos. Es un FIBRA diversificado, el cual invierte en cuatro sectores inmobiliarios: Industrial, oficinas, comercial y hotelero. (Fibra Prime, 2018)

Gráfico N°19: Distribución de área bruta arrendable por tipo de inmueble



Fuente: Fibra Prime **Elaboración:** Propia

Gráfico N°20: Distribución de inversión por tipo de inmueble



Fuente: Fibra Prime **Elaboración:** Propia

A septiembre de 2020, el inmueble con mayor proporción del área total de las propiedades de Fibra Prime es el industrial (un solo activo), con un porcentaje de 29%; seguido de los inmuebles retail, los cuales son cuatro y abarcan el 27% del total.

Por otro lado, los activos que requirieron mayor inversión fueron los del sector retail, abarcando cerca del 50% del total del valor de los inmuebles, con un monto de USD 24.7 millones. Las oficinas ocuparon el 25% de dicha inversión.

Actualmente Fibra Prime cuenta con 7 inmuebles, dos de ellos adquiridos con préstamos bancarios y los cinco restantes con el dinero captado por las dos colocaciones que realizó en diciembre de 2018 y junio de 2019. (Fibra Prime, 2018)

Tabla N°7: Detalle de Colocaciones Fibra Prime

	Primera	Segunda
Fecha de colocación	Diciembre 2018	Junio 2019
Monto adjudicado	USD 22,512,000	USD 26,637,163
Valor Certificados de participación (CPs)	USD 10.00	USD 10.07
Número de certificados	2,251,200	2,670,877
Número de inmuebles adquiridos	Tres	Dos
Inversión total	USD 19,900 mil	USD 24,410 mil
Área bruta arrendable	19,653 m ²	9,523 m ²

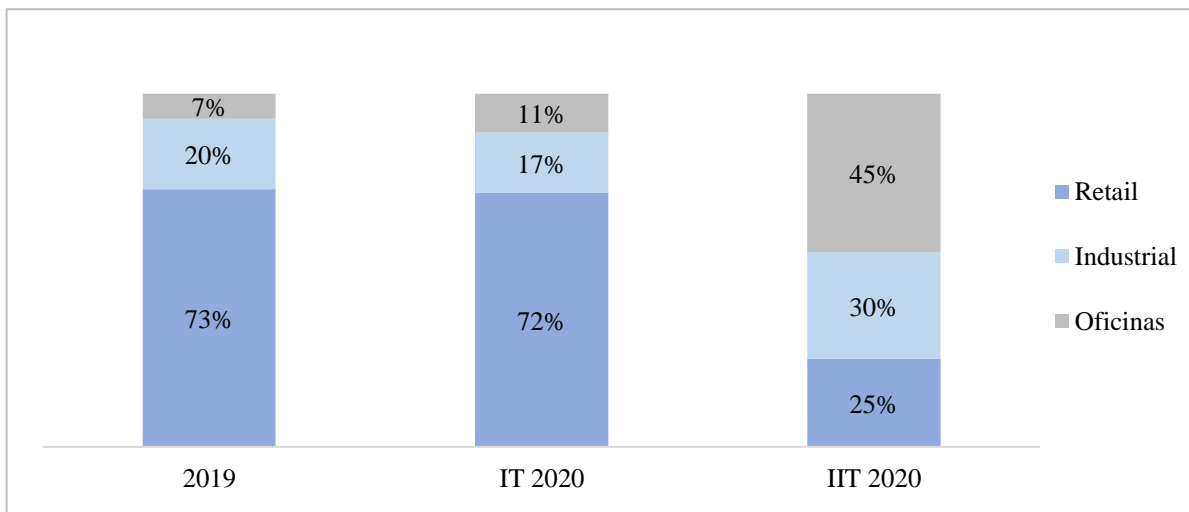
Fuente: Fibra Prime **Elaboración:** Propia

En ambas colocaciones se recaudó el dinero planeado para adquirir los inmuebles. En la segunda colocación Fibra Prime pudo incrementar el valor de sus certificados de participación de USD 10 a USD 10.07.

En 2019, el sector que más proporcionó ingresos fue el sector retail, aportando 73% del total de ingresos. Dicho sector abarca tres inmuebles: Hotel Park y Cine Radisson, ambos ubicados en la ciudad de Tacna; y el Centro Comercial El Virrey, ubicado en el cercado de Lima.

El sector industrial, conformado únicamente por el inmueble de Construcciones metálicas La Unión ubicado en el cercado de Lima, aporta el 20% del total de ingresos, y el sector oficinas tan solo 7%, siendo el Edificio Schreiber el único activo en ese rubro.

Gráfico N°21: Distribución de ingresos según tipo de inmueble
(Porcentaje)



Fuente: Fibra Prime

Elaboración: Propia

En el gráfico N°20, sin embargo, se puede observar como en los primeros trimestres de 2020, debido a la crisis sanitaria, los porcentajes cambiaron radicalmente. Al segundo trimestre de 2020, el sector oficinas representó el 45% de los ingresos generados por rentas, el sector industrial el 30% y el sector retail tan solo 25%.

Cabe resaltar que, a comienzos del mismo año, Fibra Prime adquirió un edificio mixto, conformado por dos tiendas comerciales y oficinas, donde los locales comerciales fueron los únicos generadores de rentas. A pesar de ello el porcentaje de ingresos en el sector retail no incrementó por ser el más afectado por la pandemia.

En Julio de 2020, la empresa adquirió activos defensivos, es decir, inmuebles que le permiten obtener rentas estables sin ser afectados por la pandemia. Estos fueron 7 locales en el mercado de Lima, a un costo de USD 2.9 millones; se arrendaron al 100% a la cadena de supermercados “Mass” y empezaron a generar rentas a partir del tercer trimestre de 2020. (Fibra Prime, 2018)

Adicionalmente, la empresa planea llevar a cabo la tercera colocación cancelada en marzo, en el mes de octubre del presente año, por un monto máximo de USD 30

millones. Dichos fondos serán destinados a la adquisición de dos nuevos inmuebles según informaron en sus hechos de importancia.

4.1.1. Impacto COVID 19

La crisis sanitaria ha afectado de manera negativa a todas las empresas del Perú, donde Fibra Prime no fue la excepción. Además de frustrar su tercera colocación y cancelar la adquisición de cuatro nuevos inmuebles, entre ellos dos hoteles en la ciudad de Cusco, el cobro de rentas se vio afectado por la falta de capacidad de pago de sus arrendatarios, principalmente activos en sectores más golpeados, como el hotel y cine, y locales comerciales dedicados a la venta de ropa.

Ello llevo a que la empresa tome medidas para aminorar el daño, elaborando un cronograma de reestructuración de rentas y condonaciones a ciertos activos.

Tabla N°8: Plan de acción en el periodo de crisis

Inmuebles	Refinanciación	Periodo de recupero	Condonaciones
Construcción Metálica La Unión	36% de rentas anuales 2020 pre-Covid	4 años	0% de rentas anuales 2020 pre-Covid
Hotel Park Inn Radisson	40% de rentas anuales 2020 pre-Covid	5 años	4.3% de rentas anuales 2020 pre-Covid
Cinestar Multicines			
Schreiber Businnes Tower	7% de rentas anuales 2020 pre-Covid	1 año	3.8% de rentas anuales 2020 pre-Covid
Centro Comercial El Virrey	Sin reestructuración	-	57.0% de rentas anuales 2020 pre-Covid
Retail Av. Los Conquistadores	5% de rentas anuales 2020 pre-Covid	2 años	Sin condonación

Fuente: Fibra Prime

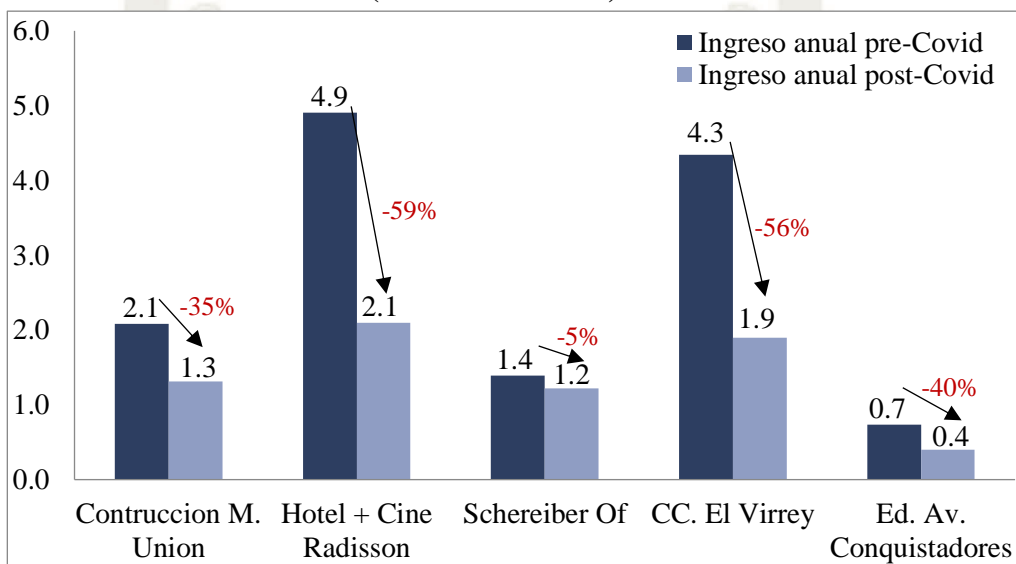
Elaboración: Propia

Las rentas condonadas son montos irrecuperables que la empresa asumirá, proporcionándole una pérdida total de S/. 2.7 millones aproximadamente. El cronograma de refinanciación de pago de rentas está programado hasta 2025, considerando periodos de gracia para las propiedades más afectadas.

El porcentaje total de ingresos perdidos en 2020 fue de 48% relativo a un escenario pre-COVID. Sin embargo, se estima que el crecimiento de los ingresos de los siguientes años será mayor al estipulado en los contratos (entre 2 y 3% anual) por el pago de un mayor monto de rentas en dichos años.

Gráfico N°22: Ingresos estimados por inmueble 2020

(Millones de soles)



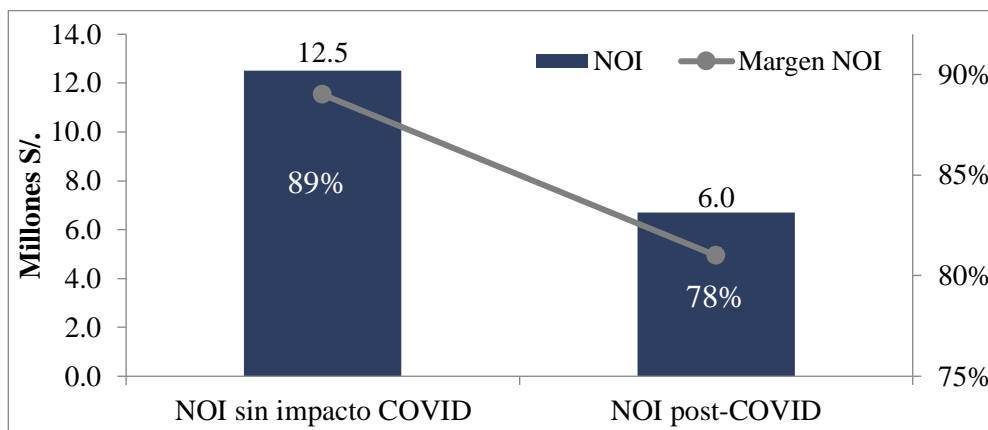
Fuente y Elaboración: Propia

Como se observa en el gráfico anterior, los ingresos estimados del hotel y cine Radisson ubicados en Tacna han sido los que más han reducido su nivel de ingresos, con un porcentaje de 59% con respecto a un escenario sin COVID-19, sin embargo, se espera que parte de dichas rentas se recuperen en años posteriores. Seguidamente se encuentra el centro comercial El Virrey, el cual, a pesar de tener un porcentaje menor de pérdida de nivel de ingresos con respecto a los inmuebles mencionados anteriormente (56%), la empresa estima que no se recuperaran las rentas dejadas de percibir en 2020.

El inmueble que se estima menos afectado es el edificio de oficinas Schreiber, situado en San Isidro, Lima; el cual solo perdió 5% de su nivel de ingresos frente a un escenario sin pandemia.

Igualmente, los márgenes financieros de la empresa sufrieron deterioros. A partir de las estimaciones realizadas, dichos ratios alcanzarán sus niveles pre-COVID en el año 2022.

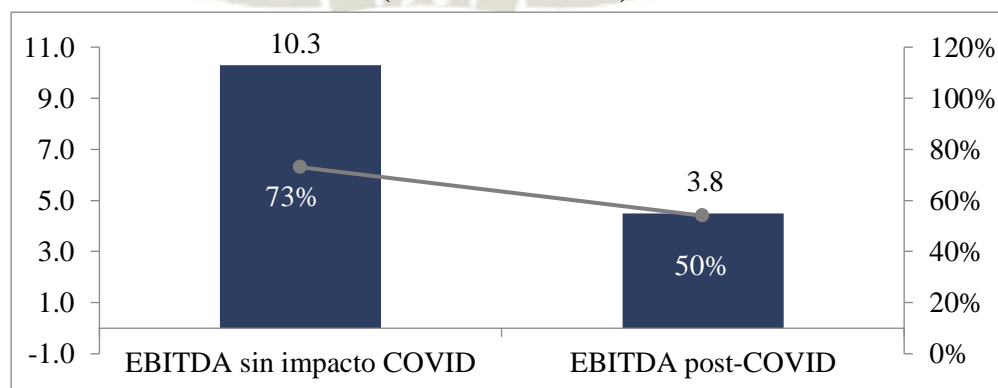
Gráfico N°23: Margen y monto de Net Operating Income estimado año 2020 (Millones de soles)



Fuente y Elaboración: Propia

La estimación del margen NOI se redujo de 89% a 78% por menores ingresos recibidos y la mayoría de costos inafectos. Asimismo, su valor se redujo más de 50%, pasando de S/. 12.5 millones a S/.6.0 millones.

Gráfico N°24: Margen y monto del EBITDA estimado año 2020 (Millones de soles)



Fuente y Elaboración: Propia

El valor del EBITDA estimado se redujo 63% en 2020, pasando de S/.10.3 millones en un escenario sin COVID versus S/.3.8 millones en el escenario actual. El margen EBITDA también sufrió un deterioro, cayendo de 73% a 50%.

Adicionalmente, el Centro Comercial El Virrey de Santa Fe, disminuyó considerablemente su porcentaje de ocupación pasando de 81% a 61%. Asimismo, se esperaba que las oficinas Virrey de Santa Fe empezaran a generar ingresos el segundo trimestre de 2020 al firmar un contrato de arrendamiento con la empresa INVERMET, lo cual no ha sido posible de ejecutar hasta el momento. El mismo caso se dio con el edificio Schreiber, el cual elevaría su ocupación de 81% a 93% a partir del mes de marzo por el arrendamiento de la empresa SOAINT Perú, sin embargo, tampoco fue posible.

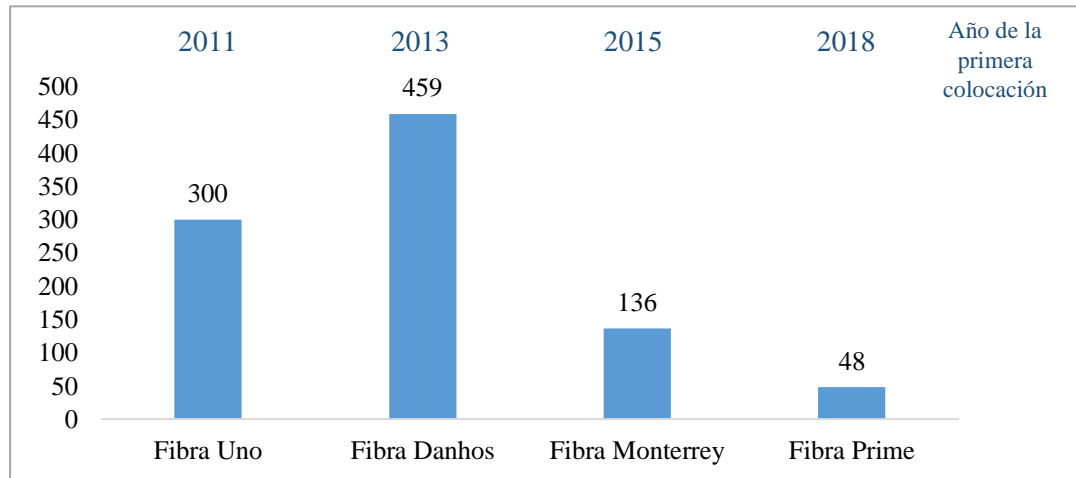
4.2. INDICADORES FINANCIEROS

Fibra Prime, al haber iniciado sus operaciones en 2018, no posee múltiplos o ratios históricos que permitan hacer un análisis horizontal útil para la valuación. Es por ello, que se decidió comparar con otras FIBRAS diversificadas que invierten en los mismos sectores inmobiliarios.

4.2.1. Capitalización de mercado

Fibra Prime tuvo la menor capitalización de mercado con respecto a sus pares mexicanos en su primera colocación de certificados, sin embargo, debe considerarse que México cuenta con un mercado inmobiliario más desarrollado, mayores áreas geográficas de construcción y oferta de inmuebles disponible, así como una Bolsa de Valores mucho más líquida, prestándose para una mayor apreciación de precios de certificado de participación.

