

Informe de Valorización de Inversiones – Febrero 2017

Principal Real Estate USA Fondo de Inversión

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Resumen Ejecutivo

El presente informe tiene por objetivo determinar el valor razonable de las inversiones no registradas que mantiene en cartera el fondo de inversión Principal Real Estate USA (el fondo o PRUSA), administrado por Principal Administradora General de Fondos S.A. (la administradora o Principal AGF) al 31 de diciembre de 2016, en virtud de las disposiciones contenidas en el Oficio Circular N° 657 de la Superintendencia de Valores y Seguros.

El fondo tiene como objetivo invertir en el fondo extranjero denominado "Principal Enhanced Property Fund, L.P." (PEPF o el master fund), que ha sido constituido bajo las leyes del Estado de Delaware de los Estados Unidos de América, y que es administrado por "Principal Enhanced Property Fund GP, LLC" (la gestora o el general partner).

PEPF es un fondo de inversión de rentas inmobiliarias que opera en Estados Unidos de América, manteniendo a septiembre de 2016, un total de 47 activos operativos, en los segmentos de oficinas, retail, industrial, multifamily (renta residencial) y terrenos. A la misma fecha, el valor neto del patrimonio atribuible a la participación de PEPF en los

activos, asciende a USD 1.268.680.548, de acuerdo a información contenida en sus estados financieros no auditados. PRUSA mantiene una participación de 3,0234% en la propiedad del master fund.

La cartera de inversiones antes mencionada ha sido adquirida mediante aportes de capital de los partners y endeudamiento, con pasivos totales consolidados valorados en USD 1.094.052.709 a septiembre de 2016.

Dadas las características de las inversiones subyacentes, y la profundidad de la información disponible, el criterio de valorización aplicado consistió en el reconocimiento del valor razonable de las inversiones, correspondiente al valor libro informado por el general partner al 30 de septiembre de 2016; corregido por el retorno neto de la inversión, informado durante el cuarto trimestre de 2016, y por los movimientos de capital ocurridos durante el mismo lapso de tiempo, que corresponden a una distribución de dividendos ordinarios a PRUSA, ocurrida con fecha 30 de diciembre de 2016.

Valorización de las Inversiones del Fondo

INFORMACIÓN UTILIZADA PARA LA VALORIZACIÓN

Para llevar a cabo la valorización de las inversiones del fondo, ICR utilizó la siguiente información:

- Notas de los estados financieros del fondo de inversión Principal Real Estate USA, al 30 de septiembre de 2016.
- Cronograma de capital calls y distribuciones de dividendos entre PRUSA y PEPF, ocurridos durante el año 2016.
- Comprobante de distribuciones de dividendos percibidos por PRUSA durante el año 2016.
- Reporte de inversiones de Principal Enhanced Property Fund, L.P., al 30 de septiembre de 2016, que describe el rendimiento del master fund y el detalle del portafolio de inversiones, junto con la estimación de su valor razonable.
- Estados financieros no auditados de Principal Enhanced Property Fund, L.P. al 30 de septiembre de 2016, elaborados en conformidad con US GAAP.
- Informe de desempeño de Principal Enhanced Property Fund, L.P. correspondiente al cuarto trimestre de 2016.
- Correos explicativos enviados por Principal Administradora General de Fondos S.A.

METODOLOGÍA APLICADA

La metodología utilizada para valorizar las inversiones no registradas del fondo PRUSA, correspondientes a la posición que mantiene en Principal Enhanced Property Fund, L.P. al 31 de diciembre de 2016, es el reconocimiento del valor razonable de la participación que mantiene en el patrimonio controlado por PEPF, de acuerdo a la información contenida en los estados financieros de este último al 30 de septiembre de 2016, proporcionados por el general partner.

Adicionalmente, se aplicó un factor de corrección de 3,75%, correspondiente al retorno total neto generado por el master fund durante el último trimestre de 2016, según información contenida en el reporte de desempeño de PEPF, a diciembre de 2016. Para sustentar la aplicación de dicho factor, se efectuó un análisis del desempeño accionario de una muestra de compañías de real estate en Estados Unidos, durante el cuarto trimestre de 2016, concluyendo que la revalorización del capital es consistente con el comportamiento del mercado.

