



**“VALORIZACIÓN DE LA EMPRESA LATAM LOGISTIC PER
PROPCO LURÍN I S.R.L.”**

**Trabajo de Investigación presentado
para optar al Grado Académico de
Magíster en Finanzas**

Presentado por

Sra. Mayra Alejandra Checa Huamantínco

Sra. Cindy Jhanina Martínez Osorio

Asesor: Profesor Alfredo Aguilar Córdova

2019

Dedicamos el presente trabajo de investigación a nuestras familias por su comprensión y apoyo incondicional durante el tiempo dedicado a esta importante etapa de nuestras vidas.

Agradecemos a todos nuestros profesores,
Director Académico de la Maestría en Finanzas
y, a nuestro asesor por su orientación, aportes y
críticas al presente documento.

Resumen ejecutivo

El presente trabajo de investigación corresponde a la valorización de la empresa Latam Logistic Per Propco Lurín I, perteneciente al grupo económico Latam Logistic Properties, con matriz en Costa Rica, dedicada al desarrollo y alquiler de parques logísticos industriales en mercados emergentes.

Los elementos evaluados en la presente valorización corresponden a información disponible a diciembre 2018, considerando las principales variables endógenas y exógenas que podrían afectar la proyección del flujo de caja libre de la compañía. Asimismo, este trabajo tiene carácter estrictamente académico y las opiniones vertidas en el presente documento se basan en la opinión del grupo a la fecha de emisión y de ninguna manera debe ser considerado como una oferta o solicitud de compra de participaciones.

Resulta importante indicar que la motivación de la presente tesis surge por el hecho de que Propco I inició sus actividades en febrero del año 2016 y se encuentra en etapa preoperativa; por consiguiente, se constituye como una empresa nueva o *young company*, tipo de compañía que, por sus características, resulta desafiante tanto por la forma de modelamiento de flujos, así como la determinación de la tasa de descuento. En ese sentido, se considera adecuado asumir el reto de valorizar este tipo de empresa a través de una investigación especializada, utilizando todos los elementos y conocimientos adquiridos durante la maestría, a fin de brindar un aporte diferenciado a nivel teórico y práctico.

En ese sentido, dado que la compañía es una empresa no cotizada, la información base del análisis ha sido proporcionada por la misma compañía; asimismo, se ha tenido acceso a diferentes reportes elaborados por terceros respecto de la situación de la compañía, de la industria y estudios de mercado disponibles.

La metodología utilizada para hallar el valor fundamental es el flujo de caja descontado complementado con la metodología de valoración de nuevas empresas (MVNE). Este método utiliza el concepto de valor presente ajustado (VPA) propuesto por Maquieira y Willatt (2006) para valorizar emprendimientos nuevos estimando el valor presente del ahorro tributario de los gastos financieros, discriminando la procedencia de los flujos y los descuenta a tasas diferentes, de acuerdo con el costo de oportunidad de los recursos empleados en cada caso según lo propone Damodaran (2009).

Como resultado, el valor por participación de la empresa Propco I es de US\$ 42.238.763, que se encuentra por encima de su valor en libros en un 49.68% por el monto de US\$ 32.571.022, al cierre de diciembre 2018. Considerando una sensibilización del nivel de vacancia de almacenes que afectaría directamente el flujo de ingresos, así como de la tasa de descuento considerada, se obtiene un rango de valores oscilante entre US\$ 40.642.077 y US\$ 47.978.386

Finalmente, se puede concluir que la empresa Propco I, al ingresar al mercado con un producto y oferta diferenciada, podrá convertirse en un referente para la industria de condominios logísticos en el Perú y en la región en corto tiempo, generando valor a sus inversionistas y clientes.

Índice de contenidos

Índice de tablas	ix
Índice de gráficos	x
Índice de anexos	xi
Capítulo I. Introducción	1
Capítulo II. Descripción del negocio	2
1. Estructura organizacional.....	2
2. Principales funcionarios.....	2
3. Líneas de negocio.....	3
4. Modelo de negocio e inversión	3
5. Tipos de clientes.....	5
6. Áreas geográficas.....	6
7. Hechos de importancia.....	6
8. Ciclo de vida de la empresa	7
9. La cadena de valor	7
Capítulo III. Análisis del macroambiente	9
1. Entorno macroeconómico	9
2. Análisis FODA.....	10
Capítulo IV. Descripción y análisis de la industria	12
1. Análisis de Porter	13
2. Principales competidores	13
Capítulo V. Posicionamiento competitivo y factores organizativos y sociales	15
1. Visión, misión y valores.....	15
2. Identificación de la propuesta de valor	15

3. Matriz Canvas	16
4. Ventaja competitiva	16
5. Estrategia y demanda potencial.....	17
6. Factores organizativos y sociales	17
Capítulo VI. Análisis financiero.....	19
1. Análisis financiero de la empresa	19
2. Ventas.....	19
3. Estructura de costos y gastos	20
4. Impuestos	20
5. Financiamiento.....	20
6. Propiedades de inversión.....	21
7. Análisis vertical.....	21
8. Análisis horizontal	21
9. Características de la inversión.....	22
Capítulo VII. Valorización	23
1. MVNE.....	23
1.1. Cálculo del valor presente neto con recursos propios (VPNrp)	24
1.1.1. Determinación del flujo de caja libre	24
1.2. Valor terminal	27
2. Cálculo del valor presente neto de la deuda (VPN d)	27
3. Cálculo del VPA y el valor de la nueva empresa VNE.....	28
4. Metodología para la determinación del costo promedio ponderado de capital.....	29
5. Análisis de sensibilidad.....	31
Capítulo VIII. Análisis de riesgos	33
1. Riesgo de mercado	33
2. Riesgo de tipo de cambio	33
3. Riesgo de tasas de interés.....	33