Gráfico N°25: Capitalización de mercado en la primer colocación de CPs – FIBRAs (Millones de USD)

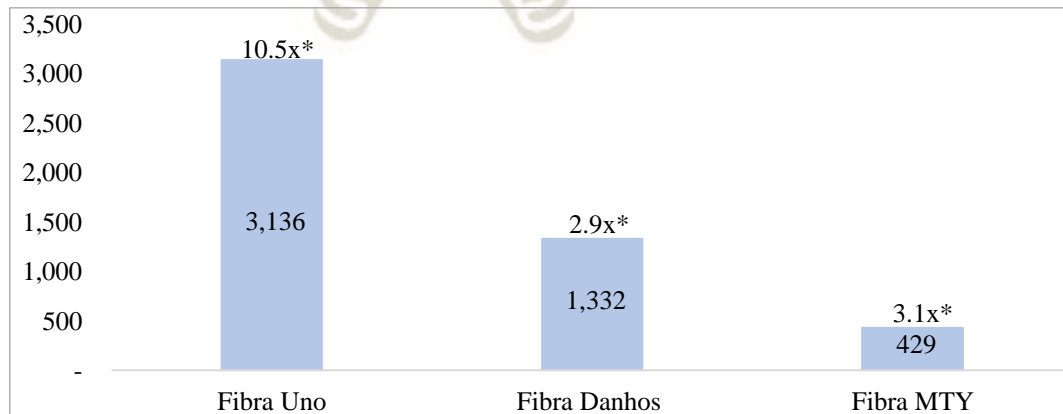


Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, BVL

Elaboración: Propia

Fibra Danhos, fue el FIBRA que más recaudo dinero en su primera captación de capital entre los inversionistas, emitiendo un mayor número de certificados de participación, sin embargo, esto pudo darse ya que dicha empresa pertenece al Grupo Danhos el cual inicio sus operaciones como desarrolladora inmobiliaria años atrás, dándole experiencia, confianza y facilidades de adquisición de inmuebles. Además, cabe resaltar que, desde su oferta inicial de certificados, solo realizo dos captaciones más de dinero hasta la fecha.

Gráfico N°26: Capitalización de mercado FIBRAs diversificadas mexicanas año 2019 (Millones USD)



*Veces su marketcap inicial

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores

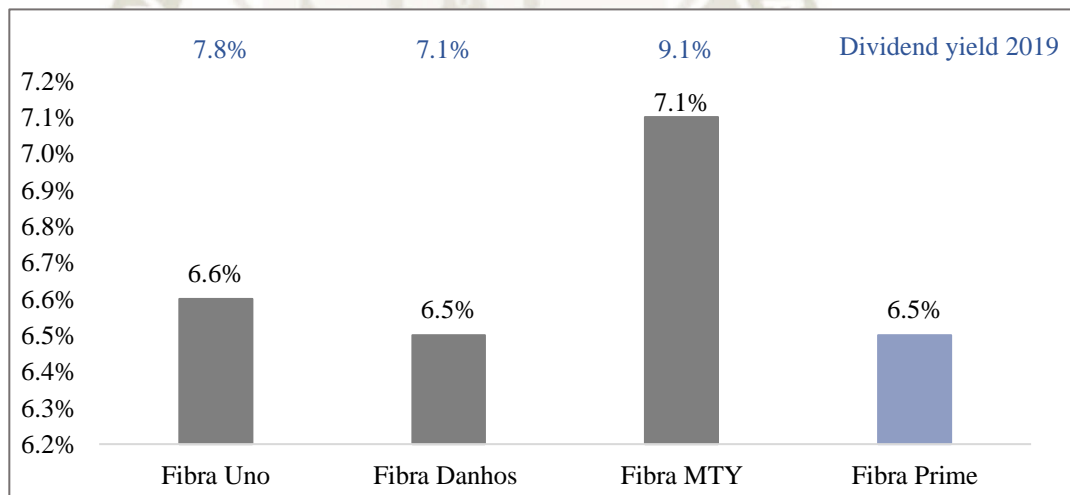
Elaboración: Propia

A 2019, cada FIBRA ha, por lo menos, triplicado su Market Cap, demostrando que hay un potencial de crecimiento para Fibra Prime. Fibra Uno logro obtener diez veces más su capitalización de mercado inicial, dado que realizó constantes colocaciones de certificados de participación en México.

4.2.2. Dividend yield

Los FIBRAs son vehículos de inversión atractivos por los dividendos que reparten, contando con un porcentaje superior al de otros instrumentos.

Gráfico N°27: Dividend Yield FIBRAs diversificadas primer año de operación



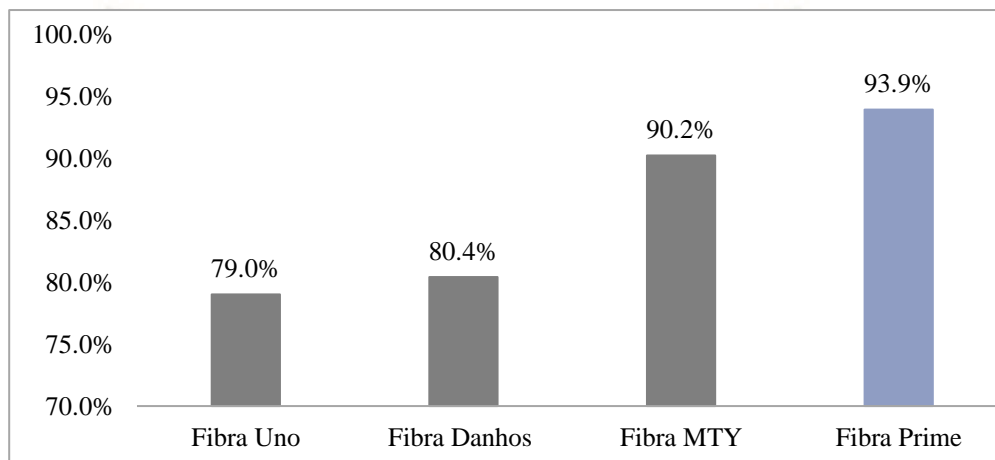
Fuente: Bolsa de Valores de México, BVL **Elaboración:** Propia

En su primer año de operación Fibra Prime obtuvo un dividend yield en línea con sus pares mexicanos, los cuales a 2019 llegaron a múltiplos atractivos como 9.1% en el caso de Fibra MTY.

4.2.3. Margen NOI y EBITDA

A diferencia de otro tipo de empresas, el NOI de un FIBRA, equivale a la utilidad bruta ya que representa la rentabilidad generada solo por las operaciones inmobiliarias de la empresa.

Gráfico N°28: Margen NOI (Porcentajes)

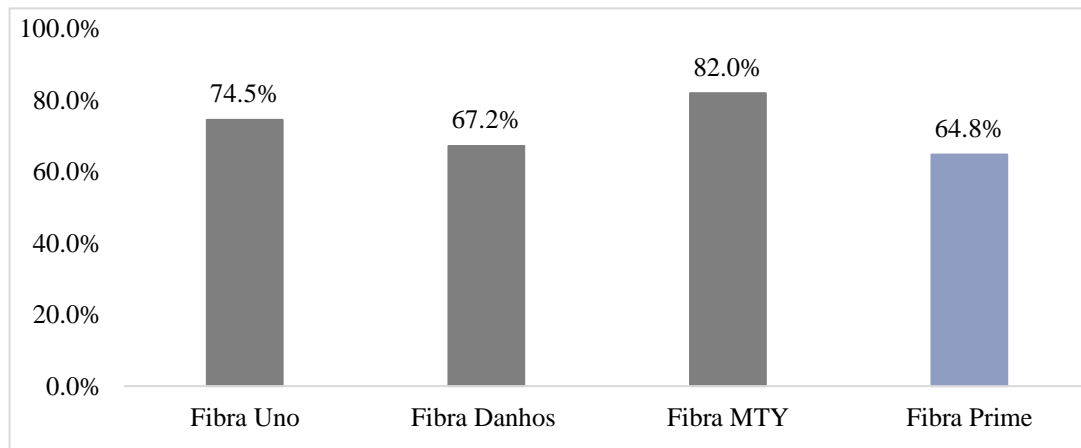


Fuente: Bolsa de Valores de México, BVL **Elaboración:** Propia

A 2019, Fibra Prime obtuvo un margen superior al de sus pares (94%), debido al menor pago de impuestos prediales los cuales se le permitió aplazar. Además, mantiene un monto menor del pago de seguros por tener un menor número de inmuebles que los otros FIBRAS.

El margen EBITDA, sin embargo, fue el más bajo, con un porcentaje de 65% por mayores gastos en los que incurrió la empresa en el inicio de sus operaciones como la colocación de certificados de participación al mercado de valores, asesorías, publicidad, entre otros. Gastos que en sus pares ya no son montos significativos.

Gráfico N°29: Margen EBITDA (Porcentajes)

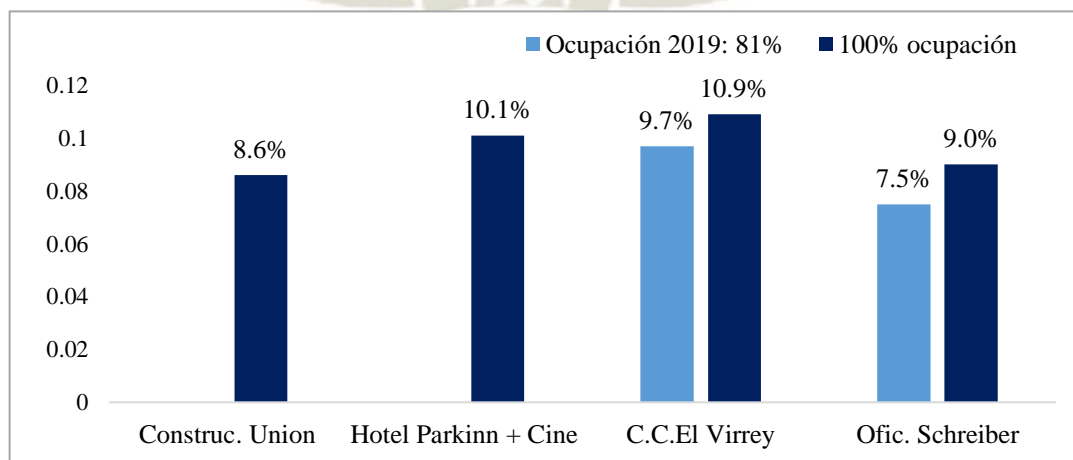


Fuente: Bolsa de Valores de México, BVL **Elaboración:** Propia

4.2.4. Ratio Cap Rate

El ratio Cap Rate permite estandarizar la comparación entre inmuebles en función a los flujos anuales que genere con respecto al costo al que fue adquirido. A finales de 2019, Fibra Prime solo contaba con cinco activos generadores de rentas, los cuales son más riesgosos que los inmuebles gestionados por los FIRBIS en el mercado de real estate peruano, permitiendo que se obtengan porcentajes superiores al promedio.

Gráfico N°30: Ratio CAPRATE inmuebles Fibra Prime año 2019



Fuente: Fibra Prime

Elaboración: Propia

Según Colliers International (2018) el consenso de Cap Rate para oficinas es en promedio 8% al 100% de su ocupación. Para inmuebles industriales es de 8.5% y para inmuebles comerciales es de 9%. Así, Fibra Prime demuestra tener inmuebles con ratios más atractivos al promedio.

4.3. PROYECCION DE ESTADOS FINANCIEROS

4.3.1. Estado de Resultados:

4.3.1.1. Ingresos por alquileres:

Como se indicó en el capítulo anterior, los ingresos por alquileres fueron proyectados en base al precio por metro cuadrado, área bruta arrendable y nivel de ocupación.

El precio por metro cuadrado e incremento anual se determina por medio del contrato de arrendamiento entre la empresa y arrendatario.

Tabla N°9: Detalle de precio/m2 y crecimiento anual estipulado por contrato

Inmuebles	Segmento	Renta mensual	Crecimiento anual
Construcciones M. Unión	Industrial	USD 5.3/m ²	Inflación de EE.UU.
Hotel Park Inn Raddison	Retail – Hotelero	USD 14.4/m ²	Mayor valor entre: 3% o inflación de EE. UU.
CineStar Multicines	Retail – Cine	USD 6.4/m ²	Mayor valor entre: 3% o inflación de EE. UU.
C.C. El Virrey de Sta. Fe	Retail – Centro Comercial	USD 54.8/m ²	Inflación Perú
El Virrey de Sta. Fe	Oficinas	USD 12.0/m ²	Inflación de EE.UU.
Edificio Schreiber	Oficinas	USD 16.9/m ²	Mayor valor entre: 3% o inflación de EE. UU.
Edificio Av. Los Conquistadores	Oficinas Retail	USD 15.0/m ² USD 31.5/m ²	Inflación de EE.UU.
Supermercados REDFIN	Supermercados	USD 16.0/m ²	Inflación de EE.UU.

Fuente: Fibra Prime **Elaboración:** Propia

Usando los porcentajes detallados en la tabla, la renta mensual por metro cuadrado incrementa cada año para cada inmueble. Ese monto debe ser multiplicado por el área arrendada, producto de la multiplicación entre el área bruta arrendable (detallada en el Capítulo I) y el nivel de ocupación.

4.3.1.1.1. Nivel de ocupación:

Para proyectar el nivel de ocupación, se partió del nivel al segundo trimestre de 2020, luego de las negociaciones y pérdidas de arrendatarios. Tomando en cuenta que ese es el peor escenario posible que pudo atravesar la empresa en cuanto a ocupación, además, considerando que la mayoría de los inmuebles cuentan con contratos a largo plazo, se asume un crecimiento progresivo. El detalle de los inmuebles se describe a continuación:

- **Schreiber Tower**, edificio de oficinas, actualmente se encuentra con una ocupación de 81% y seis arrendatarios. En enero de 2020, se firmó un contrato de arrendamiento entre Fibra Prime y SOAINT Perú, el cual incrementaría la ocupación del inmueble de 81% a 93%. El alquiler iba a ser efectivo a comienzos del segundo trimestre del presente año, sin embargo, por la crisis sanitaria se retrasó el proceso.

La empresa indicó que el cobro de rentas iba a darse a partir del cuarto trimestre de 2020, incrementando su ocupación a 93% y manteniéndola constante a lo largo del periodo de análisis por los contratos a largo plazo que mantiene.

- **Centro Comercial El Virrey**, contaba con un nivel de ocupación de 81% pre-COVID, sin embargo, al ser un activo que mantiene arrendatarios informales con contratos de corto plazo, su ocupación descendió a 61% al segundo trimestre de 2020. Por ello, considerando que se encuentra en una zona comercial del cercado de Lima, donde la demanda es elevada y la reactivación económica de los puestos de

venta y alquiler de ropa, vestidos, entre otros. Fue de las primeras actividades en reabrirse, se estima un incremento de ocupación de 500 puntos porcentuales anualmente, llegando a niveles pre-pandemia en 2022. A partir de 2023 en adelante se considera un porcentaje máximo de 85% de ocupación por contar con una rotación considerable de clientes y mantener contratos a corto plazo.

- **Las oficinas El Virrey de Santa Fe** fueron adquiridas en 2019, sin embargo, se encontraban en estabilización sin generación de rentas. En diciembre del mismo año, se firmó un contrato de arrendamiento con la empresa INVERMET, la cual ocuparía el 60% del edificio a partir de abril del presente año, fecha en la cual la remodelación iba a ser culminada. No obstante, tampoco pudo ser efectivo. Se estima que la empresa inicie el cobro de rentas en este inmueble en 2021 e incremente hasta 80% en 2023, manteniéndose constante. Ello es posible dado que una de las principales funciones de Fibra Prime es buscar arrendatarios para sus inmuebles.

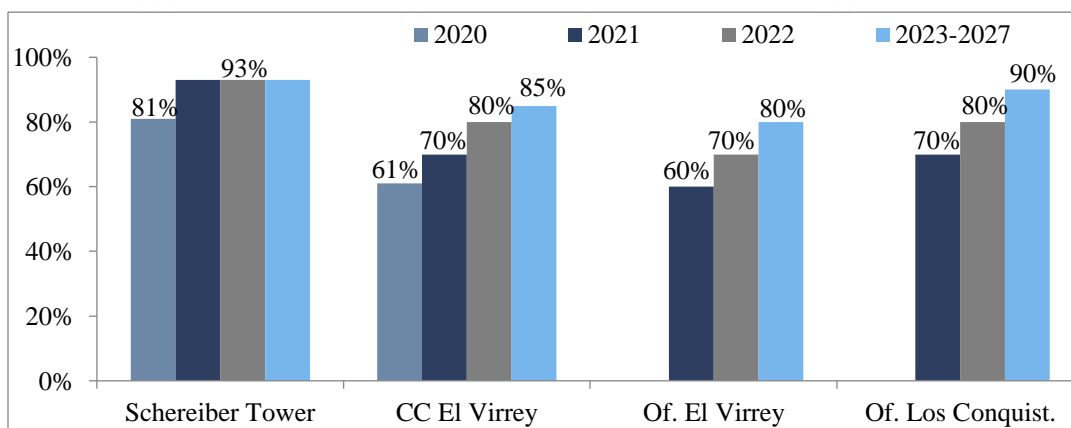
Se asume un porcentaje máximo de 80% de ocupación por la zona en la que se encuentra (poco competitiva en el mercado de oficinas), tipo de inmueble (oficina clase B) y análisis del mercado de oficinas el cual está en línea con el porcentaje de vacancia que se proyecta.

- **Oficinas del edificio Los Conquistadores**, adquiridas en enero de 2020, se encontraban en remodelación y búsqueda de arrendatarios, por ello no generaban rentas. Sin embargo, por ser un inmueble de oficinas clase A, ubicarse en una zona competitiva de San Isidro y tener un público objetivo correspondiente a medianas y grandes empresas, encontrar arrendatarios no aparenta ser complicado.

Como se explicó anteriormente en el análisis del sector oficinas, la mayoría de las medianas y grandes empresas no podrá dejar de prescindir de un espacio en el cual laborar. Es por ello que se asume

una ocupación de 70% a partir del segundo trimestre de 2021 con un incremento de 10% cada año hasta llegar a un nivel de 90%. Se tomaron de referencia los porcentajes del edificio Schreiber el cual es similar en cuanto tipo de inmueble, zona y mercado objetivo.

Gráfico N°31: Supuesto de ocupación de inmuebles (Porcentajes)



Fuente: Fibra Prime **Elaboración:** Propia

Los inmuebles que no se detallan mantienen una ocupación de 100% en todo el periodo de análisis ya que se trata de activos “single-tenant” (un solo arrendatario) con contratos de largo plazo.