Dado que la valorización debe estimar el valor de las inversiones al 31 de diciembre de 2016, se efectúa una corrección por los aportes de capital y/o distribuciones de dividendos ocurridas durante el último trimestre del año.

La metodología aplicada surge al descartar la utilización de otras metodologías como valoración por flujos de caja, debido a que la información disponible de los activos inmobiliarios subyacentes no es suficiente para efectuar este tipo de métodos más complejos.

El reconocimiento del valor libro de la inversión al 30 de septiembre de 2016, considera que los estados financieros del master fund se han elaborado en conformidad con US GAAP, y el valor del patrimonio del mismo a la mencionada fecha, es el valor más próximo a la fecha de cierre de la presente valoración.

INVERSIONES SUBYACENTES

A septiembre de 2016, las inversiones de PEPF alcanzan un valor justo de USD 2.266 millones (considerando su participación proporcional en los activos), portafolio compuesto por 47 propiedades destinadas al arriendo de oficinas, retail, industrial, multifamily (residencial) y de terrenos. Todas las inversiones de PEPF se encuentran radicadas en Estados Unidos.

Las tablas que se presentan a continuación, contienen el listado de las propiedades operativas por tipo de arriendo, mostrando además su

ubicación, porcentaje de ocupación a septiembre de 2016, y valor razonable. La información a continuación expuesta, se ha extraído del reporte trimestral entregado por la gestora, el que adicionalmente muestra cifras del desempeño agregado de PEPF y registros fotográficos de los principales activos administrados.

Portafolio de Inversiones Operativas (Oficinas)			
Propiedad	Ubicación	Ocupación	Valor (USD MM)
Quaker Tower	Chicago	100%	87,60
1290 Broadway	Denver	98%	67,70
Cerritos Towne Center	Los Angeles	80%	98,00
Alhadeff Broadacres	Seattle	37%	26,50
Gainey Center	Phoenix	98%	36,50
Bay Center	Oakland	89%	112,50
Piedmont Office	Charlotte	98%	141,70
200 Kimball	Northern N.J.	91%	43,80
Noble Energy Center II	Houston	100%	128,60
Tech Place on 101	San Jose	100%	76,10
2401 Penn Office	Washington D.C.	86%	40,80
Parkridge Four	Denver	100%	43,00
100 St. Paul	Denver	78%	39,20
Subtotal Oficinas		91.8%	942,00

Tabla 1: Cartera Principal Enhanced Property Fund, L.P.
(Fuente: Principal AGF, información del general partner).

Portafolio de Inversiones Operativas (Retail e Industrial)			
Propiedad	Ubicación	Ocupación	Valor (USD MM)
Saltbox Village	Raleigh	100%	12,90
Baybrook Square	Houston	94%	81,90
Shops at Gainey Village	Phoenix	79%	56,60
Ballard Blocks I Seattle	Seattle	95%	53,70
Alhadeff Coliseum Seattle	Seattle	100%	22,70
Best Buy Seattle	Seattle	100%	19,40
Piedmont Retail	Charlotte	98%	20,10
Bellevue North	Seattle	100%	37,70
Coleman Village	Atlanta	99%	18,30
2401 Penn Retail	Washington D.C.	50%	16,10
The Launch	Boston	85%	58,30
Subtotal Retail		91.5%	397,70
Mid-South Logistics Center	Nashville	100%	77,10
Oakesdale Bld D	Seattle	85%	8,80
Oakesdale	Seattle	100%	60,10
Bay Area Business Park (Phase I)	Houston	100%	80,00
Bay Area Business Park (Phase II) ³	Houston	81%	44,80
Woodridge Commerce Center	Chicago	96%	11,50
Cascade Distribution Center	Portland	100%	27,60
East Valley Commerce Center	Phoenix	46%	25,30
BW Gateway ³	Baltimore	N/A	11,30
RTP Industrial ²	Raleigh	100%	35,30
Subtotal Industrial		93.9%	381,90

Tabla 2: Cartera Principal Enhanced Property Fund, L.P.
(Fuente: Principal AGF, información del general partner).