4. Riesgo de crédito.....	34
5. Riesgo de liquidez.....	34
6. Riesgo de capital	34
Conclusiones	36
Bibliografía	37

Índice de tablas

Tabla 1.	Principales funcionarios de LLP.....	2
Tabla 2.	Análisis PESTEL.....	9
Tabla 3.	Matriz FODA.....	10
Tabla 4.	Clasificación de almacenes industriales según sus características	14
Tabla 5.	Características del financiamiento.....	20
Tabla 6.	Cálculo del VPNrp	24
Tabla 7.	Flujo de caja libre	25
Tabla 8.	Tasa de impuesto a la renta efectiva para Propco I	25
Tabla 9.	Proyección del capital de trabajo.....	26
Tabla 10.	Determinación del VT	27
Tabla 11.	Cálculo de impuesto a la renta.....	28
Tabla 12.	Cálculo del impuesto a la renta sin gastos financieros	28
Tabla 13.	Cálculo del ahorro tributario por gastos financieros.....	28
Tabla 14.	Cálculo del valor patrimonial de la empresa Propco I.....	29
Tabla 15.	Resumen de valorización de Propco I	30
Tabla 16.	Supuestos para la sensibilización del flujo de caja libre.....	31
Tabla 17.	Supuestos de sensibilización de tasa de descuento.....	31
Tabla 18.	Sensibilización de valores	32
Tabla 18.	Matriz de riesgos	35

Índice de gráficos

Gráfico 1.	Plan maestro del Parque Logístico de Lima Sur.....	4
Gráfico 2.	Tipos de clientes	5
Gráfico 3.	Hechos de importancia	6
Gráfico 4.	Características de las empresas durante su ciclo de vida.....	7
Gráfico 5.	Valores de LLP.....	15
Gráfico 6.	Valor unitario de participación de Propco I.....	30

Índice de anexos

Anexo 1.	Estructura organizacional	40
Anexo 2.	Crecimiento económico de la región	41
Anexo 3.	Principales actividades de la empresa Latam Logistic Per Propco Lurín I S.R.L. ..	42
Anexo 4.	Clasificación de clientes de Propco I.....	44
Anexo 5.	Ubicación del Parque Logístico Lima Sur en Lima Perú	45
Anexo 6.	Cadena de valor de la empresa Latam Logistic Per Propco Lurín I S.R.L.	46
Anexo 7.	Análisis PESTEL.....	47
Anexo 8.	Zonas de mayor concentración de almacenes en Lima y Callao	48
Anexo 9.	Certificación Edge	49
Anexo 10.	Principales competidores – características comerciales	50
Anexo 11.	Matriz Canvas – Propco I.....	52
Anexo 12.	Clientes potenciales y demanda potencial del Parque Logístico Lima Sur	53
Anexo 13.	Organigrama del Grupo Latam Logistic Properties.....	54
Anexo 14.	Estados financieros.....	55
Anexo 15.	Análisis horizontal y vertical.....	56
Anexo 16.	Supuestos para la proyección de estados financieros	57
Anexo 17.	Estados financieros proyectados.....	62
Anexo 18.	Determinación de la tasa de descuento.....	64
Anexo 19.	Determinación cuantitativa del beta	67
Anexo 20.	Discusión teórica y aplicación del costo de oportunidad del capital	70
Anexo 21.	Determinación del valor y análisis de sensibilidad.....	75
Anexo 22.	NIC 40 propiedades de inversión	76
Anexo 23.	Capital de trabajo KT	77

Capítulo I. Introducción

El trabajo de investigación tiene como objetivo determinar el valor fundamental de las participaciones de la empresa Latam Logistic Per Propco Lurín I S.R.L. (Propco I), a fin de verificar el potencial incremento de valor para los partícipes. Resulta importante indicar que la motivación de la presente tesis surge por el hecho de que Propco I inició sus actividades en febrero del año 2016 y se encuentra en etapa preoperativa; por consiguiente, se constituye como una empresa nueva o *young company*, tipo de compañía que, por sus características, resulta desafiante tanto por la forma de modelamiento de flujos, así como la determinación de la tasa de descuento. En ese sentido, se considera adecuado asumir el reto de valorizar este tipo de empresa a través de una investigación especializada, utilizando todos los elementos y conocimientos adquiridos durante la maestría, a fin de brindar un aporte diferenciado a nivel teórico y práctico.