Tabla N°10: Cronograma de refinanciación de rentas

Inmueble	Perdida en rentas 2020 (Miles S/.)	Recupero de rentas (Miles S/.)	Años de recupero
Construcciones Metálicas La Unión	733	740	4 años (1 año como periodo de gracia)
Schreiber Business Tower	65	68	1 año
Hotel Park Inn Radisson	2,332	1,580	4 años (1 año como periodo de gracia)
Cinestar multicines	583	396	4 años (1 año como periodo de gracia)
El Virrey de santa fe CC	2,458	-	-
Retail Edificio Av. Conquistadores	200	203	3 años

Fuente: Fibra Prime **Elaboración:** Propia

A partir de 2021, a cada inmueble se le agregaron los ingresos del plan de refinanciación de rentas que elaboró Fibra Prime por los ingresos que dejó de percibir en 2020. Exceptuando a supermercados Mass, el cual iniciará a cobrar rentas el tercer trimestre de 2020, motivo por el cual no mantiene deudas con la empresa.

Tabla N°11: Resumen ingresos (Miles de Soles)

Miles PEN	2019	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E
Ingresos por alquileres	9,877	7,516	16,494	18,948	19,500	20,126	20,630	20,467	20,999
Industrial	1,996	1,501	2,083	2,312	2,354	2,397	2,442	2,300	2,345
<i>% Ingresos por alquiler</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>13%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>
Oficinas	630	1,262	3,410	3,725	3,903	4,225	4,334	4,446	4,561
<i>% Ingresos por alquiler</i>	<i>6%</i>	<i>17%</i>	<i>21%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>21%</i>	<i>21%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>
Retail	7,251	4,825	10,983	12,867	13,165	13,402	13,715	13,541	13,870
<i>% Ingresos por alquiler</i>	<i>73%</i>	<i>64%</i>	<i>67%</i>	<i>68%</i>	<i>68%</i>	<i>67%</i>	<i>67%</i>	<i>67%</i>	<i>67%</i>
Otros ingresos	49	97	-	-	-	-	-	-	-
Total ingresos	9,926	7,686	16,475	18,904	19,421	20,025	20,491	20,287	20,777
<i>Crecimiento %</i>		<i>-22.6%</i>	<i>114.4%</i>	<i>14.7%</i>	<i>2.7%</i>	<i>3.1%</i>	<i>2.3%</i>	<i>-1.0%</i>	<i>2.4%</i>

Fuente y Elaboración: Propia

Cabe resaltar que el incremento significativo de ingresos en el año 2021 con respecto a 2019 se debe a que, en ese año, solo cinco inmuebles generaban rentas. En 2021, tres propiedades más brindan ingresos a la empresa: Supermercados Mass, Oficinas El Virrey de Santa Fe, que se encontraba en estabilización, y las oficinas del edificio Los Conquistadores.

Con respecto a las tasas de crecimiento, en 2020 caen por la crisis sanitaria; en 2021 suben abruptamente por la generación de ingresos de los tres inmuebles adicionales mencionados anteriormente, además del inicio del plan de refinanciación de rentas de algunos inmuebles, el cual durará hasta 2025.

En 2022, las rentas crecen 15% por el inicio de pago de rentas adicionales por reestructuración del Hotel y Cine Park Inn y Construcciones Metálicas La Unión, después de su periodo de gracia.

En 2026, Los ingresos caen con respecto a 2025 debido a que la empresa deja de percibir los ingresos adicionales de la refinanciación de rentas. Finalmente, en 2027 se normaliza el crecimiento de rentas entre 2 y 3% por el incremento de precios por metro cuadro estipulado en contratos.

Por otro lado, la cuenta correspondiente a *otros ingresos* se mantiene en cero para los siguientes años, dado que se encontraba compuesta por ingresos moratorios, los cuales no se cobrarán por el cronograma de reestructuración, e ingresos por recupero de property management, montos no recurrentes.

4.3.1.2. Costos operativos:

- **Impuesto predial:** El impuesto predial, como se detalló en el capítulo anterior, es el 1% del autovalúo de los inmuebles. La estimación del autovalúo es la tercera parte del valor de mercado de los inmuebles.

Tabla N°12: Cálculo y resultados de Impuesto Predial 2020

Inmueble	Valor de mercado (Costo al que fue adquirido)	Autovaluo (Tercera parte del valor de mercado)	Impuesto predial (1% de autovaluo)
Construcciones Metálicas La Unión	S/. 22.2 millones	S/. 7.4 millones	S/. 74 mil
Hotel Park Inn Radisson	S/. 29.2 millones	S/. 9.7 millones	S/. 97 mil
Cinestar multicines	S/. 16.3 millones	S/. 5.4 millones	S/. 54 mil
Schreiber Business Tower	S/. 16.7 millones	S/. 5.6 millones	S/. 56 mil
C.C. El Virrey de santa fe	S/. 48.9 millones	S/. 16.3 millones	S/. 163 mil
Of. El Virrey de santa fe	S/. 14.4 millones	S/. 4.8 millones	S/. 48 mil
Edificio Los Conquistadores	S/. 17.4 millones	S/. 5.8 millones	S/. 58 mil
Supermercados Mass	S/. 9.7 millones	S/. 3.2 millones	S/. 32 mil

Fuente y Elaboración: Propia

El impuesto predial, al igual que el autovalúo son estimados y pagados cada año. Al no ser una información de carácter público, el proxy más cercano del valor de mercado de los inmuebles es el crecimiento a inflación. Por ese motivo, el gasto en impuesto predial crece a través de los años.

- **Property management:** El cálculo de gasto en property management se determina multiplicando el costo por metro cuadrado por el área vacante. El costo por metro cuadrado fue dividido según tipo de inmueble: Oficinas y retail, excluyendo los inmuebles industriales por ser “single-tenant”. Se utilizo la siguiente formula:

$$\frac{\text{Gasto de property management años previos}}{\text{Área bruta arrendable} - \text{Área arrendada}}$$

El resultado obtenido fue USD 5/m² para oficinas y USD 8/m² para retail. Ambos crecen anualmente a inflación.

- **Seguros:** La empresa paga pólizas de seguro por cada inmueble bajo su gestión. Usualmente los seguros se determinan en base al área total del activo, es así como se halló el costo por metro cuadrado, dividiendo el gasto en seguros por el área total de todos los inmuebles, obteniendo como resultado USD 1.8/m².

Tabla N°13: Resumen costos operativos (Miles de soles)

Miles PEN	2019	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E
Impuesto predial	(226)	(618)	(595)	(607)	(619)	(632)	(645)	(657)	(671)
Property management	(221)	(886)	(525)	(399)	(382)	(301)	(307)	(313)	(320)
Seguros	(161)	(183)	(176)	(173)	(169)	(166)	(162)	(159)	(156)
Total Costos	(608)	(1,686)	(1,296)	(1,179)	(1,170)	(1,099)	(1,114)	(1,130)	(1,146)

Fuente y Elaboración: Propia

El pago de impuesto predial en 2020 es superior al de 2019 y 2021 dado que Fibra Prime negoció un aplazamiento en el pago de dicho impuesto en dos de sus inmuebles, teniendo que subsanarlo en 2020.

Los gastos en property management se reducen a través de los años a medida que la vacancia disminuye, sin embargo, en 2025 se llegó a un punto en que la vacancia se estabilizó y el costo por metro cuadrado continuó incrementando a inflación, por ello sus costos se elevan en los últimos tres años.

El pago por seguros va decreciendo a través de los años por el supuesto de que la empresa logra mayor poder de negociación con las aseguradoras, obteniendo un menor costo por metro cuadrado.

4.3.1.3. Gastos administrativos:

- **Comisión administradora APSA por gestión:** La presente comisión se determina mediante tramos del Net Asset Value (NAV), el cual es la suma del valor de mercado de los activos menos la deuda. A medida que el valor total del NAV incrementa, la comisión pagada irá disminuyendo como porcentaje de la utilidad operativa (NOI) de la empresa.

Tabla N°14: Cálculo de la comisión anual por administración de APSA

Año	NAV (Mil USD)	NOI (Mil PEN)	Comisión anual (Mil PEN)
2020	43,242	5,927	897
2021	44,288	15,198	2,280
2022	45,354	17,769	2,665
2023	46,442	18,329	2,749
2024	47,551	19,027	2,854
2025	48,683	19,516	2,927
2026	49,837	19,337	2,901
2027	51,015	19,853	2,978

Fuente y Elaboración: Propia

El valor del NAV en todo el periodo de análisis es menor a USD 250 millones, por ende, la comisión pagada cada año será el 15% de la utilidad operativa (NOI) de la empresa.

- **Comisión al fideicomiso BBVA Titulizadora:** Se calcula en base a tramos de número de inmuebles pertenecientes a la empresa, los cuales son detallados en el capítulo anterior. Al asumir que la empresa mantiene 7 inmuebles a lo largo del periodo de análisis, la comisión anual será un gasto fijo de USD 30 mil.
- **Pago al comité técnico:** Actualmente al comité técnico lo conforman tres personas independientes a la empresa, las cuales obtienen una ganancia de USD 4,000 por cada sesión ordinaria y extraordinaria. (Fibra Prime, 2018) Tomando en cuenta que deben reunirse obligatoriamente cada dos meses y que en 2019 se reunieron 8 veces (6 sesiones ordinarias y 2 extraordinarias), se asume el mismo número de reuniones a lo largo del periodo de análisis, pagando un cargo fijo de S/. 325 mil aproximadamente, cada año.
- **Asesorías, publicidad, Clasificadoras de riesgo y otros gastos:** Se determinaron como un porcentaje de los ingresos, obtenidos en 2019.
- **Pago a la bolsa de valores y Cavali:** Se proyectaron como porcentaje del patrimonio de la empresa, siendo 0.1% y 0.002%, respectivamente.
- **Tasación:** Gasto anual obligatorio hallado en base al precio de tasación por metro cuadrado, determinado dividiendo el gasto total de 2019, por el área bruta arrendable total, obteniendo así un resultado de S/. 0.6 por metro cuadrado.

Tabla N°15: Estimación de gastos como porcentaje de ingresos

Gastos	% de ingresos
Publicidad	0.9%
Clasificadoras de riesgo	0.7%
Otros gastos	0.1%

Fuente y Elaboración: Propia

Tabla N°16: Resumen de gastos administrativos (Miles de Soles)

Miles PEN	2019	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E
Comisión APSA	(1,423)	(897)	(2,280)	(2,665)	(2,749)	(2,854)	(2,927)	(2,901)	(2,978)
Comité técnico	(280)	(283)	(322)	(322)	(322)	(322)	(322)	(322)	(322)
Comisión BBVA	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)
Asesorías	(644)	(502)	(513)	(513)	(513)	(513)	(513)	(513)	(513)
Bolsa de Valores	(110)	(96)	(163)	(165)	(165)	(166)	(167)	(167)	(168)
Publicidad	(86)	(40)	(143)	(164)	(169)	(174)	(179)	(177)	(182)
Clasificadoras de Riesgo	(67)	(67)	(111)	(127)	(131)	(135)	(138)	(137)	(141)
Auditoria	(50)	(43)	(43)	(43)	(43)	(43)	(43)	(43)	(43)
SMV	(37)	(43)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)
Gastos Asamblea	(36)	(2)	(36)	(36)	(36)	(36)	(36)	(36)	(36)
Tasación	(18)	(20)	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)
ITF	(10)	(22)	(31)	(29)	(33)	(37)	(40)	(44)	(47)
Cavali	(8)	(7)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)
Net Cash	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Otros Gastos	(12)	(7)	(20)	(23)	(24)	(25)	(25)	(25)	(26)
Total Gastos Administrativos	(2,884)	(2,135)	(3,837)	(4,263)	(4,361)	(4,480)	(4,566)	(4,541)	(4,632)

Fuente y Elaboración: Propia

Los gastos administrativos van incrementando progresivamente a través de los años, ya que muchos de ellos dependen del incremento de ingresos que se estima o mayores valores del NOI y caja.

4.3.1.4. Ingresos financieros:

Se asume que el dinero en la cuenta efectivo y equivalentes a efectivo, es colocado en entidades bancarias o instrumentos de corto plazo, generando rentabilidad para la empresa en un periodo posterior. Por lo tanto, para estimar los ingresos financieros se utilizó un ratio obtenido de la división de los ingresos financieros trimestrales con respecto a la caja del periodo anterior, resultando, en promedio, un porcentaje de 0.06%. Ese porcentaje se mantiene constante a lo largo de los años, y debe ser multiplicado por la caja que mantuvo Fibra Prime un trimestre anterior.

4.3.1.5. Gastos financieros:

La empresa mantiene dos deudas Bullet a largo plazo con Scotiabank Perú y el Banco BBVA, de un monto de USD 9,000 aproximadamente. Dada una tasa fija de 4.7% anual brindada por la empresa, el pago de intereses convertido al tipo de cambio del periodo es alrededor de S/. 2,150 anual.

Tabla N°17: Resumen Estado de Resultados (Miles de soles)

Miles PEN	2019	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E
Ingresos por alquileres	9,877	7,516	16,494	18,948	19,500	20,126	20,630	20,467	20,999
Industrial	1,996	1,501	2,083	2,312	2,354	2,397	2,442	2,300	2,345
<i>% Ingresos por alquiler</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>13%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>
Oficinas	630	1,262	3,410	3,725	3,903	4,225	4,334	4,446	4,561
<i>% Ingresos por alquiler</i>	<i>6%</i>	<i>17%</i>	<i>21%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>21%</i>	<i>21%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>
Retail	7,251	4,825	10,983	12,867	13,165	13,402	13,715	13,541	13,870
<i>% Ingresos por alquiler</i>	<i>73%</i>	<i>64%</i>	<i>67%</i>	<i>68%</i>	<i>68%</i>	<i>67%</i>	<i>67%</i>	<i>67%</i>	<i>67%</i>
Otros ingresos	49	97	-	-	-	-	-	-	-
Total ingresos	9,926	7,686	16,475	18,904	19,421	20,025	20,491	20,287	20,777
<i>Crecimiento %</i>		<i>-22.6%</i>	<i>114.4%</i>	<i>14.7%</i>	<i>2.7%</i>	<i>3.1%</i>	<i>2.3%</i>	<i>-1.0%</i>	<i>2.4%</i>
Impuesto predial	(226)	(618)	(595)	(607)	(619)	(632)	(645)	(657)	(671)
Property management	(221)	(886)	(525)	(399)	(382)	(301)	(307)	(313)	(320)
Seguros	(161)	(183)	(176)	(173)	(169)	(166)	(162)	(159)	(156)
Total Costos	(608)	(1,686)	(1,296)	(1,179)	(1,170)	(1,099)	(1,114)	(1,130)	(1,146)
Utilidad Bruta (NOI)	9,318	5,996	15,201	17,745	18,271	18,944	19,395	19,176	19,650
<i>Margen NOI (%)</i>	<i>94%</i>	<i>78%</i>	<i>92%</i>	<i>94%</i>	<i>94%</i>	<i>95%</i>	<i>95%</i>	<i>95%</i>	<i>95%</i>

Total Gastos	(2,884)	(2,135)	(3,837)	(4,263)	(4,361)	(4,480)	(4,566)	(4,541)	(4,632)
EBITDA	6,434	3,845	11,349	13,471	13,905	14,463	14,834	14,648	15,038
Margen EBITDA (%)	65%	50%	69%	71%	72%	72%	72%	72%	72%
Otros ingresos	30	29	13	12	14	15	17	18	20
Otros gastos	(1,211)	(1,948)	(2,150)	(2,150)	(2,150)	(2,150)	(2,150)	(2,150)	(2,150)
Utilidad Neta	5,252	1,924	9,213	11,334	11,770	12,329	12,702	12,516	12,908
Margen Neto (%)	53%	25%	56%	60%	61%	62%	62%	62%	62%

Fuente y Elaboración: Propia

4.3.2. Balance General:

4.3.2.1. Activo corriente:

- **Cuentas por cobrar:** Hallando el número de días en las que se recaudan las cuentas por cobrar trimestralmente, se estimaron los flujos a futuro.

Tabla N°18: Estimación de días de cuentas por cobrar

Periodo	A. Ingresos (Miles S/.)	B. Promedio cuentas por cobrar	C. Rotación de CxC (A / B)	Número de días (90 / C)
I T 2019	1,671	654	3	35
II T 2019	1,665	660	3	36
III T 2019	3,060	552	6	16
IV T 2019	3,529	566	6	14
I T 2020	3,151	569	6	16

Fuente y Elaboración: Propia

Al haber una clara diferencia entre los ingresos generados en el primer y segundo trimestre de 2019, provocando que el número de días de cuentas por cobrar difiera de los demás, solo se consideraron los periodos siguientes a ellos, por ser los más representativos en cuanto a número de inmuebles y generación de rentas actuales.

Por lo tanto, se usó un promedio simple de los tres datos, dando como resultado 16 días. Ese número será constante en el periodo de análisis; las cuentas por cobrar irán variando por el crecimiento de ingresos. Cabe resaltar que las rentas

a cobrar por el cronograma de refinanciación no fueron consideradas en esta cuenta.

- **Crédito fiscal:** Se mantiene constante al último monto indicado en los estados financieros (S/. 418 mil), por no ser una cuenta material que afecte el valor de la empresa.
- **Gastos pagados por anticipado:** Por no ser una actividad recurrente de la empresa, no se proyecta dicha cuenta.

4.3.2.2. Activo no corriente:

El valor de los activos en titulización incluye el costo de los inmuebles, inversiones adicionales en mejoras y gastos de adquisición.

Al segundo trimestre de 2020, la empresa contaba con un monto total de activo no corriente de S/. 174,143 mil, referente a los seis inmuebles que poseía hasta ese momento. Sin embargo, al adquirir en Julio de 2020 su séptimo activo, supermercados Mass, ese monto ascendió a S/. 184,173 mil. Dicho cálculo se elaboró de la siguiente forma.