Portafolio de Inversiones Operativas (Multifamily y Terrenos)			
Propiedad	Ubicación	Ocupación	Valor (USD MM)
Domain at Kirby	Houston	90%	61,50
Coda	Denver	7%	68,20
21 Rio	Austin	98%	35,90
2401 Penn Apts	Washington D.C.	87%	24,30
The Academy at Frisco	Univ. of Arkansas	98%	47,60
The Foundry ³	Minneapolis	N/A	18,60
Shortbread Lofts	Raleigh	99%	36,90
M-Line Tower ³	Dallas	N/A	20,40
The Courts at Spring Mill Station	Philadelphia	93%	98,50
Solaris Key	Tampa	96%	88,50
Subtotal Multifamily		86.8%	500,30
Bellevue South Land	Seattle	N/A	17,40
Ballard Blocks II	Seattle	N/A	7,90
Tech Place on 101 –Phase II	San Jose	N/A	19,60
Subtotal Terrenos			44,90
Total Portafolio		91.9%	2.266,80

Tabla 3: Cartera Principal Enhanced Property Fund, L.P.
(Fuente: Principal AGF, información del general partner).

DETERMINACIÓN DE VALOR DE LAS INVERSIONES NO REGISTRADAS

La determinación del valor de las inversiones no registradas del fondo de inversión Principal Real Estate USA, surge del valor razonable de la cartera de inversiones que mantiene el master fund, al 30 de septiembre de 2016. Dicha cartera se incorpora en el balance del fondo PEPF al 30 de septiembre de 2016, sumándola a las inversiones consolidadas que pertenecen a socios minoritarios, totalizando activos inmobiliarios a valor razonable por USD 2.387.835.915. A éstos, se agregan el resto de los activos de balance, alcanzando un activo total valorado en USD 2.459.738.791.

Dado que las inversiones contemplan financiamiento a través de deuda, los pasivos totales que consolida PEPF, alcanzan a septiembre de 2016, un valor de USD 1.094.052.709, por lo cual, el patrimonio total se valoriza en USD 1.365.686.082, y al descontar las participaciones de socios minoritarios, el patrimonio atribuible a la participación de PEPF en los proyectos inmobiliarios, asciende a USD 1.268.680.548, cifra consistente con el valor informado en el reporte de inversiones, que indica un "net asset value" de USD 1,27 billones.

Balance Consolidado Principal Enhanced Property Fund, L.P. al 30 de septiembre de 2016 (USD)	
ACTIVOS	
Inversiones en activos inmobiliarios, a valor razonable	2.387.835.915
Joint venture	17.702.026
Efectivo y equivalentes	36.534.796
Ganancias acumuladas y otros activos	17.666.054
Total Activos	2.459.738.791
PASIVOS	
Deuda, a valor razonable	996.007.576
Cuentas por pagar y gastos devengados	77.894.741
Impuestos acumulados	15.361.299
Depósitos de garantía	4.789.093
Total Pasivos	1.094.052.709
PATRIMONIO	
Patrimonio atribuible a Principal Enhanced Property Fund, L.P.	1.268.680.548
Participaciones minoritarias	97.005.534
Total Patrimonio Neto	1.365.686.082

Tabla 4: Balance Principal Enhanced Property Fund L.P.
(Fuente: Principal AGF, información del general partner).

El valor de la participación de PRUSA sobre el master fund, se calcula al aplicar el porcentaje de propiedad de las cuotas mantenidas por el fondo, sobre el total de cuotas emitidas por PEPF, cifra que asciende a un 3,0234%, según la tabla 5:

Cálculo de Participación	
Cuotas emitidas por Principal Enhanced Property Fund, L.P.	108.812.330
Cuotas de propiedad de PRUSA	3.289.815,14
Porcentaje de Participación	3,0234%

Tabla 5: Cálculo de participación.
(Fuente: Principal AGF).