Este documento ha sido estructurado en ocho capítulos. En el capítulo II se presenta una descripción general de la empresa y se explican elementos importantes como la estructura organizacional, las líneas de negocio, los tipos de clientes y las áreas geográficas de influencia. Adicionalmente, se evalúa la etapa de ciclo de vida de la empresa y se analiza la cadena de valor. En el capítulo III se encuentra un análisis del macroambiente, aplicando herramientas como el análisis PESTEL y FODA. Asimismo, en el capítulo IV se expone el análisis de la industria, mediante el análisis de Porter y la presentación de las características de la competencia. Adicionalmente, en el capítulo V se muestra el análisis competitivo y los factores organizativos y sociales de la compañía, identificando la propuesta de valor, la matriz Canvas, la ventaja competitiva, la estrategia aplicada y la demanda potencial.

En el capítulo VI se presente el análisis financiero de la compañía durante su periodo de gestación, identificándose las principales partidas en la estructura de estados financieros. La metodología de valorización se desarrolla en el capítulo VII, y se muestran los resultados de la aplicación del método de valorización de nuevas empresas (MVNE), los flujos estimados y el costo de capital aplicado. Posteriormente, en el capítulo VIII, se presenta el análisis de riesgos de mercado y financieros.

Finalmente, se presentan los resultados y conclusiones de la valorización de la compañía, según el análisis de los diferentes aspectos considerados en esta investigación.

Capítulo II. Descripción del negocio

La empresa Latam Logistic Per Propco Lurín I S.R.L., en adelante Propco I, es una empresa privada cuyo objeto social es la adquisición y desarrollo de parques logísticos industriales en Perú para su posterior arrendamiento operativo con contratos a largo plazo. Fue creada en febrero 2016 y pertenece al grupo empresarial Latam Logistic Properties (LLP), cuya casa matriz se encuentra en Costa Rica. El grupo económico LLP tiene presencia en 4 regiones de Latinoamérica como Costa Rica, Panamá, Colombia y Perú. LLP se dedica a la propiedad, adquisición, desarrollo y gestión de propiedades logísticas en mercados emergentes de Latinoamérica. Invierten en bienes inmuebles a través de subsidiarias de propiedad absoluta y otras entidades a través de las cuales coinvierten con socios e inversionistas. Mantienen un nivel significativo de propiedad en los negocios de coinversión (puede ser control total o mayor al 50 %).

1. Estructura organizacional

Propco I es una sociedad de responsabilidad limitada que tiene la siguiente composición:

- 1) Latam Logistic Properties S. de R.L. con el 99,99 % de participaciones
- 2) Latam Logistic Properties Holdings, LLC con el 0,01 % de participaciones

Al 31 de diciembre 2018 la empresa posee 93.455.478 participaciones de un valor nominal de S/ 1,00 cada una.

2. Principales funcionarios

Los principales funcionarios tienen más de 15 años de experiencia comprobada en el sector logístico y de bienes raíces a nivel mundial:

Tabla 1. Principales funcionarios de LLP

Funcionario	Cargo	Experiencia
Mike Fagman	CEO	AMB / Prologis INC
Annette Fernández	CFO	Fibra Prologis / AMB
Alvaro Chinchayán	Country Manager Perú	Centenario/Grupo Peca/ BSF Almacenes
Juan Pablo Rojas	Director de Desarrollo	PM Coyol Free Zone y Global Park
Peter Nielsen	Asesor de Desarrollo	Prologis
Peter Konrad	Asesor de Desarrollo	AMB
Jaguar Growth Partners	Directorio	Fondo de Inversión

Fuente: LLP. Elaboración propia

3. Líneas de negocio

Las líneas del negocio son: inversiones inmobiliarias (capital estratégico) y operaciones inmobiliarias.

- Las inversiones inmobiliarias incluyen la adquisición de la propiedad (terrenos industriales) y el desarrollo de esta, a través de la construcción de parques logísticos industriales, convirtiéndola en una empresa desarrolladora.
- Las operaciones inmobiliarias se llevan a cabo a través del arrendamiento y la administración de los almacenes logísticos, la materialización de los ingresos se efectúa a través de esta línea, la cual se concreta con la recaudación del alquiler de los arrendamientos operativos de largo plazo (entre 5 y 20 años).

Así, la suma de las líneas de negocio explotadas por la compañía converge la actividad de Propco I en una *real estate* de mercados emergentes.

4. Modelo de negocio e inversión

El modelo de negocio consta de la construcción de condominios de almacenes industriales de estándar internacional para su posterior arrendamiento. Propco I adquirió 3 terrenos en la Zona Sur-Lurín para la construcción del Parque Logístico Lima Sur. La inversión total se divide en 2 fases y 6 etapas que equivalen a la construcción de 6 edificios de almacenes de aproximadamente 20.000 m² de área neta rentable (ANR) cada edificio, según se muestra en el gráfico 1.

Gráfico 1. Plan maestro del Parque Logístico de Lima Sur



Fuente: LLP 2019. Elaboración propia

Los ciclos del negocio son dos:

- 1) Ciclo preoperativo: referido a la construcción de los edificios
- 2) Ciclo operativo: desarrolla el arrendamiento y la administración del parque logístico

Propco I se encuentra en el ciclo operativo de la primera etapa llamada E100 y en el ciclo preoperativo de la segunda y tercera etapa, llamadas E200 y E300, edificios correspondientes a la fase 1 de inversión, así como para la fase 2 del complejo.