Tabla N°19: Cálculo activos en titulización IIIT 2020

Activos en titulización II T 2020		S/. 174,143 mil
(+ Costo Supermercados Mass		S/. 9,715 mil
Gastos de adquisición	(+) Fee APSA (1.5% valor inmueble)	S/. 146 mil
	(+) Fee colocación (1.1% valor inmueble)	S/. 107 mil
	(+) Otros gastos	S/. 16 mil
Activos en titulización III T 2020		S/. 184,173 mil

Fuente y Elaboración: Propia

4.3.2.3. Pasivo corriente:

- **Provisiones:** Se mantiene constante al último monto indicado en los estados financieros (S/. 473 mil), por no ser una cuenta material que afecte el valor de la empresa.
- **Otras cuentas por pagar:** Conformado por deudas de asesorías y property management. Para su cálculo se utilizó el promedio de los resultados de la siguiente formula:

Otras cuentas por pagar 2018	=	50	=	14.5%
Costos operacionales + Gastos administrativos		344		
Otras cuentas por pagar 2019	=	234	=	26.9%
Costos operacionales + Gastos administrativos		3,492		

El promedio simple de ambos da como resultado 20.7%, porcentaje que será usado a lo largo del análisis, multiplicado por los costos y gastos totales.

4.3.2.4. Pasivo no corriente:

Conformado únicamente por la deuda adquirida con Scotiabank y BBVA de USD 9 millones aproximadamente, al ser un préstamo “bullet” no cambia a lo largo del periodo porque no es amortizado. Por ende, se mantiene un monto fijo de USD 9,034 mil o S/. 30,716 mil.

4.3.2.5. Patrimonio:

- **Capital o certificados de participación (CPs):** Se determina de la siguiente forma.

Tabla N°20: Cálculo del capital II trimestre 2020

Número CPs en circulación	Número CPs mantenidos por APSA	Número de CPs total	Valor nominal CPs (USD)	Capital (Miles S/.) ¹⁴
4,995 mil	26 mil	5,021 mil	10.0	162,028

Fuente y Elaboración: Propia

Como se detalló en el capítulo III, administradora APSA recibe una comisión por operación exitosa, es decir, por la adquisición de un nuevo activo por Fibra Prime, ya que ellos son los encargados de buscar y negociar los inmuebles. Dicha comisión es pagada con certificados de participación con un valor de 1.5% el valor del inmueble.

Al no asumir mayores colocaciones de certificados de participación en el mercado de valores, ese monto se mantiene constante.

- **Resultados acumulados:** Se calcula restando los dividendos de la utilidad neta, y agregando ese valor a los resultados acumulados del periodo anterior.

¹⁴ Se utilizó el TC al cierre del periodo

Tabla N°21: Resumen Balance General (Miles de Soles)

Miles PEN	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Activo Corriente	7,582	7,197	6,247	7,234	7,930	8,682	9,411	9,991	10,735
Efectivo y equivalentes a efectivo	6,549	6,293	5,278	6,211	6,893	7,628	8,343	8,930	9,660
Cuentas por cobrar	313	406	471	525	539	556	569	564	577
Crédito Fiscal	552	498	498	498	498	498	498	498	498
Gastos pagados por anticipado	101	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo No Corriente	153,230	184,173	187,499	187,499	187,499	187,499	187,499	187,499	187,499
Inversiones inmobiliarias	153,230	184,173	187,499	187,499	187,499	187,499	187,499	187,499	187,499
ACTIVO TOTAL	160,811	191,370	193,746	194,733	195,430	196,181	196,910	197,491	198,235
Pasivo Corriente	769	691	746	758	763	765	770	770	775
Cuentas por pagar	4	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones	530	473	473	473	473	473	473	473	473
Otras cuentas por pagar	234	222	273	284	289	291	296	295	300
Pasivo No corriente	-	30,716	30,716	30,716	30,716	30,716	30,716	30,716	30,716
Deuda largo plazo	-	30,716	30,716	30,716	30,716	30,716	30,716	30,716	30,716
PASIVO TOTAL	769	31,410	31,461	31,473	31,477	31,480	31,485	31,484	31,489
Patrimonio	160,042	159,961	162,286	163,261	163,953	164,702	165,426	166,008	166,746
Certificados de participación	158,715	162,028	162,028	162,028	162,028	162,028	162,028	162,028	162,028
Certificados de participación ad.	617	617	617	617	617	617	617	617	617
Resultados acumulados	710	(2,685)	(360)	615	1,307	2,057	2,780	3,362	4,100
PASIVO Y PATRIMONIO TOTAL	160,811	191,371	193,747	194,734	195,430	196,182	196,910	197,491	198,235

Fuente y Elaboración: Propia

4.3.3. Estado de Flujo de Efectivo:

4.3.3.1. Flujo de efectivo de actividades de operaciones:

Al usar un método indirecto, partimos de la utilidad neta a la cual se le agregan los cambios en el capital de trabajo y otras variaciones de cuentas del balance general.

Tabla N°22: Cálculo del capital de trabajo (Miles de Soles)

Miles PEN	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
(+) Cuentas por cobrar	313	406	471	525	539	556	569	564	577
(+) Otras cuentas por cobrar	68	-	-	-	-	-	-	-	-
(+) Gastos pagados por anticipado	101	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Cuenta por pagar comerciales	1	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Otras cuentas por pagar	234	222	273	284	289	291	296	295	300
Total capital de trabajo	246	184	198	241	251	265	273	268	277
Cambio en capital de trabajo	4,817	(62)	14	42	10	14	8	(5)	8
Capital de Trabajo (% Ventas)	2.5%	2.4%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%

Fuente y Elaboración: Propia

El cálculo del capital de trabajo se halló en base a la metodología sugerida en el marco teórico, método contable, determinada en base a la proyección de cuentas del balance general. Se consideran las cuentas del activo corriente a las cuales se les sustrae las cuentas del pasivo corriente; de esa forma se obtiene el capital de trabajo.

Para comprobar que el cálculo del capital trabajo es correcto, se divide el total por los ingresos; dicho ratio debe ser similar entre periodos.

4.3.3.2. Flujo de efectivo de actividades de inversión:

En 2020, este flujo considera las salidas de caja por adquisición y mejora del edificio Los Conquistadores y supermercados Mass. En 2021, se asume una salida de caja por ampliación del área bruta arrendable en el edificio Los

Conquistadores, notificado por la empresa en hechos de importancia. En los años siguientes no se estiman mayores salidas.

4.3.3.3. Flujo de efectivo de actividades de financiamiento:

En 2020, se considera un ingreso de efectivo por la adquisición de los préstamos bancarios (S/ 31,735 mil); salida de caja por amortización de deuda a corto plazo que la empresa tomo el primer trimestre de 2020 (S/. 1,108 mil) y por dividendos pagados (S/. 5,301 mil). En los siguientes años solo se considera salida de flujos de efectivo de financiamiento por concepto de dividendos.

Una vez proyectados los tres flujos, se suman dando como resultado el incremento o disminución de efectivo en ese periodo, valor que debe agregarse a la caja del periodo anterior, para así determinar el efectivo y equivalentes a efectivo del periodo actual.

Tabla N°23: Resumen flujo de efectivo (Miles de Soles)

Miles PEN	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Actividades de Operación									
Utilidad neta	5,252	1,924	9,213	11,334	11,770	12,329	12,702	12,516	12,908
(+/-) Cambios capital de trabajo	-4,817	62	(14)	(42)	(10)	(14)	(8)	5	(8)
(+/-) Otros Cambios	280	(7)	-	-	-	-	-	-	-
Total flujo de Operación	6,200	1,978	9,199	11,292	11,760	12,315	12,694	12,521	12,900
Actividades de Inversión									
Adquisición de inmuebles	(79,196)	(28,129)	-	-	-	-	-	-	-
Gastos en mejoras	(3,383)	(516)	(3,326)	-	-	-	-	-	-
Total flujo de Inversión	(82,579)	(28,646)	(3,326)	-	-	-	-	-	-
Actividades Financiamiento									
Emisión de certificados	87,636	1,006	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos	-	31,735	-	-	-	-	-	-	-
Amortización de deuda	-	(1,108)	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos pagados	(4,513)	(5,319)	(6,888)	(10,359)	(11,078)	(11,580)	(11,978)	(11,935)	(12,170)

Total flujo de Financiamiento	83,123	26,313	(6,888)	(10,359)	(11,078)	(11,580)	(11,978)	(11,935)	(12,170)
Aumento de efectivo	6745	(355)	(1,015)	933	682	735	716	587	730
Otros cambios	-6.818	99	-	-	-	-	-	-	-
Efectivo al Finalizar el ejercicio	6,549	6,293	5,278	6,211	6,893	7,628	8,343	8,930	9,660

Fuente y Elaboración: Propia

4.4. VALORIZACIÓN FIBRA PRIME

4.4.1. Descuento de flujos de caja (DCF)

En base a los estados proyectados, se utiliza el EBITDA hallado hasta 2027, sustrayéndole el CAPEX¹⁵ y cambios en el capital de trabajo, obteniendo así el Flujo de Caja Libre Desapalancado.

Tabla N°24: Cálculo Flujo de Caja Libre Desapalancado

Miles de S/.	2020 IIIT	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Terminal
EBITDA	1,712	11,349	13,471	13,905	14,463	14,834	14,648	15,038	15,038
CAPEX	-315	-3,326	-	-	-	-	-	-	-
Capital de trabajo	642	-14	-42	-10	-14	-8	5	-8	-
Unlevered Free Cash Flow	2,039	8,009	13,429	13,895	14,449	14,826	14,652	15,029	15,480

Fuente y Elaboración: Propia

El gasto en CAPEX en 2020 equivale a los gastos de adquisición de los 7 locales arrendados por supermercados Mass. En 2021 hace referencia a la ampliación del área bruta arrendable del edificio de la Av. Los Conquistadores ubicado en San Isidro, Lima. Cabe resaltar que la adquisición de inmuebles no se considera CAPEX, en cambio se capitaliza en el Balance General.

¹⁵ CAPEX o gastos en capital hace referencia a los fondos utilizados para adquirir, mantener o ampliar activos físicos.

Una vez determinados los flujos, se aplicó un factor de descuento utilizando el WACC. Para su cálculo, primeramente, se determinó el beta.

Tabla N°25: Cálculo del beta

	Beta Bloomberg	Estructura capital	Beta desanpalancada	% ingresos a 2027	Beta Contrib.
Fib. Industriales	0.79	37%D / 63% P	0.50	10%	0.05
Fib. Oficinas	1.03	35%D / 65% P	0.67	20%	0.13
Fib. Retail	1.02	27%D / 73% P	0.74	49%	0.36
Fib. Hotel	0.76	30%D / 70% P	0.53	21%	0.11
Total					0.66

Fuente y Elaboración: Propia

El beta para la empresa se halló en base a betas obtenidos de la plataforma Bloomberg; se desanpalancaron por su estructura de capital y fueron ponderados por el porcentaje de ingresos que aportan a finales de 2027, llegando así a un valor de 0.66.

Después, se determinó la tasa libre de riesgo (risk free rate) en dólares, en base a la metodología sugerida por el profesor Damodaran para países emergentes.

Tabla N°26: Cálculo de la tasa libre de riesgo

US USD 10Y	0.62%
PER PE 10Y	3.75%
USD PE 10Y	1.96%
Risk Free Rate	2.41%

Fuente y Elaboración: Propia

Primeramente, se debe agregar al retorno de los bonos soberanos a diez años en Estados Unidos, el spread entre el bono en soles y dólares del país emergente, ello generará una prima adicional por los riesgos que rodean a dichos países.

Se requiere una tasa libre por el riesgo denominada en dólares debido a que, a pesar de que la empresa registre sus estados financieros en soles, las rentas cobradas y los certificados tranzados se dan en dólares.

El costo de la deuda fue hallado en base a un “guidance” dado por la empresa, donde indicaban que la tasa de interés del préstamo a cinco años en dólares es de 4.7%.

Tabla N° 27: Cálculo del costo de deuda

Costo de deuda Fibra Prime (5 años)	4.7%
PER USD5Y	1.4%
PER USD10Y	2.0%
Costo de deuda	5.3%

Fuente y Elaboración: Propia

Al estar trabajando con tasas a diez años, se debe estandarizar dicho costo de capital agregándole el spread entre el bono de 5 y 10 años en dólares del Perú. De esa forma se le agrega un porcentaje adicional por el riesgo de un periodo más largo.

Con los valores detallados anteriormente, más la prima por el riesgo proporcionada por Damodaran con un valor de 6.99% para Perú. Se puede determinar el WAAC.

Tabla N°28: Resumen cálculo del WACC

Deuda (estructura óptima de capital)	32%
Equity (estructura óptima de capital)	68%
Beta desapalancado	0.66
Beta reapalancado	0.96
Prima de riesgo	7.0%
Beta - prima de riesgo	6.7%
Risk free rate	2.4%
Costo del equity después de impuestos	9.1%
Costo de la deuda antes de impuestos	5.3%
Tasa de Impuestos	0.0%
Costo de la deuda después de impuestos	5.3%
WACC estimado	7.9%

Fuente y Elaboración: Propia

Donde:

Beta reapalancado = Beta desapalancado * (1 + (1 - Tasa impuestos) * (Estructura de deuda / Estructura equity))

$$\text{Beta reapalancado} = 0.66 * (1 + (1 - 0) * (32\% / 68\%)) = 0.96$$

Beta – prima de riesgo = Beta reapalancado * Prima de riesgo = 0.96 * 7% = 6.7%

Costo de equity después de impuestos = Beta prima de riesgo + Risk free rate

$$\text{Costo de equity después de impuestos} = 6.7\% + 2.4\% = 9.1\%$$

$$\text{WACC estimado} = (\text{Costo de equity} * \text{Estructura de equity}) + (\text{Costo de deuda} * \text{Estructura de deuda})$$

$$\text{WACC estimado} = (9.1\% * 68\%) + (5.3\% * 32\%) = 7.9\%$$

Utilizando un WACC de 7.9%, y aplicándole el periodo correspondiente a cada flujo, se pueden descontar los valores y hallar su valor presente.

Tabla N°29: Valor Presente Free Cash Flow (Miles de soles)

Miles de S/.	2020 IIIT	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Terminal
Unlevered Free Cash Flow	2,039	8,009	13,429	13,895	14,449	14,826	14,652	15,029	15,480
Years to cash flow	0.25	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	
Factor de descuento	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	
Valor Presente del FCF	2,000	7,421	11,529	11,053	10,648	10,124	9,270	8,810	9,075

Fuente y Elaboración: Propia

Para hallar el valor terminal de la empresa, se utiliza una tasa perpetua de crecimiento de 3%, justificada por ser el incremento contractual de las rentas y se aplica a la siguiente fórmula:

$$\text{Valor terminal} = \frac{\text{VP flujo descontado último periodo} * (1 + \text{tasa perpetua})}{\text{WACC} - \text{tasa perpetua}}$$

$$\text{Valor terminal} = \frac{9,075 * (1 + 3\%) }{7.9\% - 3\%} = \text{PEN } 184,130 \text{ mil}$$

Ese monto debe ser actualizado por el WACC bajo un periodo de siete años (periodo de análisis) y agregarle la suma de los flujos de valor presente del FCF desde 2020 a

2027. Así obtenemos el valor de Fibra Prime mediante el método de flujos de caja descontados, dando como resultado PEN 178,793 mil.

4.4.2. Método de dividendos y múltiplos

En la presente valuación, se utilizará el método de dividendos y múltiplos conjuntamente. Los dividendos estimados se hallaron bajo el supuesto de que la empresa reparte cada año el 95% de sus utilidades netas.

Tabla N°30: Dividendos repartidos (Miles de soles)

Miles de S/.	2020 IIIT	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Terminal
Dividendos	2,347	6,888	10,359	11,078	11,580	11,978	11,935	12,170	12,170

Fuente y Elaboración: Propia

Al último flujo generado por los dividendos repartidos se le aplicara un múltiplo de salida para hallar el valor terminal de la empresa.

Dicho múltiplo será el dividend yield, el cual fue determinado en base al spread de los REITs y bono soberano a diez años de Estados Unidos y el de las FIBRAS mexicanas con respecto al bono soberano de México bajo el mismo periodo.

Una vez determinados ambos spreads, se calcula un promedio simple entre ambos y se le agrega el bono a diez años peruano en dólares, obteniendo el dividend yield en el Perú. Sin embargo, se le sumo cien puntos básicos más por el riesgo e incertidumbre en la que nos encontramos actualmente, representando un porcentaje adicional requerido por los inversionistas.

Tabla N°31: Cálculo del múltiplo Dividend Yield

	10Y Bonds	Dividend Yield	Spread
USA (REITs)	0.6%	4.3%	3.7%
Mexico (Fibras)	5.6%	8.7%	3.1%
Promedio			3.4%
Dividend yield Perú			6.4%

Fuente y Elaboración: Propia

Con esos montos ya definidos, se puede obtener el valor terminal de la empresa mediante la siguiente formula:

$$\text{Dividend yield}_ = \text{Dividendos repartidos} / \text{Capitalización de mercado o valor terminal}$$

$$\text{Capitalización de mercado o valor terminal de la empresa} = \text{S/. } 190,954 \text{ mil}$$

Dicho monto debe ser actualizado a través del WACC y adicionarle la suma del valor presente de los flujos de caja libres. De esa forma obtenemos el valor de la empresa bajo este método, S/. 182,793 mil.

4.4.3. Determinación del precio de los certificados de participación

Una vez hallado el valor de la empresa bajo ambos métodos, se le sumó la caja y restó la deuda, por el supuesto de si se comprara dicha empresa, obtendríamos el dinero en efectivo que la empresa mantiene actualmente y le sustraeríamos la deuda que debemos pagar en el futuro. De esa forma se obtiene solo el valor del patrimonio.

Al ser dividido por el número de acciones y, solo en este caso, convertido a dólares, se halla el precio técnico de los certificados de participación.

Tabla N°32: Resumen Métodos de Valorización

	Dividend Yield	Tasa Perpetua
Múltiplo de Salida / Tasa Perpetuidad	6.4%	3.0%
Valor Terminal Dividend / FCF	12,170	9,075
Valor Terminal	190,954	184,130
Periodo de Valor Terminal (años)	7	7
Factor de Descuento	0.6	0.6
VP del Valor terminal	111,938	107,938
VP del FCF	70,855	70,855
Valor Empresa	182,793	178,793
+ Caja	6,636	6,636
- Deuda	(21,774)	(21,774)
Valor Patrimonio	167,655	163,655
Valor del certificado de participación 2020	USD 9.8	USD 9.6
Upside %	4.6%	2.1%

Fuente y Elaboración: Propia

Bajo ambos métodos el precio de las acciones se encuentra infravalorados, es decir, valen menos que su valor de mercado, el cual es USD 9.4.

