

Presentación de Valorización de Inversiones

Principal Real
Estate USA



Marzo 2018



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 2017, 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 2017, proporcionados por el general partner.

Dado que la valoración debe estimar el valor de las inversiones al 31 de diciembre de 2017, 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 2017, 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.

Información entregada en el proceso

N°	Documento	Principal Real Estate USA
1	Diagrama de inversión, indicando porcentaje de participación sobre el o los vehículos de inversión.	Porcentaje calculado en base al Capital Account Statement del 30/09/2017
2	Cronograma de aportes de capital realizados hasta la fecha de valorización. Identificar porcentajes de llamados de capital destinados a inversión y a gastos.	Notificaciones de aportes de capital llevadas a cabo en 2017.
3	Distribuciones de dividendos o devoluciones de capital efectuadas a la fecha de valorización.	Notificaciones de distribuciones de capital llevadas a cabo en 2017.
4	Comprobantes de transferencias de dividendos y/o capital calls	Entregado
5	Estados financieros trimestrales del vehículo en que invierte el fondo local.	Entregado
6	Últimos estados financieros anuales auditados del vehículo en que invierte el fondo local.	Entregado
7	Reportes trimestrales de inversiones, enviados por el General Partner (GP), que detallen las inversiones finales.	Entregado
8	Estado de cuenta de capital del fondo local.	Entregado
9	Criterios utilizados por el GP para efectuar la valorización de las inversiones subyacentes.	Contenidas en el Reporte ISAE
10	Opinión de auditores externos del master fund, respecto a los criterios de valorización de inversiones utilizados por el GP.	Contenidas en el Reporte ISAE
11	Reporte de auditoría interna del GP sobre proceso de valorización de los activos subyacentes.	Estados financieros, Reporte ISAE detalla los controles
12	Reportes de Compliance entregados a aportantes y al regulador (SOC u otros).	Entregado (Reporte ISAE)
13	Indicar valorizador (es) externo (s) contratado (s) por el General Partner, y periodicidad de actualización de dichas valoraciones.	No se detallan valorizadores externos, pero el GP cuenta con un asesor externo que contrata a valorizadores externos.
14	Indicar disponibilidad de estados financieros de activos subyacentes.	En el reporte de inversiones se detallan las sociedades en las que invierte el master fund, sin embargo no existen cifras asociadas e ingresos, EBITDA entre otros.
15	Indicar disponibilidad de contacto directo con GP.	Contacto con GP vía mail.

Tabla I: Checklist información disponible
Fuente: Elaboración propia.

Estimación del Valor Razonable

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 2017. Dicha cartera se incorpora en el balance del fondo PEPF al 30 de septiembre de 2017, sumándola a las inversiones consolidadas que pertenecen a socios minoritarios, totalizando activos inmobiliarios a valor razonable por USD 2.531.151.681. A éstos, se agregan el resto de los activos de balance, alcanzando un activo total valorado en USD 2.619.567.086.

Dado que las inversiones contemplan financiamiento a través de deuda, los pasivos totales que consolida PEPF, alcanzan a septiembre de 2017, un valor de USD 1.060.588.926, por lo cual, el patrimonio total se valoriza en USD 1.558.978.160, y al descontar las participaciones de socios minoritarios, el patrimonio atribuible a la participación de PEPF en los proyectos inmobiliarios, asciende a USD 1.450.498.033, cifra consistente con el valor informado en el reporte de inversiones, que indica un “net asset value” de USD 1,45 billones.

Balance Consolidado Principal Enhanced Property Fund, L.P. al 30 de septiembre de 2017 (USD)	
ACTIVOS	
Inversiones en activos inmobiliarios, a valor razonable	2.531.151.681
Joint venture	33.963.622
Efectivo y equivalentes	21.624.715
Ganancias acumuladas y otros activos	32.827.068
Total Activos	<u>2.619.567.086</u>
PASIVOS	
Deuda, a valor razonable	961.629.353
Cuentas por pagar y gastos devengados	78.232.704
Impuestos acumulados	15.917.115
Depósitos de garantía	4.809.754
Total Pasivos	<u>1.060.588.926</u>
PATRIMONIO	
Patrimonio atribuible a Principal Enhanced Property Fund, L.P.	<u>1.450.498.033</u>
Participaciones minoritarias	108.480.127
Total Patrimonio Neto	<u>1.558.978.160</u>

Tabla IV: Estados Financieros Master Fund
Fuente: Elaboración propia, datos Principal

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 2,7606%, según la tabla 5:

Cálculo de Participación	
Cuotas emitidas por Principal Enhanced Property Fund, L.P.	119.172.124
Cuotas de propiedad de PRUSA	3.289.815,14
Porcentaje de Participación	2,7606%

Tabla V: Participación Principal Master Fund.
Fuente: Elaboración propia, datos Principal.