El plan de inversión de LLP, como matriz, consiste en invertir y apostar por el desarrollo del sector inmobiliario logístico en mercados emergentes con fundamentos económicos que reducen la exposición al riesgo de mercado (ver anexo 2), lo cual a su vez permite obtener financiamiento mediante socios estratégicos, como ha sido el caso de Propco I y el International Finance Corporation (IFC).

Así Propco I, como unidad operativa, se encuentra enfocada en la adquisición de terrenos, construcción de inmuebles logísticos y posterior arrendamiento. Cabe indicar que el fondo de inversión, que controla a la matriz, brinda el capital inicial para las inversiones y a su vez se encarga de la autorización de los desembolsos de capital para la inversión, de acuerdo con el avance de obras y colocaciones.

Por su parte, el IFC, como socio estratégico para el financiamiento, otorga los préstamos en fases o etapas; en ese sentido, también requiere condiciones específicas para la continuidad de los

desembolsos, tales como garantías dinerarias, porcentaje de colocaciones de contratos de arrendamiento o contratos de intención, así como evaluación de ratios de endeudamiento.

Las principales actividades de la empresa se pueden dividir en cuatro: la adquisición de terrenos, la construcción de almacenes, el arrendamiento de los almacenes y la gestión operativa del parque logístico (ver anexo 3).

5. Tipos de clientes

El enfoque comercial de Propco I está orientado a brindar servicios a otras empresas (B2B), se dirige a sectores diversos con necesidades de almacenaje y gestión logística eficiente, dentro de los cuales se pueden ubicar principalmente a *retailers*, prestadoras de servicio logístico y distribuidores en general, cuyas necesidades de espacio oscilen entre 4.000 y 22.000 m². Dadas las características del mercado peruano y las industrias desarrolladas en el mismo, Propco I ha considerado tres tipos potenciales de clientes:

Gráfico 2. Tipos de clientes

Empresas del sector de bienes de consumo
<ul style="list-style-type: none">• Pueden ser empresas de alimentos y bebidas, cosmética, equipamiento del hogar, electrodomésticos, automotriz, etc. que requieren una eficiente gestión logística con el objetivo de conseguir mayor productividad para satisfacer la demanda de sus clientes de los diferentes sectores con velocidad y agilidad.
Empresas del sector Retail
<ul style="list-style-type: none">• Pueden ser supermercados, tiendas por departamento, tiendas de mejoramiento del hogar y empresas minoristas en general que buscan alcanzar la satisfacción del consumidor final. Para ello es vital una buena gestión logística que optimice su servicio relacionado con la venta al público y las ventas e-commerce hoy en crecimiento.
Empresas Logísticas 3PL
<ul style="list-style-type: none">• Logística tercerizada por sus siglas en inglés, son empresas que se encargan del almacenamiento y distribución de mercancías de un fabricante externo.• En el Perú los operadores logísticos están optando por arrendar almacenes especializados para manejar las operaciones de sus clientes en lugar de invertir en almacenes propios ya que les resulta menos oneroso y pueden dedicarse a su core business que es la gestión logística.

Fuente: Propco I. Elaboración propia

Adicionalmente, tomando en consideración la potencial sinergia que genera el grupo LLP en la región, a nivel corporativo los clientes son clasificados en cuatro categorías que influirán en el

momento de la negociación comercial. Dichas categorías corresponden a *gold*, *silver*, *bronze* y otros (ver anexo 4).