4.4.4. Escenarios

El análisis descrito anteriormente, se realizó bajo un escenario conservador tomándose en cuenta el impacto y repercusiones del COVID-19 en los ingresos, ocupación, incremento de gastos, entre otros.

Además, se consideró el plan de condonación y reestructuración de rentas presentado por la propia empresa, el cual incluye gran porcentaje de pérdidas irre recuperables y plazos de hasta cinco años en refinanciación de rentas.

Planteando un escenario optimista, se consideraron los valores de ingresos que la empresa realmente hubiera obtenido de no haber existido el COVID-19 (escenario inexistente), evitando la reducción de ocupación, condonaciones o reestructuraciones y por consiguiente, elevando considerablemente su valor. Se considera relevante plantear este escenario para destacar el potencial que pudo haber tenido el FIBRA pre-COVID, reflejado en el valor técnico de sus certificados de participación.

En un escenario pesimista, se consideraron todos los factores del escenario conservador, exceptuando el recupero de las rentas mediante el plan de reestructuración, es decir, todo el dinero perdido en 2020 no será reembolsado a la empresa.

En el siguiente cuadro se detallan los resultados.

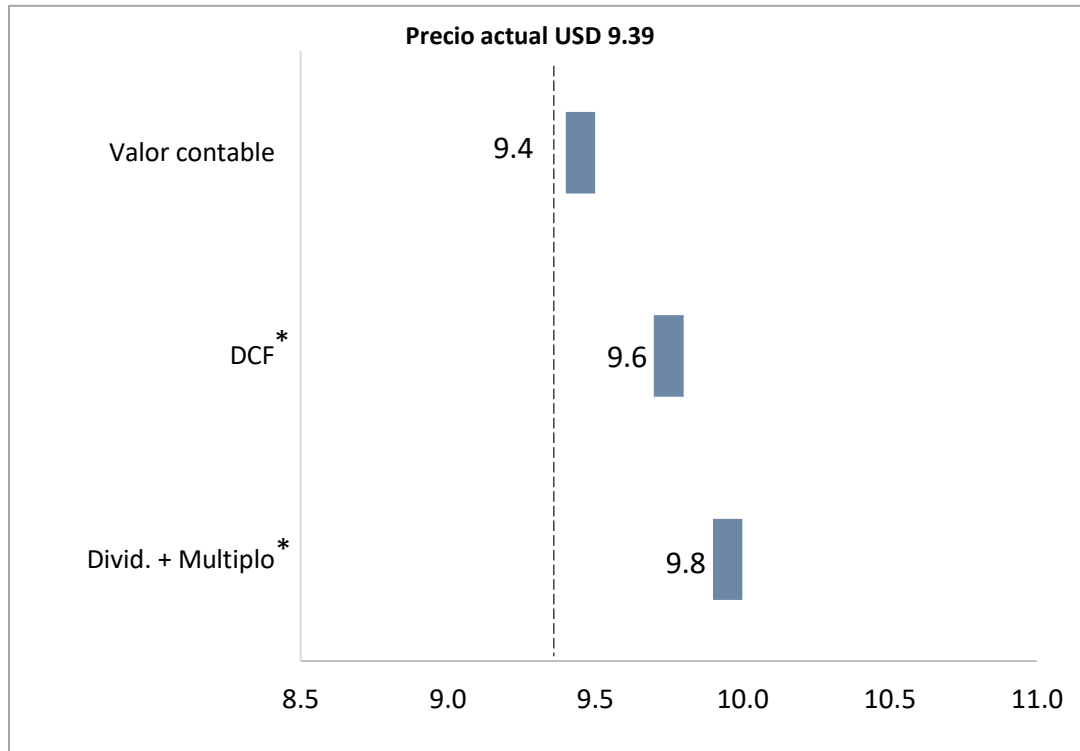
Tabla N° 33: Valor de los certificados de participación bajo distintos escenarios

	Escenario Optimista (Inexistente)	Escenario Conservador	Escenario Pesimista
Método descuento de flujos de caja (DCF)	USD 10.2	USD 9.6	USD 9.0
Método dividendos + Múltiplos	USD 10.4	USD 9.8	USD 9.2

Fuente y Elaboración: Propia

Bajo los escenarios optimista y conservador, la acción de la empresa se encuentra infravalorada. Ello significa que el valor intrínseco de la empresa es mayor al valor que le da el mercado. Bajo un escenario pesimista, la acción de la empresa no es una buena opción de inversión ya que estimamos que vale menos que el precio al que se tranza en bolsa, habiendo posibilidad de “downside” o caída de precio.

Gráfico N°32: Resumen de los precios de certificados por participación



*Escenario conservador

Fuente y Elaboración: Propia

Como se observa en el gráfico anterior, los certificados de participación actualmente se encuentran tranzando en el mercado a su valor contable, es decir, valor del patrimonio entre el número de certificados de participación. Esto es considerado una estrategia conservadora por parte de los inversionistas, la cual alega que el valor de la empresa es igual a su valor libros. Sin embargo, tomar esta consideración castiga significativamente el potencial de crecimiento de una empresa.

4.4.5. Ratios financieros proyectados

Tabla N°34: Ratios financieros proyectados

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Profitability									
NOI Margin	94%	78%	92%	94%	94%	95%	95%	95%	95%
EBITDA Margin	65%	50%	69%	71%	72%	72%	72%	72%	72%
Net Margin	53%	25%	56%	60%	61%	62%	62%	62%	62%
Leverage									
Net Debt/EBITDA	-	6.4	2.2	1.8	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4
Market									
EPS	1.1	0.4	1.8	2.3	2.3	2.5	2.5	2.5	2.6
DPS	0.9	1.1	1.4	2.1	2.2	2.3	2.4	2.4	2.4
EV/EBITDA	26.1	34.7	11.7	9.9	9.6	9.3	9.1	9.3	9.1
CAP RATE	6.4%	3.5%	8.7%	9.9%	10.0%	10.2%	10.2%	9.9%	10.0%
P/E	15.7	29.7	22.9	15.2	14.3	13.6	13.2	13.2	13.0
Dividend Yield	6.5%	3.4%	4.4%	6.6%	7.0%	7.3%	7.6%	7.6%	7.7%

Fuente y elaboración: Propia

Según los datos proyectados de rentabilidad, se espera que Fibra Prime retome o supere sus niveles de márgenes pre-COVID 19 en el año 2022. Asimismo, los márgenes tendrán un crecimiento progresivo a medida que la empresa genere más ingresos y se diluyan los costos.

El ratio deuda neta/EBITDA irá disminuyendo a través del periodo analizado a medida que vaya incrementando el EBITDA y la caja; la deuda se mantiene constante al ser “bullet”.

Con respecto a los ratios de mercado, entre los más relevantes se encuentra el ratio CapRate conjunto de todos los inmuebles, el cual incrementara significativamente hasta 2025 por el mayor cobro de rentas causado por el cronograma de refinanciación. A 2027 se espera que ese ratio llegue a 10.0%, porcentaje competitivo sin ser necesariamente riesgoso ya que la empresa mantiene alta

diversificación de inmuebles. (Fibra Uno, ratio CapRate 9.1%; Fibra Monterrey ratio Cap Rate 10.1%).

Asimismo, se proyecta que Fibra Prime logre un nivel de dividend yield de 6.6% en 2022, año en el que la empresa se habrá recuperado de la pandemia actual. Además, al final del periodo de análisis se espera que obtenga un dividend yield de 7.7%.

Tabla N°35: Acciones con mayores retornos por dividendos 2019

Empresa	Capitalización (Millones de soles)	Dvd yield 12M (%)	Frecuencia de reparto
Ferreycorp S.A.A.	2,137	9.0%	Anual
Luz del Sur S.A.A.	12,539	8.4%	Trimestral
Compañía Minera Poderosa S.A.	3,630	7.2%	Anual
UCP Backus y Johnston S.A.A.	35,057	7.2%	Trimestral
Fibra Prime	167	6.5%	Trimestral
Engie Energía Perú S.A.	4,721	6.2%	Semestral
Cementos Pacasmayo S.A.A.	2,607	5.6%	Anual

Fuente: BVL Update

Elaboración: Propia

Fibra Prime, solo en su primer año de operación (2019), logró obtener un dividend yield de 6.5%, porcentaje a la par con empresas sólidas de gran capitalización, liquidez y años de operatividad. Estimando que dicho ratio incrementa a través de los años, llegando hasta 7.7% en 2027, compite directamente con grandes empresas repartidoras de dividendos como Backus y Minera Poderosa.

El riesgo de que la empresa no reparta dividendos es muy bajo ya que por regulación está obligada. Por ende, se puede esperar que en un futuro ocupe los primeros lugares en el ranking de “compañías dividenderas” peruanas.

CONCLUSIONES

- En la presente investigación se comprobó que la creación de FIBRAs en México benefició al mercado de valores, generando un monto de captación de capital 50% mayor en ofertas públicas iniciales desde 2011 hasta 2019 (exceptuando los años 2015 a 2017). Ello llevó a que se diera mayor liquidez para la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) por medio de mayor captación de dinero y número de transacciones diarias. Asimismo, se demostró que el “performance” de dicho instrumento desde su creación, fue mayor a otros activos de renta variable en Estados Unidos y México (Gráfico N°4 y N°5).

Por estas razones, se considera que en el Perú los FIBRAs puedan aminorar la problemática de iliquidez de la Bolsa de Valores de Lima (BVL), por medio de la generación de ofertas públicas iniciales, las cuales no se daban en el país desde 2012 y son bastante recurrentes y necesarias en la dinámica de operación de los FIBRAs. Además, atraerán un mayor número de inversionistas lo cual conllevaría a mayor circulación de dinero en el mercado de valores, dinamizando las transacciones diarias y dando lugar a la liberación del “float” de instrumentos de renta variable mantenidos en portafolios de inversionistas institucionales.

- El método de descuento de flujo de caja (DCF), descuento de dividendos (DDM) y método de múltiplos, metodologías utilizadas en la presente investigación, son aptas para poder valorizar Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces (FIBRAs), dado que los resultados obtenidos de los certificados de participación obtienen resultados similares, siendo USD 9.6 bajo el método DCF y USD 9.8 bajo el descuento de dividendos y múltiplos. Ello es evidencia de la consistencia de la valorización desarrollada en la presente tesis. Asimismo, dicha metodología es coincidente con los trabajos de investigación revisados en los antecedentes investigativos
- Al considerarse el impacto de la crisis sanitaria en la operatividad de Fibra Prime, se demostró que sus ingresos fueron altamente castigados, generando una caída de 48% relativo a un escenario sin COVID-19. Sin embargo, se espera una recuperación por

parte de la empresa a niveles pre-COVID en 2022, obteniendo un margen NOI y EBITDA de 92% y 69%, respectivamente, porcentajes similares a 2019, los cuales fueron 94% y 65%.

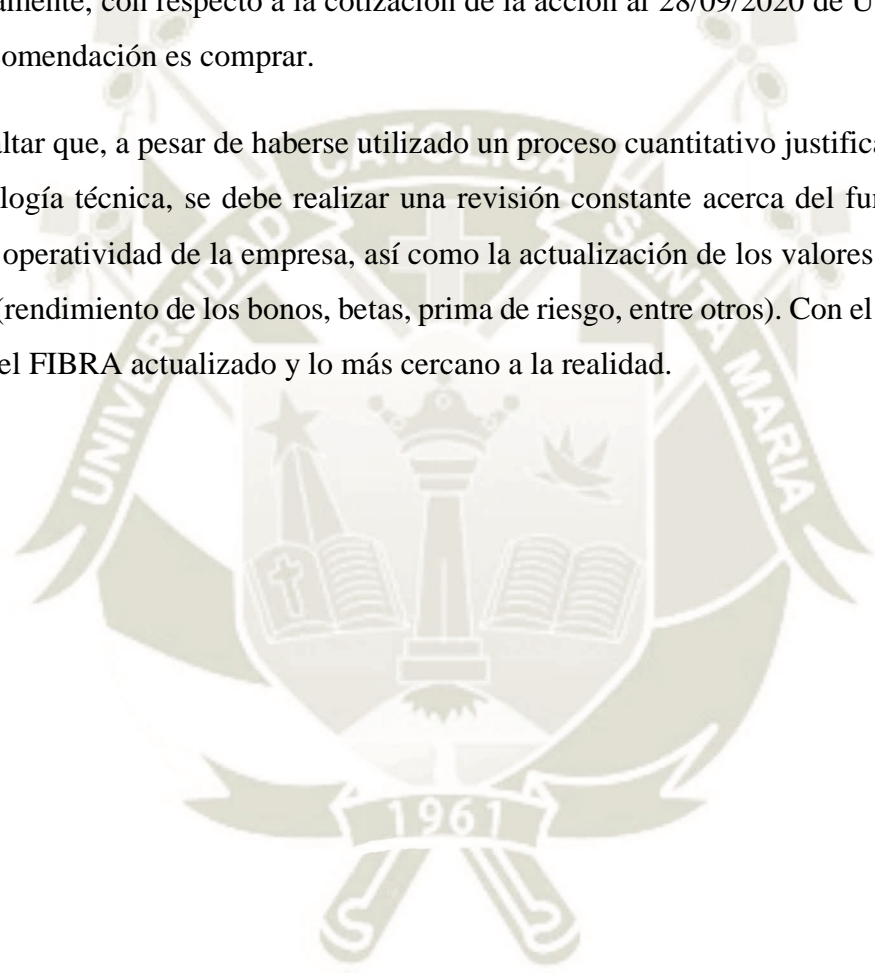
Además, los certificados de participación de Fibra Prime demostraron ser menos volátiles en época de crisis a comparación de otros instrumentos de renta variable, reduciendo su “performance” en un porcentaje máximo de -9.8% desde el inicio de la pandemia hasta finales de agosto; el índice S&P Perú Select y S&P Perú General experimentaron mayores caídas de -33.5% y -34.1%, respectivamente, en el mismo periodo. Por ello, las acciones del FIBRA pueden ser consideradas instrumentos defensivos en tiempos de desaceleración económica.

- Tomando en cuenta el análisis conservador, se puede determinar que el precio de los certificados de participación de Fibra Prime se encuentra infravalorado, dado que el valor técnico que se determinó en la presente valuación (USD 9.6 y USD 9.8), es mayor al valor al que se encuentra en el mercado al 28 de septiembre de 2020 (USD 9.4), representando que sus acciones tranzan a descuento. Ello, sumado a que un FIBRA debe repartir obligatoriamente dividendos anuales por regulación, proyectando que la empresa puede lograr un dividendo de 6.6% en el año 2022 (recuperación de la crisis) y hasta 7.7% a finales de 2027, estando a la par con compañías consolidadas de gran capitalización, vuelven a Fibra Prime una alternativa atractiva de inversión, la cual podría generar rentabilidad para sus accionistas mediante la apreciación de sus certificados de participación, dividendos y beneficios tributarios.

RECOMENDACIONES

Según las proyecciones realizadas, la estimación de la tasa de descuento de 7.9% y las consideraciones sobre el flujo perpetuo de Fibra Prime, se obtuvo un valor de los certificados de participación de USD 9.8 bajo el método de dividendos y múltiplo de salida; y USD 9.6 bajo el método de descuento de flujo de caja. Esto representa un “upside” de 4.6% y 2.1%, respectivamente, con respecto a la cotización de la acción al 28/09/2020 de USD 9.4, por lo que la recomendación es comprar.

Cabe resaltar que, a pesar de haberse utilizado un proceso cuantitativo justificado con teoría y metodología técnica, se debe realizar una revisión constante acerca del funcionamiento, gestión y operatividad de la empresa, así como la actualización de los valores obtenidos del mercado (rendimiento de los bonos, betas, prima de riesgo, entre otros). Con el fin de obtener el valor del FIBRA actualizado y lo más cercano a la realidad.