Por lo tanto, el valor razonable de la inversión de Principal Real Estate USA al 30 de septiembre de 2016, corresponde al 3,0234% del patrimonio atribuible a Principal Enhanced Property Fund, L.P. (USD 1.268.680.548), es decir, USD 38.357.091.

El valor de la inversión al 31 de diciembre de 2016, se obtiene luego de ajustar el valor a septiembre de 2016, por un factor de 3,75% que corresponde al retorno total neto de PEPF durante el cuarto trimestre de

2016, informado por el general partner en el reporte de desempeño a diciembre de 2016. De acuerdo a ello, la apreciación del capital durante el cuarto trimestre se estima en USD 1.438.391.

Asimismo, la estimación se corrige por las variaciones de capital ocurridas entre PRUSA y el master fund durante el cuarto trimestre del período. Según lo informado por Principal AGF, durante el último trimestre PRUSA no efectuó aportes de capital (aun cuando el master fund recibió aportes de otros partners), y percibió sólo una distribución de dividendos por USD 389.599, concretada el día 30 de diciembre de 2016.

No obstante, según cifras del reporte de desempeño del cuarto trimestre de 2016 del master fund, el retorno por dividendos asciende a 1,25%, por lo que existe una fracción de los dividendos que corresponde a impuestos, y no fue efectivamente percibida por PRUSA. Por ende, el dividendo total calculado sobre el valor de la inversión al 30 de septiembre de 2016, se estima en USD 479.464, de los cuales USD 89.865 corresponden a la estimación de pago de impuestos.

Por lo tanto, el valor final de la inversión de Principal Real Estate USA, sobre Principal Enhanced Property Fund, L.P., al 31 de diciembre de 2016, se estima en **USD 39.316.019**, y corresponde al valor de la inversión al 30 de septiembre de 2016, más el retorno total neto del cuarto trimestre de 2016, menos los dividendos efectivamente percibidos con fecha 30 de diciembre de 2016, menos la estimación de pago de impuestos por concepto de dividendos, al 30 de diciembre de 2016. Lo anterior, corresponde a una rentabilidad de 2,5% con respecto al valor de la inversión al 30 de septiembre de 2016.

Valorización de Inversiones (USD)	
Patrimonio Principal Enhanced Property Fund, L.P., al 30 de septiembre de 2016	1.268.680.548
Patrimonio atribuible a Principal Real Estate USA (3,0234%) al 30 de septiembre de 2016	38.357.091
Retorno Neto 4Q 2016 (3,75%)	1.438.391
Distribución de dividendo 30 de diciembre de 2016	-389.599
Impuesto dividendo 30 diciembre de 2016	-89.865
Patrimonio atribuible a Principal Real Estate USA al 31 de diciembre de 2016	39.316.019

Tabla 6: Valorización de las inversiones.
(Fuente: Principal AGF, estimaciones ICR).

BENCHMARK

Para determinar si la apreciación del capital de 3,75% es consistente con datos de mercado, ICR calculó la rentabilidad anual y del cuarto trimestre de 2016, para una muestra de 218 compañías de Real Estate en Estados Unidos, obtenida de la plataforma Infinancials, y comparó los datos de media y mediana con las cifras contenidas en el reporte

de desempeño provisto por el general partner, concluyendo que las cifras de apreciación reportadas son razonables, presentan diferencias significativamente menores a la desviación estándar para ambos períodos calculados, y por lo tanto sustentan el cálculo de la valoración del activo al 31 de diciembre de 2016.

Cuadro Comparativo al 31 de Diciembre de 2016		
	4Q 2016	1 Año
Performance PEPF	3,75%	13,43%
Promedio Muestra	1,34%	11,45%
Mediana Muestra	-0,35	10,26%
Desviación Estándar Muestra	13,10%	18,90%

Tabla 6: Comparativo de apreciación.
(Fuente: Principal AGF, Infinancials).

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.