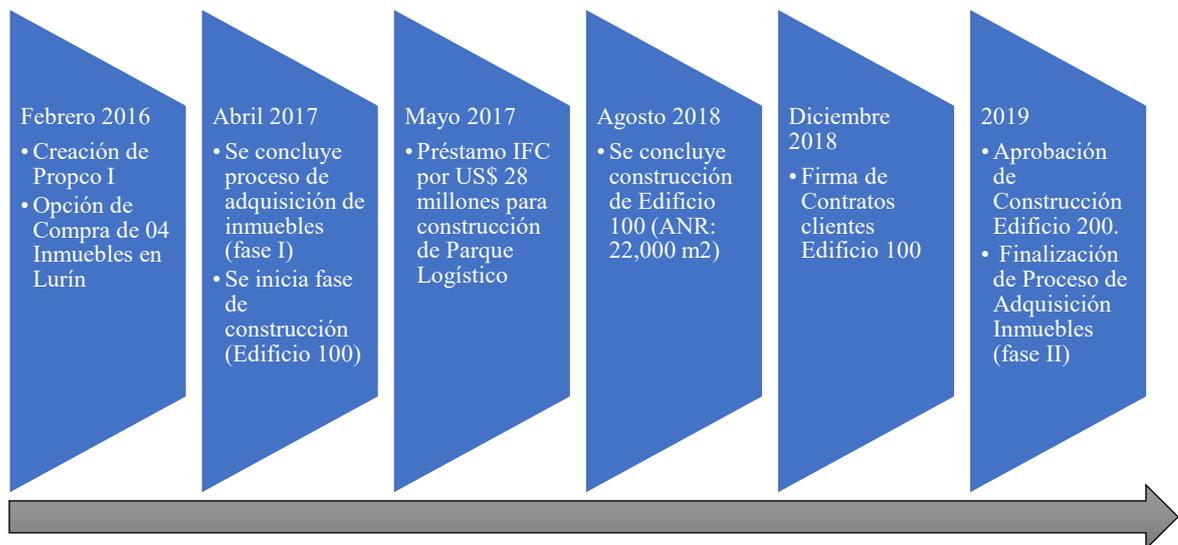
6. Áreas geográficas

Los almacenes industriales en Lima se encuentran ubicados estratégicamente en 4 zonas: Lima Este (Huachipa), Lima Centro (Centro de Lima), Lima Oeste (Callao y Ventanilla), y Lima Sur (Lurín y Chilca). En los últimos años, Lima Sur, en especial Lurín, se ha convertido en una zona atractiva para los desarrolladores de condominios de almacenes, debido a la alta presencia industrial, disponibilidad y menor precio de terrenos, buena infraestructura para servicios, rápidas vías de acceso, menos tráfico y cercanía al centro de la ciudad, puertos y aeropuertos. El proyecto Parque Logístico Lima Sur se encuentra en la Zona Industrial de Lurín, Av. Gasoducto s/n, lote 2, Las Praderas de Lurín, de acceso fácil a la carretera Panamericana Sur. Está ubicado en un terreno totalmente saneado y cuenta con zonificación industrial y habilitación urbana (ver anexo 5).

7. Hechos de importancia

A continuación se detallan los principales hechos de importancia de Propco I desde su creación:

Gráfico 3. Hechos de importancia

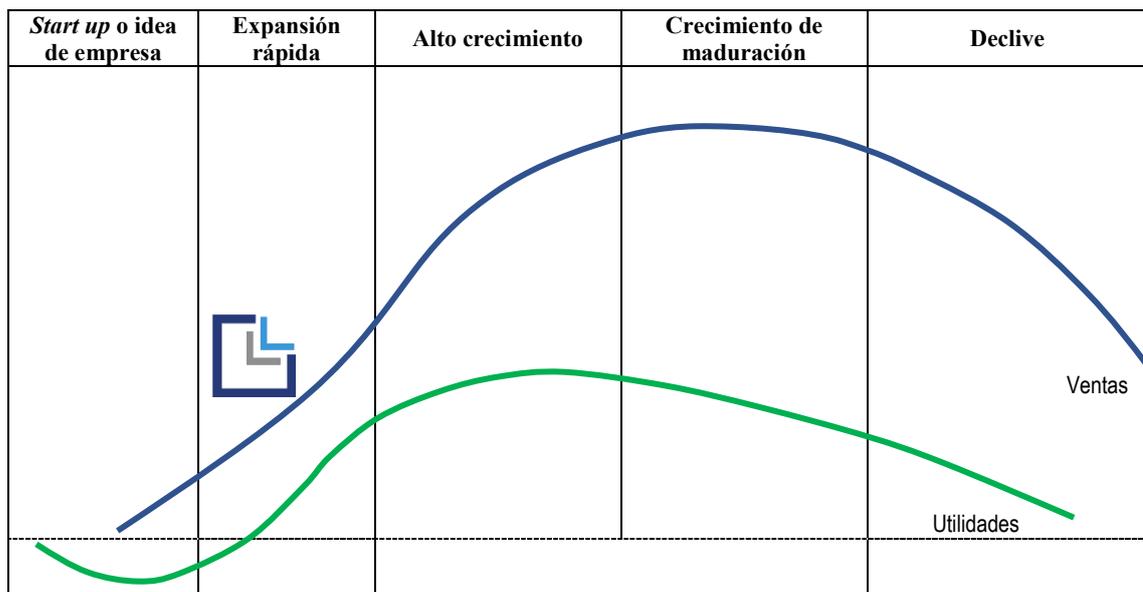


Fuente: LLP. Elaboración propia

8. Ciclo de vida de la empresa

Según Damodarán (2012), el valor de una empresa se basa en su capacidad de generar flujos de efectivo y en general las empresas más rentables son las empresas que tienen más valor. Sin embargo, las empresas llamadas *young firms* a menudo pierden dinero en sus inicios, pero a veces aún tienen alto valor. El problema con estas empresas no es que pierdan dinero, sino que no tienen historia, o no tienen activos tangibles sustanciales para generar valor en sus inicios. Entonces el problema para valorar estas empresas no es un problema conceptual sino de estimación, porque el valor de las empresas es el valor presente de los flujos de efectivo que generan, pero en empresas jóvenes será más difícil de estimar. Por eso, Damodarán muestra los ciclos de vida de la empresa y cómo la fuente de información y de valor cambia a lo largo del ciclo de vida de las empresas. Según esta descripción, Propco I se encuentra en la etapa de expansión rápida que se caracteriza por el incremento de ingresos y utilidad baja o negativa.

Gráfico 4. Características de las empresas durante su ciclo de vida



Fuente: Damodaran 2002: 645. Elaboración propia

9. La cadena de valor

Según Porter (1987), la cadena de valor permite dividir la compañía en sus actividades relevantes a fin de entender el comportamiento de los costos y las fuentes actuales y potenciales de diferenciación, para realizarlas mejor o con menor costo que los rivales, logrando así una ventaja

competitiva. El análisis de la cadena de valor permite a la empresa saber cuáles de sus operaciones crean valor y cuáles no. Propco I es una empresa dedicada al desarrollo y arrendamiento operativo de parques logísticos industriales (ver anexo 6).