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

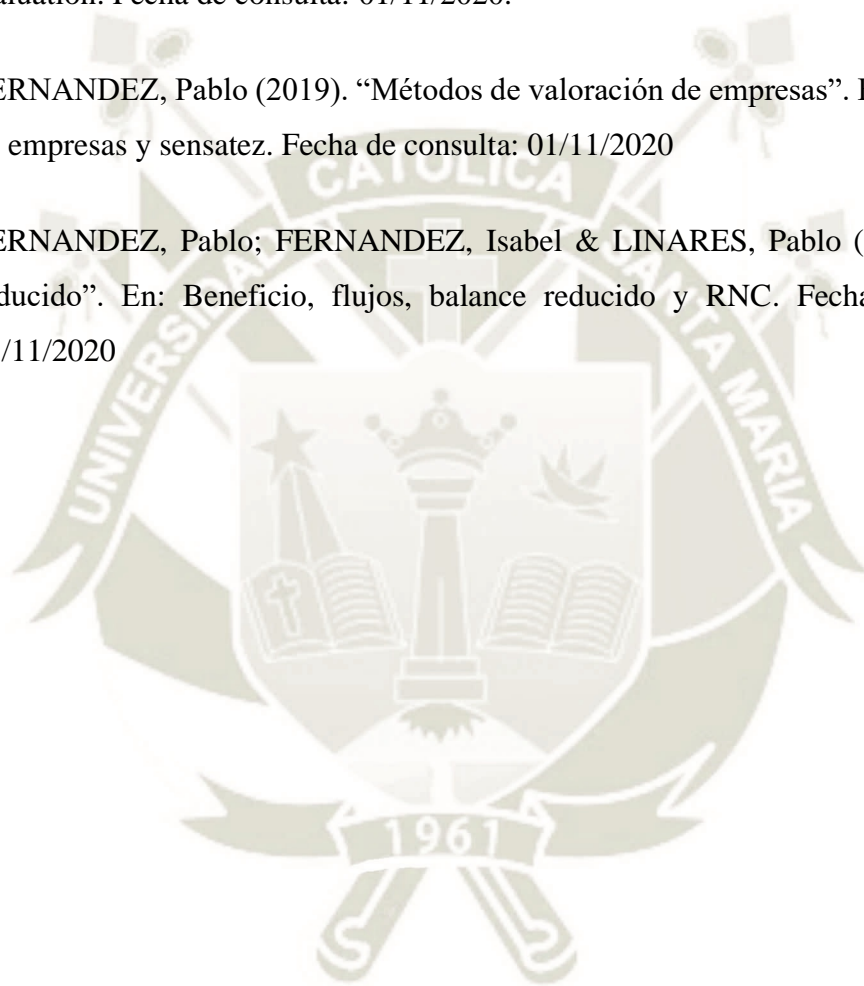
- Bolsa de Valores de Lima (2019). “Promoción de FIBRAS y FIRBIS en el mercado de capitales peruano”. Fecha de consulta: 13/09/2020 <https://www.bvl.com.pe/neg_rv_alfa.html>
- Bolsa de Valores de Lima (2020). “S&P/BVL Perú Select cierra la década con un rendimiento anualizado de 8.4% anual”. En: BVL Update. Fecha de consulta: 10/09/2020. <https://www.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2020_01.pdf>
- Superintendencia de Mercado de Valores (2019). “Resolución SMV N° 009-2019”. En: El Peruano. Fecha de consulta: 13/09/2020. <https://www.smv.com.pe/firbis_fibras_regulacion.html>
- Superintendencia de Mercado de Valores (2020). “Informe trimestral de los actos Fibra Prime Trimestre II 2020”. Fecha de consulta: 13/09/2020. <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/INF%20TRIM%20A%20JUNIO%2020_FIBRA%20Prime.pdf>
- QUIGLEY, John & CANCEL, Daniel (2020). “Buy-and-Hold Giants Are Killing Peru’s Stock Market Liquidity”. En: Bloomberg. Fecha de consulta: 13/09/2020.
- Fibra Prime (2020). “Presentación para inversionistas 2020”. Fecha de consulta: 13/09/2020. <<https://fibraprime.pe/wp-content/uploads/2020/08/fibra-prime-presentacioin-para-inversionistas.pdf>>
- Investopedia (2018). “Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization Definition”. Fecha de consulta: 13/09/2020. <<https://www.investopedia.com/terms/e/ebitda.asp>>
- SANCHEZ, Oscar (2014). “La tasa de crecimiento “g” y su razonabilidad”. En: El blog sobre valoración de empresas. Fecha de consulta: 13/09/2020.

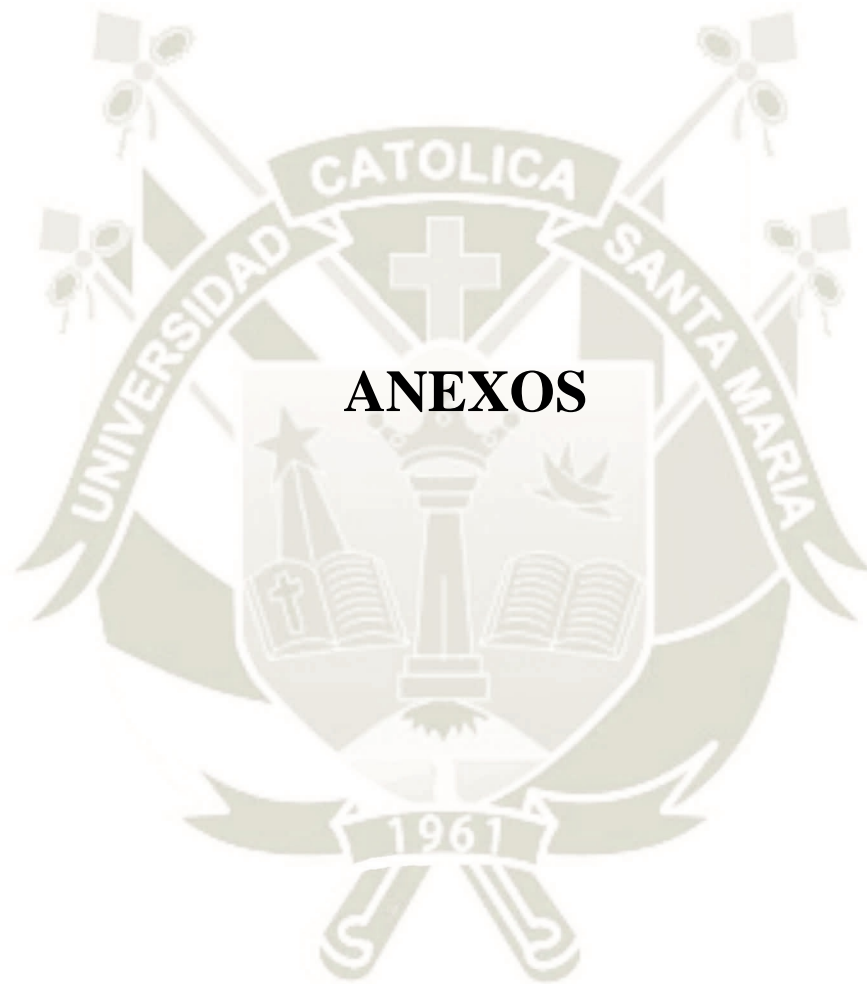
- <<http://valoracionygestion.blogspot.com/2014/02/la-tasa-de-crecimiento-g-y-su.html>>
- RUBIO, Mauricio (2018). “Inversiones a fondo: FIBRAS, ¿Qué son y quienes pueden invertir?”. En: BBVA Continental. Fecha de consulta: 13/09/2020. <<https://www.bbva.com/es/inversiones-a-fondo-fibras-que-son-y-quienes-pueden-invertir/>>
 - LIRA, Paúl (2016). “El Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC)”. En: Gestión. Fecha de consulta: 13/09/2020. <<https://gestion.pe/blog/deregresoalobasico/2016/02/el-costo-promedio-ponderado-de-capital>>
 - Colliers International (2018). “LATAM CAP RATES report”. En : Colliers International. Fecha de consulta : 28/09/2020.
 - CFA Institute (2020). “Understanding Balance Sheet”. En: Financial Reporting and Analysis Book. Fecha de consulta: 30/09/2020.
 - CFA Institute (2020). “Understanding Cash Flow Statement”. En: Financial Reporting and Analysis Book. Fecha de consulta: 30/09/2020.
 - Ministerio de Economía y Finanzas (s.f.). “Estado de Resultados”. Fecha de consulta: 30/09/2020. < <https://www.mef.gob.pe/es/documentacion-sp-9701/388-contabilidad-publica/documentacion/172-estado-de-resultados?itemid=100337>>
 - KENTON, Will (2020). “Beta”. En: Investopedia. Fecha de consulta: 28/09/2020. < <https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>>
 - SÁNCHEZ, Javier & WESTREICHER, Guillermo (s.f.). “Capital de trabajo“. En: Economipedia. Fecha de consulta: 28/09/2020. < <https://economipedia.com/definiciones/capital-de-trabajo.html>>

- KINDNESS, David (2020). “Capital Expenditure”. En: Investopedia. Fecha de consulta: 28/09/2020.
< <https://www.investopedia.com/terms/c/capitalexpenditure.asp>>
- VIDAL, Sandro (2020). “Almacenes industriales “. En : Colliers International. Fecha de consulta : 28/09/2020
- VIDAL, Sandro (2020). “Oficinas Reporte 2020“. En: Colliers International. Fecha de consulta: 28/09/2020
- Colliers International (2020). “Retail 2020“. En: Colliers International Perú. Fecha de consulta: 28/09/2020
- Binswager Perú (2020). “Reporte inmobiliario – Lima. Oficinas Clase A”. En: Binswager. Fecha de consulta: 28/09/2020
- DAMODARAN, Aswath (2010). “Riskfree rate in US Dollars”. En: NYU Stern. Fecha de consulta: 28/09/2020.
<<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/discrate1.pdf>>
- Agroproyectos (2010). “Ejemplos de calculo de capital de trabajo”. En: Evaluación de proyectos productivos y corridas financieras. Fecha de consulta: 01/11/2020.
< <https://www.agroproyectos.org/calculo-de-capital-de-trabajo/>>
- KENTON, Will (2020). “Working Capital”. En: Investopedia. Fecha de consulta: 01/11/2020. < <https://www.investopedia.com/terms/w/workingcapital.asp>>
- Plan de negocios Perú (2020). “Como calcular el capital de trabajo”. En: PlandenegociosPerú. Fecha de consulta: 01/11/2020.

<<https://plandenegociosperu.com/2020/02/calcular-capital-de-trabajo-para-nuevo-negocio/>>

- DAMODARAN, Aswath (s.f.). “From earnings to cash flow”. En: Investment Valuation. Fecha de consulta: 01/11/2020.
- FERNANDEZ, Pablo (2019). “Métodos de valoración de empresas”. En: Valoración de empresas y sensatez. Fecha de consulta: 01/11/2020
- FERNANDEZ, Pablo; FERNANDEZ, Isabel & LINARES, Pablo (s.f.). “Balance reducido”. En: Beneficio, flujos, balance reducido y RNC. Fecha de consulta: 01/11/2020





ANEXO 1: PLAN DE TESIS

1. PLANTEAMIENTO TEÓRICO

1.1. PROBLEMA:

Valuación del fideicomiso de inversión Fibra Prime para la determinación del precio de sus certificados de participación en el Perú 2020.

1.2. DESCRIPCIÓN

Actualmente, uno de los principales problemas que afronta el Perú es la iliquidez del mercado de valores, la cual, a pesar del crecimiento sostenido que ha tenido el país en los últimos años (Pre-COVID), no se ha visto reflejado en el número de transacciones diarias de acciones, pues, en el año 2019, cayeron a niveles de 2001 (alrededor de 320 operaciones en promedio) y el monto negociado diario fue el más bajo de la región (US\$ 14MM) en el mismo año. Esa iliquidez se ve reflejada en menor valor de las empresas, alternativas limitadas de fondeo o inversión, atracción de pocos inversionistas, menores puestos de trabajo e impuestos, mayores costos de deuda, menor competencia de empresas, entre otros; causando un menor crecimiento económico.

Este problema ha llevado a que la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), busque alternativas que puedan darle mayor liquidez a la Bolsa de Valores de Lima. Entre ellas, optaron por la inclusión de nuevos instrumentos financieros que beneficien tanto a inversionistas retail como a institucionales. Uno de dichos instrumentos son los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces (FIBRA).

Un FIBRA es un vehículo de inversión inmobiliaria, cuya finalidad es la adquisición o desarrollo de bienes inmuebles para destinarlos al arrendamiento u otra modalidad generadora de rentas. (Amefibra 2018)

En 2014, la SMV emitió la primera resolución donde se indicaban los parámetros característicos y métricas para su constitución, y no fue hasta 2018 que se creó el primer FIBRA en el país, Fibra Prime.

Fibra Prime es el primer FIBRA existente en el Perú, regulado por la SMV y certificados de participación transados en la BVL. Así mismo, mantiene un portafolio diversificado en activos inmobiliarios industriales, comerciales, oficinas y hoteleros. (Fibra Prime 2018)

Hasta la fecha cuentan con dos colocaciones de certificados de participación en los cuales lograron recaudar USD 50.0 millones, siendo los inversionistas retail los que mantienen mayor participación.

Al ser un Fibra un vehículo de inversión nuevo en el país, y relativamente poco conocido en Sudamérica, la decisión de inversión puede ser confusa al no saber si este instrumento es rentable o si el precio al que se transan sus certificados de partición (acciones) es el adecuado. Todo ello sumado a la incertidumbre de métodos de valorización en FIBRAS, se hace atractivo presentar una valorización del fideicomiso de inversión Fibra Prime, donde se incluirán sus antecedentes en otros países, el efecto de la pandemia actual y la respuesta del instrumento, así como la problemática de iliquidez de la Bolsa de Valores de Lima, el rol del FIBRA como alternativa para aminorar dicho problema y mayor información sobre el funcionamiento y regulación de este vehículo de inversión en el Perú.

Por lo tanto, si se valoriza Fibra Prime de manera adecuada podremos medir el precio de su certificado de participación de forma técnica. Entonces, ¿Será Fibra Prime una alternativa rentable de inversión?

1.2.1. Campo, Área y Línea de investigación

- CAMPO: Ciencias Económicas
- ÁREA: Ingeniería Comercial
- LINEA: Finanzas

1.2.2. Tipo de problema

La presente investigación será básica, ya que se generarán conocimientos sobre una de las principales problemáticas del Perú, la iliquidez de la bolsa de valores, así como la descripción de lo que es un Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces, sus antecedentes, regulación y funcionamiento en Perú, metodología para su valuación e impacto y respuesta ante el Covid-19.

1.2.3. Variables

a) Análisis de variables:

- Independiente: Valuación del Fideicomiso de inversión Fibra Prime.
- Dependiente: Precio de los certificados de partición de Fibra Prime

b) Operacionalización de variables:

VARIABLES	INDICADORES
<p><u>Valuación del Fideicomiso de inversión Fibra Prime.</u></p>	<ul style="list-style-type: none"> • <u>EBITDA</u> Utilidad neta + Intereses e impuestos + Amortización y depreciación • <u>Valor presente del Free Cash Flow</u> $VP\ FCF = \sum \frac{\text{Flujo de caja libre en el periodo } t}{(1+WACC)^t}$ - <u>Payout Ratio</u>: Dividendos declarados divididos por la utilidad neta del ejercicio. - <u>Tasa de crecimiento perpetua (g)</u>: Tasa a la que crecerán los flujos de caja futuros a perpetuidad. • <u>Dividend Yield</u>: Dividendo anual dividido por el precio actual de la acción.
<p><u>Precio de los certificados de partición de Fibra Prime</u></p>	<ul style="list-style-type: none"> - Variación de precios Var. De precios = (Precio actual/Precio anterior) - 1 - Dólares Estadounidenses

1.2.4. Interrogantes Básicas

1.2.4.1 Interrogante General

¿Si se valúa la empresa mediante el método adecuado entonces se podrá determinar el precio técnico de los certificados de participación de Fibra Prime en el periodo 2020?

1.2.4.2 Interrogantes Específicas

- ¿Cuál es el método más apropiado para la determinación de valor del fideicomiso de inversión Fibra Prime?
- ¿Será el EBITDA un proxy adecuado para definir el flujo de caja de operaciones?
- ¿Cómo se determinará el factor de descuento que permita hallar el valor presente del flujo de caja libre?
- ¿Qué “payout ratio” deberá usarse cada año para proyectar el reparto de dividendos?
- ¿Cuál será la tasa de crecimiento perpetua que permita hallar el valor terminal de la empresa y en base a que se determinará?
- ¿Qué factores se deben tomar en cuenta en el momento de determinar el “dividend yield” requerido por un inversionista en el Perú?

1.3. JUSTIFICACIÓN

Por muchos años, la iliquidez del mercado de valores nos ha venido afectado de manera negativa. Esto ha llevado, entre otras cosas, a un menor número de inversionistas atraídos por el país, generando un menor valor para las compañías, lo que afecta tanto a las empresas peruanas que listan y las que no, debido a que no se pueden financiar como lo harían en países con mayor liquidez.

En consecuencia, el “performance” del S&P Peru Select Index , el cual tuvo el mayor rendimiento anualizado en los últimos 5 años (+9.3%), a comparación de sus pares regionales (Brasil Index +8.5%, Colombia Select Index +4.6%, S&P IPSA +3.9% y S&P BMV IPC +2.5%), cotiza a descuento.

La relación entre precio y utilidad para los próximos 12 meses del principal índice peruano cotiza a 10.8 veces, un 16% menos que el promedio de la región y por debajo de su promedio de los últimos 5 años de 14.7 veces. Asimismo, el índice Peru Select Index cuenta con la menor capitalización de mercado a comparación de sus pares regionales. (S&P Down Jones Índices, 2020)

Sin embargo, los sucesos ocurridos en el año 2020 han agravado aún más el problema de iliquidez, trayendo severas consecuencias en el país. Primeramente, con una bolsa ya estructuralmente débil, la pandemia influyó a una caída abrupta en los precios de los activos. A pesar de que pueda ser atractivo que empresas sólidas trancen a un menor precio, la incertidumbre juega un rol importante en el desincentivo de inversión. Seguidamente, el FTSE nos llevó a mercado frontera, generando la obligación en algunos inversionistas de vender sus acciones peruanas por el hecho de no poder mantener un portafolio en un mercado frontera. Eso sumado a la ley que aprobó el nuevo congreso del retiro del 25% de los fondos privados de pensiones, desestabilizando el fondo de las AFPs y obligándolas a vender apresuradamente acciones y bonos peruanos; así como a los conflictos políticos actuales, muestran al Perú como un país poco atractivo en el cual invertir.

No obstante, las causas de la iliquidez de la BVL son muchas, entre ellas se encuentran la ausencia de inversionistas retail por falta de educación y cultura de ahorro, conflicto de intereses, regulación restrictiva, escasez de “float” en el mercado de valores por la estrategia de “compra y mantiene” de las AFPs, así como ausencia de inversionistas ancla en IPOs de menos de US\$ 200 millones, entre otros. (Bloomberg 2020)

A pesar de que muchos de estos problemas no se puedan solucionar a corto plazo, ha habido esfuerzos de entidades, como la Superintendencia de Mercado de Valores, Sociedad Agentes de Fondos de inversión y AFPs, por combatir algunos de ellos. Por ejemplo, la SMV flexibilizó su regulación restrictiva, permitiendo el ingreso de nuevos instrumentos financieros; las AFPs en conjunto con SAFIs planean la creación e

inversión de fondos smallcap peruanos para apoyar el crecimiento de pequeñas y medianas empresas, generando mayor competitividad y producción en el país.

En la presente investigación nos enfocaremos en analizar la flexibilización de la SMV con respecto a nuevos instrumentos que le puedan dar más liquidez al mercado, específicamente en los FIBRAs. De esa forma poder determinar si efectivamente este instrumento aminora el problema, siendo una opción rentable de inversión que atraerá un mayor número de inversionistas locales y extranjeros, tanto retail como institucionales; permitiendo un mayor número de transacciones en la bolsa de valores y colocaciones continuas para captar dinero.