Por lo tanto, el valor razonable de la inversión de Principal Real Estate USA al 30 de septiembre de 2017, corresponde al 2,76% del patrimonio atribuible a Principal Enhanced Property Fund, L.P. (USD 1.450.498.033), es decir, USD 40.041.834.

El valor de la inversión al cierre de diciembre de 2017, se obtiene luego de ajustar el valor a septiembre de 2017 por un factor de 2,23% que corresponde al retorno neto de PEPF durante el cuarto trimestre de 2017, informado por el general partner en el reporte de desempeño a diciembre de 2017.

Este retorno es adecuado, ya que según estimaciones de ICR Consulting se encuentra situado en un intervalo de confianza entre 1,4% y 2,9%, con un nivel de confianza de 95%. Apoyando lo anterior, la desviación estándar de

los retornos trimestrales de los activos del fondo (medidos desde diciembre de 2004 hasta septiembre de 2017) se ubico en torno a 2,74%.

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, y a su vez ocurrió una distribución de dividendos por USD 362.885 acontecida en 4Q 2017.

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 2017, se estima en USD 40.571.882, y corresponde al valor de la inversión al 30 de septiembre de 2017 en conjunto a la distribución de dividendos ocurrida el 31 de diciembre de 2017.

Valorización de Inversiones (USD)	
Patrimonio Principal Enhanced Property Fund, L.P., al 30 de septiembre de 2017	1.450.498.033
Patrimonio atribuible a Principal Real Estate USA (2,76%) al 30 de septiembre de 2017	40.041.834
Retorno Neto 4Q 2017 (2,23%)	892.933
Distribución de dividendo 31 de diciembre de 2017	-362.885
Patrimonio atribuible a Principal Real Estate USA al 31 de diciembre de 2017	40.571.882

Tabla VI: Valor Inversión al 31 de diciembre de 2017.
(Fuente: Principal, estimaciones ICR)

Para determinar si la apreciación del capital de 2,23% es consistente con datos de mercado, ICR calculó la rentabilidad anual y del cuarto trimestre de 2017, para una muestra de 93 compañías de Real Estate en Estados Unidos, obtenida de la plataforma Infront Analytics, 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 2017.

Asimismo, el rendimiento del fondo alcanzó cifras similares a la muestra comparable.

Cuadro Comparativo al 31 de diciembre de 2017		
	4Q 2017	1 año
Performance PEPF	2,23%	9,34%
Promedio Comparables	2,22%	5,91%
Mediana Comparables	2,31%	5,65%
Desviación Estándar Comparables	8,17%	16,06%

Tabla VII: Análisis Comparativo.

Fuente: Elaboración propia, datos Principal e Infront.

La valorización de las inversiones no registradas del fondo Principal Real Estate USA, utilizó como insumo, el valor patrimonial del master fund, reportado por el General Partner. Dicho valor patrimonial contiene estimaciones del valor razonable de los activos subyacentes, los que por su naturaleza, no presentan cotizaciones de precios en mercados activos, por lo que dichas estimaciones se deben realizar utilizando técnicas de valorización.

Dado lo anterior, y para efectos de reforzar el criterio de utilizar como input, el valor de las inversiones informado por el GP, ICR Consulting solicitó, por medio de la administradora local, documentación que revelara información relativa a las políticas de valoración adoptadas por el General Partner.

Para estos efectos, la información provista consistió en el Limited Partnership Agreement, reporte ISAE y política de Valorización del General Partner. Cada uno de estos documentos contenía ítems relacionados con el proceso de valoración. Junto con ello, se envió un cuestionario (detallado en el anexo) al general partner, de manera de complementar la revisión del proceso.