De las actividades primarias, se resalta la importancia de la operación (desarrollo) y comercialización y ventas como las actividades de mayor generación de valor, debido a que con ellas se asegura la ventaja competitiva de la empresa y la comercialización del producto final al cliente objetivo.

Capítulo III. Análisis del macroambiente

1. Entorno macroeconómico

Según Johnson (2006), el marco PESTEL constituye un modelo adecuado para comprender el entorno de las organizaciones con el objetivo de identificar cuestiones clave y formas de abordar la complejidad de factores que afectan el desarrollo de las organizaciones. En ese sentido, se ha evaluado los factores políticos, económicos, sociales, tecnológicos, ambientales y legales relevantes para la empresa Propco I.

Tabla 2. Análisis PESTEL

EVALUACIÓN DE FACTORES		
1. POLÍTICO	Impacto	Probabilidad
1.1. Inestabilidad política	Alto	Alta
1.2. Restricción a desarrollo de proyectos	Alto	Baja
2. ECONÓMICO	Impacto	Probabilidad
2.1. Crecimiento de la economía peruana	Alto	Medio
2.2. Incremento de la tasa de interés de referencia	Medio	Media
2.3. Aumento del tipo de cambio PEN/USD	Medio	Media
3. SOCIAL	Impacto	Probabilidad
3.1. Menor disponibilidad de personal especializado	Medio	Baja
3.2. Tendencias de consumo en el público objetivo	Alto	Alta
4. TECNOLÓGICO	Impacto	Probabilidad
4.1. Obsolescencia tecnológica de equipos	Bajo	Alta
4.2. Uso de internet y apps en el desarrollo corporativo	Medio	Alta
5. LEGAL	Impacto	Probabilidad
5.1. Permisos para el desarrollo de las nuevas edificaciones	Alto	Medio
5.2. Incumplimiento de contratos con proveedores	Medio	Baja
6. ECOLÓGICO	Impacto	Probabilidad
6.1. Factores climatológicos y desastres naturales	Medio	Baja
6.2. Mayor conciencia medioambiental corporativa	Medio	Alta
ANÁLISIS PESTEL		
De la evaluación de factores se establece que el crecimiento de la compañía depende en gran medida del desempeño de la economía en general, lo cual a su vez se ve directamente afectado por la estabilidad política del país. En ese sentido, a pesar de los escándalos políticos, se ha observado que el crecimiento económico del país continúa liderando la región. Adicionalmente se observan oportunidades de acceso a los mercados por los cambios de tendencia de consumo respecto a una mayor preferencia por outsourcing logístico, lo que también se ve favorecido por el mayor desarrollo tecnológico y las preferencias por propuestas medioambientales eficientes. Asimismo, se percibe como una debilidad, la dificultad y los tiempos requeridos en conseguir los permisos municipales necesarios para los terrenos industriales y el inicio de operaciones en cada etapa del proyecto.		

Fuente: LLP. Elaboración propia (ver anexo 7)

2. Análisis FODA

Según Dess (2011), el análisis FODA constituye un instrumento de análisis a nivel interno y externo de una organización. Así, se procedió a plasmar los elementos relevantes para las estrategias que viene aplicando Latam Logistic PER PropCo Lurín I S.R.L:

Tabla 3. Matriz FODA

Fortalezas	Debilidades
<ul style="list-style-type: none"> - Cuenta con un terreno de 120,000 M2 para el desarrollo de la primera fase de inversión, el mismo que cuenta con habilitación urbana y zonificación industrial. - El servicio ofertado cuenta con estándares internacionales, los que cada vez son más requeridos por las empresas globales. - Cuenta con Certificación medioambiental EDGE. - Respaldo y la experiencia de la matriz, LatAm Logistic Properties y del Fondo de Inversión. 	<ul style="list-style-type: none"> - Precio de servicio más elevado respecto a la competencia más cercana, a pesar que no se constituyen como sustitutos perfectos. - Plazos de construcción de los inmuebles conformantes del parque logístico, así como los trámites municipales y plazos para la habilitación de terrenos y permisos. - Falta de proveedores (contratistas) con los conocimientos técnicos especializados para la construcción de los inmuebles.
Oportunidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> - Crecimiento promedio del PBI en los últimos 05 años mayor que la región y mercados desarrollados. - Ausencia de oferta de almacenes de estándares internacionales. - Potencia ingreso de nuevas cadenas de distribución. - Incremento de la demanda por almacenes de altos estándares, asociado al crecimiento del sector comercio y logístico. 	<ul style="list-style-type: none"> - Incremento de oferta de sustitutos no perfectos (almacenes de diferente estandar al de <i>LatAm</i>). - Potencial ingresos de nuevos competidores con modelos y estándares similares a <i>LatAm</i> - Desaceleración económica por inestabilidad política en el país, lo que requiere contar con ventajas competitivas.