Es por ello que se justifica realizar este estudio, pues contribuye a un mayor conocimiento del problema actual del mercado de valores, nuevos instrumentos de inversión en el Perú, metodologías para valorizar un FIBRA e influencia de la pandemia actual en el valor del fideicomiso.

1.4. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

1.4.1. Objetivo General

Determinar el valor del fideicomiso de inversión Fibra Prime mediante las metodologías adecuadas para fijar el precio apropiado de sus certificados de participación en el periodo 2020.

1.4.2. Objetivos Específicos

- Determinar si la inclusión de los FIBRAs en los países ayuda a promover la liquidez en el mercado de valores.
- Analizar los métodos adecuados para realizar una valoración de un Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces (FIBRA).
- Realizar un análisis que pueda reflejar el impacto de la pandemia actual en el valor del FIBRA.
- Hallar el precio del certificado de participación de Fibra Prime y determinar si es una alternativa rentable de inversión.

1.5. MARCO TEÓRICO

1.5.1. Marco Conceptual: Valuación de la empresa

La elaboración del marco conceptual de la valuación de la empresa implicará realizar una revisión de lo que es un FIBRA y los posibles modelos que utilizaremos en su valuación, así como, sus respectivos indicadores que ayudaran a medir las variables, abarcando el sustento e importancia de cada uno.

1.5.1.1. Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces (FIBRA):

“Son instrumentos de inversión, destinados al financiamiento para la adquisición y/o construcción de bienes inmuebles que tienen como fin su arrendamiento o la adquisición del derecho a recibir los ingresos provenientes del arrendamiento de dichos bienes” (BBVA 2018)

“Son empresas inmobiliarias eficientes tributariamente, las cuales ofrecen rentas regulares y apreciación potencial de capital” (Bolsa de Valores de Lima 2019)

1.5.1.1.1. Beneficios de inversión:

“Entre los beneficios con los que cuenta un FIBRA se encuentra la diversificación frente a activos tradicionales, altos dividendos, diversificación de inmuebles, liquidez en bolsa, rendimiento adicional por apreciación de inmueble, protección frente a inflación a través de arriendos, eficiencia tributaria, entre otros” (Bolsa de Valores de Lima 2019)

1.5.1.1.2. Marco Regulatorio en Perú:

- Normativa:

“Se encuentra supervisado por la Superintendencia de mercado de valores (SMV) y exige un requerimiento de mínimo diez inversionistas no vinculados. Además, al menos 70% del

fideicomiso debe estar invertido en bienes inmuebles ubicados en Perú” (Superintendencia de Mercado de Valores 2018)

Los inmuebles solo pueden ser enajenados transcurridos cuatro ejercicios siguientes al que fueron adquiridos y sus préstamos no pueden superar 40% del activo total para adquisición de propiedades y 15% por requerimiento de liquidez a corto plazo. Además, la Sociedad Titulizadora no pueden tener 20% o más de los certificados del FIBRA. (Superintendencia de Mercado de Valores 2019)

- **Beneficio tributario:**

“Para personas naturales, el impuesto a la renta por ganancia en rentas de personas domiciliadas y no domiciliadas es 5% de rentas brutas. El impuesto por ganancia de capital se encuentra exonerado hasta diciembre de 2022 y no paga alcabala” (Superintendencia de Mercado de Valores 2019)

“Para personas jurídicas, el impuesto a la renta por ganancia en rentas de personas domiciliadas es de 29.5% del resultado fiscal y no domiciliada 30% de la renta neta. El impuesto a la renta por ganancia de capital se encuentra exonerado hasta diciembre de 2022 y no paga alcabala” (Superintendencia de Mercado de Valores 2019)

1.5.1.2. Métodos de valoración:

1.5.1.2.1. Descuento de flujos de caja (DCF):

“El descuento de flujo de caja, o método de valoración intrínseca, es el método que se utiliza para medir el valor realizable de una inversión. Es un método de valoración que parte de proyectar todos los flujos futuros de caja generados por

las operaciones de la compañía, y descontándolos por la rentabilidad exigida por los inversores” (ABRAINVEST s.f.)

“El descuento de flujos de caja consiste en valorar una empresa por la capacidad de esta de generar flujos de caja libres (FCF) en el futuro. Para realizar la valoración correctamente, esos flujos de caja futuros deberán ser actualizados al presente” (Rankia 2014)

Para aplicar este método en Fibra Prime utilizaremos cuatro indicadores que nos ayudaran a determinar el precio final de la acción: EBITDA (Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización), Flujo de Caja Libre, WACC y tasa de perpetuidad.

- **EBITDA (Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización):** “Es una medida del rendimiento financiero general de una empresa y se utiliza como alternativa a las ganancias simples o al ingreso neto en algunas circunstancias” (Investopedia 2018)

Según Previts (2012) es una forma de evaluar el desempeño de una empresa sin tener que tomar en cuenta las decisiones de financiamiento, las decisiones contables o los entornos fiscales. Proporciona a los inversores una instantánea de la eficiencia operativa a corto plazo. Esta medida es similar a otros índices de rentabilidad, pero puede ser especialmente útil para comparar compañías con diferentes perfiles de inversión de capital, deuda e impuestos.

El EBITDA es relevante en la investigación ya que es un proxy a la generación de caja de la empresa y el punto de partida para poder estimar el flujo de caja libre. Se halla de las siguientes dos formas:

$$\text{EBITDA} = \text{Utilidad Neta} + \text{Intereses e Impuestos} + \text{Amortizaciones y Depreciaciones}$$

$$\text{EBITDA} = \text{EBIT} + \text{Depreciación y amortización}$$

A ese valor se le debe restar el gasto en capital (CAPEX) y cambios en el capital de trabajo, de esa forma obtenemos el flujo de caja libre.

- **Flujo de Caja Libre (FCF):** “El flujo de efectivo libre (FCF) representa el efectivo que genera una empresa después de contabilizar las salidas de efectivo para respaldar las operaciones y mantener sus activos de capital. A diferencia de las ganancias o los ingresos netos, el flujo de caja libre es una medida de rentabilidad que excluye los gastos no monetarios del estado de resultados e incluye el gasto en equipos y activos, así como los cambios en el capital de trabajo del balance” (Investopedia 2020)

Una vez determinado el Flujo de Caja Libre aplicado al FIBRA, debemos descontarlo a su costo medio ponderado de capital (WACC) para poder hallar el valor presente de esos flujos, utilizando la siguiente fórmula:

$$\text{VP FCF} = \sum \frac{\text{Flujo de caja libre } t}{(1+\text{WACC})^t}$$

Una vez determinado ese resultado, podremos saber el valor de la compañía hoy en base a ingresos y egresos futuros estimados en el periodo analizado.

- **Costo medio ponderado de capital (WACC):** “El costo de capital promedio ponderado (WACC) es un cálculo del costo de capital de una empresa en el que cada categoría de capital se pondera proporcionalmente. Todas las fuentes de capital, incluidas las acciones ordinarias, las acciones preferentes, los bonos y cualquier otra deuda a largo plazo, se incluyen en un

cálculo de WACC. Esta tasa incrementa a medida que aumentan el beta y la tasa de rendimiento sobre el capital porque un aumento en el WACC denota una disminución en la valoración y un aumento en el riesgo” (Investopedia 2019)

“Es el costo de las fuentes de capital que se utilizaron en financiar los activos estructurales (permanentes o de largo plazo) de la firma. Entendiéndose estas fuentes en su forma más amplia posible, esto es como deuda y patrimonio. Por lo anterior, es fácil de comprender que la generación de valor de la firma está estrechamente ligada al WACC, pues, la riqueza del accionista, la misma que está atada al valor de la firma, se incrementa sí y sólo sí la rentabilidad que arroja esta, es superior a lo que costaron los recursos que se utilizaron para financiarla, es decir, si excede el WACC. En pocas palabras, este es la valla de rentabilidad que la firma debe superar para crear valor para los accionistas” (Gestión 2016)

Para poder determinar esta tasa se utilizará la siguiente formula:

$$\text{WACC} = (\text{Costo de la deuda} \times \text{Estructura de deuda optima} (\%)) + (\text{Costo del capital} \times \text{Estructura de capital optima} (\%))$$

Una vez calculado el WACC, se descuentan los flujos de caja libre en el periodo de estudio (2020 a 2027). Sin embargo, también debemos determinar una tasa perpetua de crecimiento que nos permita hallar el valor terminal final de la empresa y en base a ello, hallar el precio técnico de sus acciones (o certificados de participación).

- **Tasa de crecimiento a perpetuidad (g):** La tasa de crecimiento a perpetuidad, juega un papel importante dentro del proceso de valoración de toda compañía. Interviene

directamente, en el cálculo del Valor Residual, y constituye una variable de vital importancia. A lo largo del tiempo he visto diferentes argumentaciones para llegar al valor de “g”, que van desde considerarla equivalente al importe de la inflación estimada, pasando por estimar el crecimiento histórico del PIB mundial en largos períodos de tiempo, hasta calcular “g” como el crecimiento del consumo a largo plazo para los productos del sector en que opera la empresa que queremos valorar. Al final, se trata de ser razonable y utilizar el sentido común. En la práctica, con esta fórmula se suelen utilizar tasas de crecimiento “g” que oscilan entre el 1%-3%. A simple vista pueden parecer crecimientos extremadamente pequeños, pero hay que tener en cuenta que estamos hablando de “perpetuidad” y conviene ser muy cautos. (Sánchez 2014)

1.5.1.2.2. Método de descuento de dividendos:

“Es una herramienta básica muy utilizada en la valoración de empresas. Se basa en la idea de que el valor de una inversión es el valor presente de sus flujos futuros, siendo los flujos futuros, los dividendos” (BBVB s.f.)

“Los modelos de dividendos descontados son métodos para valorar el precio de la acción de una compañía en función de los dividendos que va a repartir dicha compañía en el futuro. Estos modelos se basan en la teoría de que el precio de una acción debe ser igual al precio de los dividendos que va a entregar la empresa, descontados a su valor actual neto” (Economipedia 2015)

Este modelo, es ideal para poder valorizar un fideicomiso de inversión en bienes raíces, ya que los FIBRA tienen la obligación de repartir dividendos de al menos 95% de sus utilidades netas distribuibles anualmente. Usualmente la fórmula más utilizada en este método es la siguiente:

$$\text{DDM} = (\text{DPS} \times (1+g)) / (\text{WACC} - g)$$

Donde:

DPS: Dividendos por acción

g: Tasa de crecimiento perpetua

Sin embargo, en la presente investigación no se usará este modelo propiamente dicho. En cambio, mantendremos solo el concepto de dividendos como flujo y se les aplicará un múltiplo de salida, específicamente “dividend yield” para poder hallar el valor de la empresa.

- **“Dividend yield” o rendimiento por dividendos:** “El rendimiento por dividendo, que se muestra como un porcentaje, es la cantidad de dinero que una empresa paga a los accionistas por poseer una acción dividida por el precio actual de las acciones” (Investopedia 2017)

1.5.1.2.1. Método de valoración por múltiplos:

“La valoración por múltiplos es uno de los métodos más utilizados en el análisis fundamental para la valoración de empresas. Los múltiplos relacionan la cotización de las acciones con alguna magnitud financiera de la empresa: Beneficios, Dividendos, Ventas, Activos, etc.” (Pastor 2018)

“Los métodos de valoración por múltiplos son métodos de valoración de empresas que utilizan la información de la cuenta de resultados para valorar una empresa. Se utilizan múltiplos de diferentes magnitudes presentes en la cuenta de resultados” (Economipedia 2015)

Para la empresa a valorizar utilizaremos un múltiplo de “dividend yield” obtenido en base a FIBRAs comparables de otros países.

1.5.2 Marco Conceptual: Precio de los certificados de participación

La elaboración del marco conceptual del precio de los certificados de participación (o acciones) abarcará sus dos indicadores:

- **Variación de precios:** “Es una medida del aumento o disminución de un valor” (Investopedia 2019). En esta investigación, se evaluará la variación del precio de las acciones para identificar su volatilidad frente a la coyuntura actual, así como la determinación de infra o sobrevaloración de los certificados de participación. Se utilizará la siguiente fórmula:

$$\text{Var. De precios} = (\text{Precio actual/Precio anterior}) - 1$$

- **Dólares Estadounidenses:** Es importante destacar que Fibra Prima cotiza sus certificados en dólares estadounidenses, debido a que la mayoría de las rentas que genera son cobradas en dicha moneda.

1.5.3. Esquema Estructural:

Este punto será de ayuda para entender mejor los antecedentes de FIBRAs, su funcionamiento y composición, los participantes, inmuebles que posee, las colocaciones que realizó, sectores en los cuales invierte, medidas tomadas frente al COVID-19, entre otros. De ese modo, tener una idea más clara de los factores y supuestos en los que me basé para su respectiva valuación y estimación de precio técnico de su certificado de participación.

1.5.3.1. Marco Teórico de Valuación de Empresas:

Caso FIBRA PRIME

El origen de los Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces (FIBRA) son los Real Estate Investment Trust (REITs), vehículos de inversión inmobiliaria eficientes tributariamente que genera

rentas regularmente a través de dividendos. (Bolsa de Valores de Lima 2019)

El primer REIT surgió en Estados Unidos en 1960 y el primer FIBRA surgió en México en el año 2011. La principal diferencia entre ambos se da en su constitución, donde los REITs son considerados personas jurídicas y los FIBRA, fideicomisos. Además, los REITs no cuentan con límite de endeudamiento, a diferencia de un FIBRA, el cual debe mantener un endeudamiento máximo de 40% de su activo total, lo cual hace que difieran en estructura de capital. (Bolsa de Valores de Lima, 2018)

El primer FIBRA regulado en el Perú es Fibra Prime, inscrito en agosto de 2018. Cuenta con un programa de US\$ 500 millones de dólares aprobados por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y desde su lanzamiento, hasta la fecha, ha levantado del mercado un total de US\$ 50 millones más la obtención de dos financiamientos de alrededor de US\$ 10 millones. (Fibra Prime, 2018)

Fibra Prime es administrada por Administradora Prime (APSA), la cual se encarga de identificar la oferta de inmuebles donde el FIBRA puede invertir. Una vez elegidos los inmuebles, el fiduciario, en este caso BBVA Sociedad Titulizadora, se encarga de organizar el levantamiento de capital y emisión de certificados de participación para adquirir los inmuebles. Los inversionistas que deseen participar en la colocación realizan el aporte de capital, seguidamente, se adquieren los inmuebles por medio del FIBRA y pasado un lapso de tiempo, dichos activos fijos generan rentas, permitiendo registro de ingresos para Fibra Prime y consecuentemente, repartición de dividendos para los inversionistas.

A agosto de 2020, Fibra Prime cuenta con 7 inmuebles distribuidos en los segmentos industrial, retail, supermercados, oficinas y hoteleros. El valor de mercado de todos los activos es de US\$ 52.6 Millones, ocupabilidad conjunta de 88.6% y área bruta arrendable de 32,303 metros cuadrados. (Fibra Prime, 2018)

Debido a la crisis sanitaria actual, Fibra Prime se ha visto obligada a condonar y reprogramar rentas para no perjudicar a sus arrendatarios. Los inmuebles comerciales y hoteleros son los que se han visto más afectados, llegando a condonar hasta 57% de rentas anuales contractuales en propiedades comerciales y una reprogramación de recupero de rentas hasta 2025 en el caso del inmueble hotelero.

Los activos industriales y retail no se han visto tan golpeados como los anteriores, generando un mínimo porcentaje de condonación y una rápida recuperación en cobro de rentas.

Esos ajustes han ocasionado que el valor de la empresa sea menor (valor del dinero en el tiempo) y consecuentemente sus certificados de participación también. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la generación de rentabilidad de los FIBRA no se da principalmente en la apreciación de certificados, sino, en los dividendos que reparten (95% de su utilidad neta disponible), por lo que, un menor valor en sus certificados podría ser atractivo para algunos inversionistas.

1.5.3.2. Resultados

- VALORACIÓN DE LA EMPRESA “FIBRA PRIME”
- Determinación de los métodos para realizar la Valoración Financiera.
- Supuesto de crecimiento, impacto del COVID 19 y medidas tomadas por la empresa para afrontarlo.
- Proyecciones de ingresos, egresos y flujo de caja.
- Determinación del Valor de Fibra Prime considerando una tasa de crecimiento perpetua y múltiplo de salida.
- Análisis de los resultados.

1.5.4. Bibliografía Básica

- Bolsa de Valores de Lima (2019). “Promoción de FIBRAS y FIRBIS en el mercado de capitales peruano”. Fecha de consulta: 13/09/2020 <https://www.bvl.com.pe/neg_rv_alfa.html>
- Bolsa de Valores de Lima (2020). “BVL Update”. Fecha de consulta: 10/09/2020. <https://www.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2020_01.pdf>
- Superintendencia de Mercado de Valores (2019). “Resolución SMV N° 009-2019”. En: El Peruano. Fecha de consulta: 13/09/2020. <https://www.smv.com.pe/firbis_fibras_regulacion.html>
- Superintendencia de Mercado de Valores (2020). “Informe trimestral de los actos Fibra Prime Trimestre II 2020”. Fecha de consulta: 13/09/2020. <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/INF%20TRIM%20A%20JUNIO%202020_FIBRA%20Prime.pdf>
- QUIGLEY, John & CANCEL, Daniel (2020). “Buy-and-Hold Giants Are Killing Peru’s Stock Market Liquidity”. En: Bloomberg. Fecha de consulta: 13/09/2020.
- Fibra Prime (2020). “Presentación para inversionistas 2020”. Fecha de consulta: 13/09/2020. <<https://fibraprime.pe/wp-content/uploads/2020/08/fibra-prime-presentacioin-para-inversionistas.pdf>>
- Investopedia (2018). “Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization Definition”. Fecha de consulta: 13/09/2020. <<https://www.investopedia.com/terms/e/ebitda.asp>>
- SANCHEZ, Oscar (2014). “La tasa de crecimiento “g” y su razonabilidad”. En: El blog sobre valoración de empresas. Fecha de consulta: 13/09/2020. <<http://valoracionygestion.blogspot.com/2014/02/la-tasa-de-crecimiento-g-y-su.html>>

- RUBIO, Mauricio (2018). “Inversiones a fondo: FIBRAS, ¿Qué son y quienes pueden invertir?”. En: BBVA Continental. Fecha de consulta: 13/09/2020. <<https://www.bbva.com/es/inversiones-a-fondo-fibras-que-son-y-quienes-pueden-invertir/>>
- LIRA, Paúl (2016). “El Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC)”. En: Gestión. Fecha de consulta: 13/09/2020. <<https://gestion.pe/blog/deregresoalobasico/2016/02/el-costo-promedio-ponderado-de-capital>>

1.5.5. Antecedentes

Distintas investigaciones y estudios se han realizado acerca de los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces. Entre las principales fuentes se encuentran la plataforma financiera Bloomberg, la cual proporciona análisis y valorizaciones de FIBRAS y REITs en distintos países, los cuales son útiles para comparar los métodos de valorización y métricas usadas. Asimismo, universidades del país como la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas, proporciona estudios de fideicomisos de inversión enfocados al caso peruano. Además, se agregan otras investigaciones relevantes que complementan el marco teórico y permiten un mayor entendimiento del tema.