De la revisión de la documentación y las consultas al GP, se destacan los siguientes aspectos:

- Si bien no existe un “Comité de Valoración”, el GP se apoya en un asesor externo (Altus), que a su vez contrata valorizadores externos independientes con frecuencia anual. Asimismo, se detalla que aquellos valorizadores externos deben seleccionarse de aquellas con reconocido prestigio y reconocimiento en USA.
- Existe una política de rotación de valorizadores externos (3 años)
- Se de cuenta que el principal método de valoración utilizados por los valorizadores externos consta de descuentos de flujos de caja.
- Se deja constancia de que no han existido desacuerdos con los valores razonables reportados. En caso contrario, Altus tiene facultad para contratar otros valorizadores.
- Adicionalmente, las activos subyacentes deben considerar una serie de condiciones que deben ser cumplidas, tales como el cumplimiento con la normativa vigente relevante (US GAAP - ASC 820)

- Cabe señalar que el cumplimiento de la norma se revela en los estados financieros auditados del año 2016 y en el Reporte ISAE
- En relación a contingencias, el general partner declara que ninguno de los activos subyacentes al portafolio ha enfrentado alguna contingencia relevante que pueda haber afectado el valor económico del activo. Asimismo, no se han realizado ajustes materiales sobre los valores reportados por los distintos general partner, por lo cual no se declaran discrepancias con los valores reportados por los distintos managers.

Respecto a lo anterior, ICR Consulting reconoce que el general partner cuenta con políticas definidas para el reconocimiento del valor razonable de las inversiones, dentro de las que existe una revisión tanto de las políticas de cada manager, como del track record de las empresas auditoras de los mismos.

Por otro lado, se destaca que los estados financieros auditados, reflejan el debido cumplimiento de la normativa aplicable, en este caso, US GAAP, y que no se han declarado contingencias ni ajustes en las valorizaciones entregadas por los valorizadores contratados por Altus.

Anexo: Cuestionario a General Partner

Questions	Answers
1 How often do both Valuation Committee and Valuation Sub-Committee perform?	We do not have a valuation committee, rather we use an independent, third-party Valuation Consultant (Altus) to value the properties. The values are updated monthly. Altus hires independent, third-party appraisers to value each asset once a year.
2 Who are the members of such committees?	N/A
3 How is the process of selecting third party price providers? What are the minimum requirements?	The valuation consultant is responsible for selecting the 3rd party appraisal firms. External appraisers are selected from nationally recognized firms and must have the MAI designation.
4 Is there a rotation policy of independent valuers?	Yes, the third-party appraisers are on a three year rotation.
5 Has there been any significant disagreement in the last twelve months, related to the reported fair values? What is the process to solve such disagreements?	No. If a disagreement arose, Altus could hire a different appraiser.
6 Has there been any important contingency in one of more underlying assets, in the last twelve months, that implied a significant reduction in the accounted fair value?	No
7 What kind of relevant adjustments to the reported fair value of the portfolio are commonly applied in order to comply with the accounting standards?	Asset values are determined by the independent third-party appraisal and consultant process described above. Debt is also marked to market value to comply with the accounting standards. This is done via a proprietary system that is included in the annual audit by Deloitte each year.

Francisco Loyola García-Huidobro
Gerente de Clasificación ICR
Revisor Valorizaciones

Av. Apoquindo 6550 Piso 18
floyola@icrchile.cl
Las Condes – Santiago
Tel: (56-2)28968200
www.icrchile.cl

Fernando Villa Poblete
Gerente de Corporaciones ICR
Responsable de Valorizaciones

Av. Apoquindo 6550 Piso 18
fvilla@icrchile.cl
Las Condes – Santiago
Tel: (56-2)28968207
www.icrchile.cl

Makarena Galvez Lemus
Analista de Corporaciones y
Valorizaciones

Av. Apoquindo 6550 Piso 18
ggajardo@icrchile.cl
Las Condes – Santiago
Tel: (56-2)28968211
www.icrchile.cl

Gastón Gajardo Lira
Analista de Corporaciones y
Valorizaciones

Av. Apoquindo 6550 Piso 18
ggajardo@icrchile.cl
Las Condes – Santiago
Tel: (56-2)28968211
www.icrchile.cl