Fuente: LLP. Elaboración propia

De los factores evaluados en la matriz FODA, se observa que en la práctica la compañía desarrolla una estrategia de combinación sobre la base de sus fortalezas y oportunidades (estrategia ofensiva), ya que sostiene su crecimiento en las oportunidades que brinda el mercado tanto a nivel del crecimiento de la economía en general, así como la apuesta de nuevos demandantes al mercado (ingreso de potenciales clientes al mercado peruano), a través del activo desarrollado (con estándares internacionales), prestación de servicios diferenciados, así como con el respaldo y experiencia de su matriz, se pretende afrontar la potencial demanda de mercado.

Adicionalmente, como estrategia defensiva, la compañía considera apostar por sus servicios diferenciados y valor agregado en sus servicios a fin de contrarrestar la diferencia de precios que se puede hallar en el mercado. Asimismo, a pesar de que existe una amenaza latente de entrada de nuevos competidores, la administración considera que existen suficientes barreras de entradas relacionadas a los niveles de inversión, conocimiento de modelo, así como plazos de construcción que permitirán a Propco I reaccionar oportunamente ante dichos eventos.

Capítulo IV. Descripción y análisis de la industria

Propco I se define como una compañía dedicada al desarrollo de proyectos inmobiliarios logísticos, específicamente dentro del subsector conocido como *real estate* logístico. Según Pinto (2015), bajo esta definición la empresa objeto de análisis se desarrollaría en la industria de servicios financieros o *financial services*; sin embargo, dado que dicho subsector en la rama específica no cuenta con un desarrollo profundo en el país, se considera tomar en cuenta como sector relevante el inmobiliario industrial, específicamente orientado a la oferta de condominios de almacenes, que es principalmente donde se desarrolla la fase operativa del negocio de Propco I y, por ende, incide específicamente en las proyecciones relativas a la operación.

Así, según información Colliers International (2018), se identifican cuatro grandes localizaciones donde se concentra la actividad almacenera: zona oeste (43 %), zona centro (6 %), zona este (7 %) y zona sur (45 %). Se destaca que la zona sur cuenta con mayor nivel de *stock*, habiendo desplazado la actividad que tradicionalmente se concentra en la zona oeste, por su cercanía al puerto y al aeropuerto (Callao) (ver anexo 8).

Adicionalmente, se proyecta un incremento de la oferta de almacenes en las cuatro zonas de impacto del sector, medido a través de la entrega de nuevos proyectos y ampliaciones de los parques actuales; sin embargo, cabe resaltar que este incremento en la oferta no corresponde a sustitutos perfectos a los servicios ofrecidos por Propco I a la fecha.

Asimismo, según Binswagner (2017), dentro de la oferta de almacenes se puede encontrar oferta de almacenes del tipo *stand alone* y en parques logísticos (condominio de almacenes), los primeros se caracterizan principalmente por no operar dentro de un complejo o parque organizado. Además, la gestión y gastos relativos al mantenimiento y seguridad son gestionados por el propio operador del local. En ese sentido, se ha observado que dependiendo de los requerimientos específicos de las empresas preferirán uno u otro formato de almacenes. En la tabla 4 se observa algunas consideraciones entre los formatos de almacenes detallados en este punto, según reportes de mercado de terceros, así como el propio conocimiento de mercado de Propco I.

De lo indicado anteriormente y considerando las características del negocio de Propco I, se concluye que la zona de impacto en la que la empresa evaluada desarrolla sus operaciones corresponde a la Zona Sur de Lima, asimismo la oferta proporcionada encaja en el formato

conocido como almacén en condominio; consideraciones importantes al momento de evaluar la competencia al modelo de negocio, así como la demanda objetivo de la compañía.

1. Análisis de Porter

Según Porter (1997), existen cinco fuerzas competitivas que permiten definir la posición de la compañía en su entorno competitivo y proyección:

- Rivalidad entre competidores (alta): Si bien las características y estándares bajo los que ha sido construido el Parque Lima Sur no son comparables a otros almacenes, hay que tomar en cuenta que la oferta en los últimos años ha mostrado un importante crecimiento.
- Proveedores con poder de negociación (bajo): Dado que existe en el mercado una gran oferta de empresas de construcción y empresas de administración, seguridad y mantenimiento que son básicamente los principales proveedores que requiere la compañía. Por otro lado, están los proveedores de servicios públicos que tienen tarifas ya establecidas y reguladas.
- Poder de los clientes (alto): El poder de negociación de los clientes se encuentra relacionado a la cantidad de ofertantes y en los últimos años, la oferta de almacenes se ha incrementado considerablemente.
- Amenaza de sustitutos (media): Todavía existen empresas que optan por manejar el área logística/almacén dentro de sus instalaciones o prefieren almacenes de diferentes estándares a los ofrecidos por la empresa, como los almacenes *stand alone*.
- Amenaza de nuevos entrantes (media): No existen barreras de entrada elevadas en el sector, a excepción del nivel de inversión requerido para ingresar al mercado y encontrar un terreno con las dimensiones necesarias y saneado para ofrecer el tipo de servicio/inmueble que brinda la compañía.