- HUERTA, Adrián
2019 “FIBRA UNO: CRECIMIENTO MÁS ALLÁ DEL CONSENSO”. Análisis de renta variable. J.P. Morgan.

Aporte: La metodología utilizada para determinar el valor de FIBRA UNO, fue derivado de un promedio de cálculo del valor de los activos netos, determinado por el valor de mercado de los inmuebles menos su deuda; y el método de descuento de flujos de caja (DCF). Ambos, descontados a una tasa de 10.5% derivado de un beta de 0.9, riesgo país de 3%, tasa libre de riesgo de 3% y prima por el riesgo de 5%.

El resultado de ambos llevo a determinar que la acción (o certificado de participación) esta infravalorada, es decir, vale menos que su precio técnico, siendo una inversión atractiva.

Los principales “drivers” que incrementaron el precio técnico de la acción fueron una menor exposición a activos comerciales e iniciativa de mejora de su gobierno corporativo para incrementar la confianza de sus inversionistas minoritarios, los cuales juegan un rol importante en la apreciación de certificados de participación.

Los riesgos a tener en cuenta fueron el incremento en las tasas de interés y deuda.

Asimismo, se utilizó una métrica característica en FIBRAS, fondo de operaciones (FFO). Sin embargo, este indicador y el método del NAV (valor de los activos netos), no se incluirán en el presente plan o desarrollo de la tesis debido, ya que, al no haber ganancia de capital por venta de activos en Fibra Prime, el FFO sería equivalente al EBITDA. Con respecto al NAV, no será un método utilizado porque no representa la gestión y desempeño de la empresa al valorizar solo sus activos a precio de mercado, además de no poder acceder cada año al valor de la tasación anual obligatoria.

- BURGA, Esteban; ESCALANTE, Kenneth y SALAZAR, Richard. 2019 “FIDEICOMISO DE TITULIZACION PARA INVERSIÓN EN RENTA EN BIENES RAÍCES, FIBRA”. Trabajo de investigación. Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas.

Aporte: El desarrollo de este trabajo de investigación da a conocer una nueva forma de financiamiento alternativo para inversión en bienes inmobiliarios a través de un FIBRA el cual democratiza el sector inmobiliario, además de ofrecer una serie de beneficios tributarios para inversionistas y para los propietarios de los inmuebles, quienes podrán convertir su predio en un activo líquido y diversificar su inversión. Ofrece un amplio conocimiento acerca de la regulación y dinámica de un FIBRA en el Perú, y el impulso en el crecimiento económico a través del desarrollo de infraestructura y la generación de inversión. Asimismo, expone los tipos de fideicomisos existentes y la experiencia de los fideicomisos de titulación en otros países.

<https://repositorioacademico.upc.edu.pe>

- PAOLONE, Anthony

2014 “VORNADO REALTY TRUST: PEQUEÑOS CAMBIOS DE ESTIMACION”. Análisis e investigación de renta variable. J.P. Morgan.

Aporte: La valoración se realizó a través del método de Flujo de Caja Descontado (DCF) y método de múltiplos de salida, en este caso, EV/EBITDA. Ambas son comúnmente utilizadas para valorizar empresas de distintos rubros y sectores. Para el método DCF, usaron como supuesto un “payout” de 90% a perpetuidad y una tasa de crecimiento a largo plazo de 5% (3% inflación más 2% por apalancamiento). Además, aplicaron una tasa de descuento de 8.25%, donde influye el riesgo de los activos en los cuales invierte.

Por otra parte, en el método de múltiplos se utilizó 20.9x EV/EBITDA para determinar el valor de Vornado Realty Trust.

Los riesgos que tomaron en cuenta fue su exposición al mercado de oficinas en la ciudad de Nueva York y Washington D.C., el cual se ha visto golpeado en esos años, con un porcentaje considerable de vacancia. Además, consideraron el riesgo de tener pocos activos “defensivos” en caso de crisis, como supermercados o almacenes. Su conclusión fue que, a pesar de que pequeños ajustes a sus supuestos generan una mejora en el valor de la empresa y por ende en el precio sus acciones, seguían estando sobrevaloradas. Sin embargo, recalcaron que en la inversión en REITs o FIBRAS, los dividendos que puedas obtener son más valiosos que la apreciación o caída del valor de sus acciones. Un aporte importante en el presente plan de tesis.

- CÁRDENAS, Juan

2019 “LAS FIBRAS Y SU POSITIVO EFECTO COLATERAL. Artículo de investigación. Ernst & Young.

Aporte: La presente investigación aporta información sobre métodos para valuar activos inmobiliarios donde exponen dos grandes enfoques: el valor del metro cuadrado comparable y el valor presente de los flujos futuros o flujos actuales

capitalizados. Se excluye el método típico de tasación (valor de reposición) pues no es usualmente relevante para este tipo de activos.

El método de flujos de caja descontados requiere realizar la proyección de los resultados financieros operativos asociados al activo, y posteriormente la estimación del valor presente o actual de dichos flujos. La aplicación de esta metodología requiere estimar una tasa de descuento que recoja el riesgo del activo.

El método de capitalización, conocido como el Método del “Cap Rate” es en principio mucho más sencillo, pues bajo este método un activo se valúa dividiendo el Ingreso Neto Operativo (NOI) entre una tasa de capitalización (CapRate). En mercados desarrollados, donde fluye continuamente la información, las tasas de capitalización se calculan sobre la base de transacciones precedentes.

Cabe resaltar que en el presente trabajo se tomara en cuenta el CapRate, mas no como método de valuación, sino como métrica para determinar qué tan rentables son los inmuebles en comparación con otros FIBRAs o REITs.

https://www.ey.com/es_pe/news/2019/05/fibras-positivo-efecto-colateral

- WALKER, Eduardo y DEL SANTE, Marta.
2015 “METODOLOGÍAS DE VALORIZACIÓN DE FIDEICOMISOS PARA FONDOS DE PENSIONES”. Trabajo de investigación. Pontificia Universidad Católica de Chile.

Aporte: Las metodologías de valorización de fideicomisos varía entre fondos. Lo más habitual fue encontrar cada partida de activos, incluida la partida más importante, que en este caso serían inversiones de renta variable, valorizadas a valor justo. Se privilegia la cotización bursátil del día o la última cotización vigente para acciones con liquidez suficiente, sin embargo, en muchos casos las inversiones no son lo suficientemente líquidas. En estos casos, se recurría a distintas metodologías de valorización para la obtención de un valor razonable. Algunos fondos detallan sus metodologías, dentro de las que encontramos: valorización por múltiplos, flujos de caja descontados, precio de inversiones recientes y activos netos. El uso de la metodología dependería de la naturaleza de la industria, las condiciones de mercado y la calidad de la información.

En uno o dos casos encontraron que la valoración del fondo se realizaría a una mezcla de valores justos y costos históricos según el instrumento.

<https://www.fiapinternacional.org/wpcontent/uploads/2016/01/>

Al recopilar los análisis y trabajos de investigación mencionados sobre los Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces, podemos abstraer supuestos y conclusiones de gran utilidad para el presente trabajo. Primeramente, todas las investigaciones coincidieron en que el método del Descuento de Flujos de Caja (DCF) es bastante útil al valorizar un FIBRA, debido a que refleja realmente el desempeño, gestión y potencial de crecimiento de la compañía. Además, se resaltan otros métodos y métricas que son de utilidad para hallar el valor de la empresa y poder compararlo con sus pares, como son el método de múltiplos y el ratio Cap Rate. Por ende, ambos métodos y métrica serán elegidos para valorizar Fibra Prime. Asimismo, las tasas de descuento y perpetuidad detalladas en los modelos brindan una guía sobre los valores referentes que pueden ser usados para la presente valuación.

1.6. HIPÓTESIS

- Si se valora adecuadamente el Fideicomiso de inversión Fibra Prime entonces se podrá determinar el precio técnico de sus certificados de participación.

2. PLANTEAMIENTO OPERACIONAL

2.1. TÉCNICAS

La presente investigación se realiza en base a los esfuerzos realizados por entidades como la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) en aminorar el problema de iliquidez de la Bolsa de Valores de Lima, facilitando el funcionamiento de los fideicomisos de inversión inmobiliaria. Al ser este un nuevo vehículo de inversión en el país es muy poco el conocimiento acerca de su dinámica de operación y generación de rentabilidad, así como métodos adecuados de valorización para la determinación del precio técnico de sus certificados de participación. Por lo tanto, es atractivo

presentar la valoración de Fibra Prime. Esta se realizará mediante la recolección de datos secundarios:

- Estados Financieros del FIBRA
- Memorias Anuales y reportes trimestrales del Fideicomiso de inversión
- Reportes de Clasificadoras de Riesgo
- Reporte de la Bolsa de Valores de Lima
- Histórico de Cotizaciones de Fibra Prime en la BVL

Solo se utilizará información de interés para acercarnos a los hechos y acceder a su conocimiento. Para determinar los modelos adecuados de valuación, primero se detallará lo que es un FIBRA, sus beneficios de inversión y regulación en el Perú, presentado en el marco conceptual. Seguidamente se expondrán los posibles modelos de valorización a utilizar, estos son tres: Descuentos de Flujo de Caja (DCF), Descuento de Dividendos (DDM) y Método de Múltiplos. Cada método será expuesto por su utilidad, sus indicadores, el procedimiento para hallar el valor de la empresa y el precio de los certificados de participación. Después, se realizará una descripción específica de Fibra prime, su dinámica de operación, participes, sectores de inversión, inmuebles obtenidos, entre otros. Asimismo, se realizará un análisis del macro ambiente, donde se expone el efecto de la pandemia actual y las medidas tomadas por la empresa para aminorar las consecuencias de la crisis sanitaria.

Para el análisis externo de Fibra Prime (sector inmobiliario peruano) se utilizará información de páginas nacionales como el BCRP, INEI y BVL, así como reportes de instituciones privadas como COLLIERS, Binswager, Macroconsult, etc.

En el análisis interno se recolectará información de los antecedentes de Fibra Prime en su sitio web oficial, así como en páginas de entidades reguladoras como la SMV y la Bolsa de Valores de Lima para obtener datos de importancia como estados financieros, precio de acciones, dividendos, etc. Además, se complementó esta información con reportes de clasificadoras de riesgo para un mejor entendimiento de la empresa.

La propuesta de solución de esta investigación es determinar si los esfuerzos de la SMV al permitir el funcionamiento de FIBRAS en el Perú, aminora el problema de iliquidez del mercado de valores, comprobando que efectivamente un FIBRA es una alternativa rentable de inversión, atrayendo a un mayor número de inversionistas tanto institucionales como retail, así como mayores transacciones de compra y venta de certificados de participación. Esto se analizará mediante un modelo adecuado de valorización que refleje el valor técnico de Fibra Prime.

A su vez puede servir de gran aporte e inspiración para otros investigadores que deseen presentar modelos para valorar empresas o instrumentos de inversión relativamente nuevos, así como tomar conciencia y ahondar en el problema de la iliquidez de la bolsa de valores peruana, problema del que muy pocos tienen conocimiento.

La información se organizará y estandarizará en el programa Excel. Al final, se plantearán tres escenarios: Optimista, pesimista y neutral, en base a dos o tres distintos métodos. De esa forma dar una visión más amplia del riesgo del instrumento y rentabilidad que puede generar. Cuando se obtengan los resultados de la valuación, se hará una comparación con otros trabajos de investigación encontrados (tesis, análisis, estudios), donde se alcancen similitudes en el resultado.

2.2. ESTRUCTURAS DE LOS INSTRUMENTOS

Después de la selección de técnicas que usaremos en la presente investigación, los instrumentos seleccionados para recopilar la información serán de tipo documental:

- Tablas: Sintetizaran los datos obtenidos en la valuación de la empresa para un mayor entendimiento del lector.
- Gráficos: Se utilizarán para una mejor observación sobre las variables, indicadores y sus respectivas tendencias para lograr un trabajo más didáctico.
- Imágenes: Complementaran la información descrita.

2.3. CAMPO DE VERIFICACIÓN

2.3.1. Ámbito

El presente trabajo de investigación abarca el mercado de valores y sector inmobiliario peruano.

2.3.2. Temporalidad

El periodo en el cual se enmarca la investigación es desde el año 2018 hasta 2027, ya que se harán las proyecciones de estados financieros y flujos de caja hasta ese año.

2.3.3. Unidades de Estudio (Universo y Muestra)

No aplica

2.4. ESTRATEGIA DE RECOLECCIÓN DE DATOS

Como estrategia de recolección de datos secundarios, utilizaremos páginas web como la página oficial de Fibra Prime. También se usará información de distintas entidades peruanas como BCRP, SMV, INEI y BVL, con el fin de obtener datos históricos de la empresa, sector en el que opera y coyuntura actual. Otras fuentes de ayuda serán las clasificadoras de riesgo y trabajos de investigación similares. Luego trasladaremos, procesaremos y analizaremos estos datos en la plataforma de Excel con el fin de estandarizar y ordenar la información requerida.

2.5. RECURSOS NECESARIOS

2.5.1. Humanos

Investigador: Lombardi Méndez, Fiorella

Profesor de Tesis: Meza Riquelme, Mauricio

2.5.2. Materiales

Para la elaboración del presente trabajo de estudio, se pretende el uso de los siguientes materiales y equipos:

- Computadora
- Internet
- Memoria USB

2.5.3. Financieros

Plataforma Thomson Reuters Eikon y Bloomberg, programas financieros fundamentales para nuestra investigación.

3. MATRIZ DE CONSISTENCIA



PROBLEMA	OBJETIVOS	VARIABLES	INDICADORES	INTERROGANTES	HIPÓTESIS	DISEÑO DE INVESTIGACIÓN	INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN	FUENTES DE INFORMACIÓN
<p>Valuación del fideicomiso de inversión Fibra Prime para la determinación del precio de sus certificados de participación en el Perú 2020.</p>	<p><u>Objetivo General</u> Determinar el valor técnico del fideicomiso de inversión Fibra Prime mediante las metodologías adecuadas para fijar el precio apropiado de sus certificados de participación en el periodo consolidado 2020.</p>	<p><u>V. Independiente</u> Valuación del Fideicomiso de inversión Fibra Prime.</p>	EBITDA	<p><u>Interrogante General</u> ¿Si se valúa la empresa mediante el método adecuado entonces se podrá determinar el precio técnico de los certificados de participación de Fibra Prime en el periodo 2020?</p>	<p>Si se valora adecuadamente el Fideicomiso de inversión Fibra Prime entonces se podrá determinar el precio técnico de sus certificados de participación.</p>	<p>-Descripción de la Problemática de la Empresa -Datos y secuencia del tratamiento de la información -Explicación de la estrategia, instrumentos de recolección de información seleccionada y procedimientos para demostrar la hipótesis -Antecedentes -Marco Teórico</p>	<p>Los instrumentos seleccionados para esta investigación serán de carácter documental: -Tablas -Gráficos -Imágenes</p>	<p>-Thomson Reuters Eikon -Bloomberg -Clasificadoras de Riesgo -Bolsa de Valores -BCRP -SMV -INEI -BVL -Colliers -Binswager -Macroconsult</p>
	<p><u>Objetivos Específicos</u> -Analizar la problemática del mercado de valores. -Determinar si la inclusión de nuevos instrumentos es beneficioso para el mercado financiero. -Examinar el funcionamiento y</p>		<p><u>V. Dependiente</u> Precio de los certificados de participación de Fibra Prime.</p>					
			Dólares Estadounidenses					

	<p>regulación de un FIBRA en el Perú.</p> <p>-Analizar los métodos adecuados para realizar una valoración de un Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces.</p> <p>-Considerar un análisis sectorial externo que pueda reflejar el impacto de la pandemia actual en el valor del FIBRA.</p> <p>-Hallar el precio del certificado de participación mediante los métodos seleccionados.</p> <p>-Determinar si es una alternativa rentable de inversión.</p>			<p>-¿Cómo se determinará el factor de descuento que permita hallar el valor presente del flujo de caja libre?</p> <p>-¿Qué “payout” deberá usarse cada año para proyectar el reparto de dividendos?</p> <p>-¿Cuál será la tasa de crecimiento perpetua que permita hallar el valor terminal de la empresa y en base a que se determinará?</p> <p>-¿Qué factores se deben tomar en cuenta en el momento de determinar el “dividend yield” requerido por un inversionista en el Perú?</p>				
--	---	--	--	---	--	--	--	--

3.1. CRONOGRAMA DE LA INVESTIGACIÓN

Tiempo (Meses)	Septiembre						Octubre					
Actividades	01	13	14	23	26	30	01	07	11	16	21	30
Redacción del Plan de Tesis	X	X										
Presentación del Plan de investigación			X									
Aceptación e inscripción del Plan de Investigación				X	X							
Búsqueda más profunda de Información						X						
Demostración de la hipótesis							X	X				
Marco teórico								X	X			
Presentación de resultados										X		
Presentación del borrador de tesis											X	
Lectura y calificación												X