2. Principales competidores

De la evaluación realizada se concluye que, actualmente, Propco I no cuenta con competidores que ofrezcan servicios de características o estándares equivalentes a los de la compañía; sin embargo, se reconoce que la oferta de alquiler de almacenes en condominio en la zona de influencia puede influir en los potenciales cierres de negociación. A continuación, se detallan las características de los servicios ofrecidos por Propco I (clase AA) y la oferta actual disponible en el mercado (clase A y B):

Tabla 4. Clasificación de almacenes industriales según sus características

CARACTERÍSTICAS	TIPO AA	TIPO A	TIPO B
Antigüedad del almacén	Menos de 10 años	Menos de 15 años	Más de 15 años
Altura (m2)	Más de 12 metros	Más de 8 metros	Menos de 8 metros
Material de los muros y techos (m2)	Ejm. Bloquetas de concreto y estructuras metálicas (aleaciones)	Ejm. Concreto precolado	Ejm: Albañilería
Tamaño de la superficie del terreno	60,000 m2 a más	2,599 m2 o más	Menor a 2,500 m2
Ubicación y vías de acceso	Primarias	Primarias	Secundarias
Sistema de seguridad	CCTV, control de accesos, iluminación, seguridad permanente.	CCTV, control de accesos, iluminación, seguridad permanente.	Control de accesos, iluminación, seguridad permanente.
Sistema contra incendios	Estandares de norma NFPA (National Fire Protection Association)	Red húmeda, rociadores	Red húmeda, extinguidores y mangueras de punto.
Certificaciones	Ambientales que permiten reducción de costos para los clientes	-	-

Fuente: Reporte Almacenes Lima y Callao 2018 – Colliers Internacional, Reporte Binswagner 2017, Propco I. Elaboración propia

Adicionalmente, los servicios ofrecidos por propco I cuentan con la certificación BPA (buenas prácticas de almacenamiento) y EDGE (*Excellence in Design for Greater Efficiencies*), lo que confirma el cumplimiento de altas normas de eficiencia y sostenibilidad de consumo de energía, agua y uso de materiales (ver anexo 9).

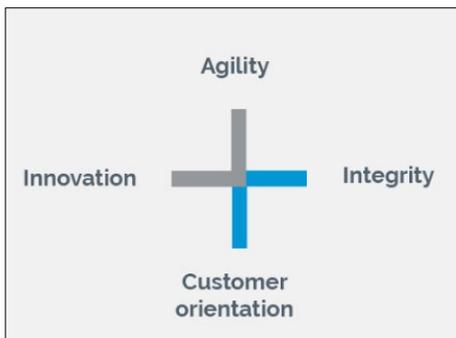
En ese sentido, a pesar de que, hasta el momento, no se ha ubicado sustitutos perfectos a los servicios ofrecidos por Propco I, tomando en consideración, a modo general el servicio de almacenamiento industrial y la proximidad a la ubicación del Parque Logístico Lima Sur, se puede identificar potenciales competidores locales (ver anexo 10).

Capítulo V. Análisis competitivo y factores organizativos y sociales

1. Visión, misión y valores

- Visión: Ser reconocidos como una empresa desarrolladora con estándar clase A en el mercado peruano y servir como punto de referencia y conexión regional para el crecimiento del mercado en general.
- Misión: Crear, construir y operar parques logísticos industriales, modernos y eficientes con los más altos estándares de la industria inmobiliaria orientada hacia las necesidades de los usuarios, asimismo crear un portafolio atractivo para los inversionistas interesados en los mercados emergentes.
- Valores: Los valores que representan a la organización son: agilidad, integridad, orientación al cliente e innovación.

Gráfico 5. Valores de LLP



Fuente: Latam Logistic Properties

2. Identificación de la propuesta de valor

Según Barnes (2009), la propuesta de valor es una estrategia de empresa que consiste en analizar a los clientes potenciales y sus necesidades de forma que la empresa pueda configurar óptimamente su oferta. En ese sentido, Propco I, cuenta con el Parque Logístico Lima Sur, a fin de ofrecer un servicio de arrendamiento de almacenes industriales dentro de condominios de almacenes con infraestructura diseñada con los estándares de los más modernos complejos logísticos en el mundo. Cuenta con un equipo de más de 15 años de experiencia en el desarrollo y administración de parques industriales en mercados desarrollados, facilitando y optimizando las operaciones logísticas de sus clientes. Las principales características que diferencian a Propco I

de sus competidores son las características técnicas del parque, que permite al usuario mayor eficiencia en sus operaciones logísticas.

3. Matriz Canvas

Osterwalder (2014) considera que un modelo de negocio es una herramienta conceptual que contiene un conjunto de elementos que se relacionan para expresar la lógica de un negocio. *The Business Model Canvas* es un método de análisis y comprensión del modelo de negocio que consiste en dividir el proyecto de negocio en nueve módulos que tratan de explicar cómo se puede generar ingresos y valor. Parten de la creación de una propuesta de valor que debe ser comunicada a los segmentos de clientes a través de canales de distribución específicos y esto conllevará a establecer relaciones con los clientes para conseguir y rentabilizar fuentes de ingresos. Todo esto será posible con la disponibilidad de recursos y realización de determinadas actividades clave. Además, será necesario establecer relaciones con socios clave y controlar los costos de toda la estructura. En el anexo 11 se encuentra la matriz Canvas desarrollada, en fase descriptiva, para la empresa Propco I.

4. Ventaja competitiva

Según Thompson (2012), los planteamientos para competir con éxito y obtener una ventaja competitiva sobre los rivales implican la capacidad de entregar más valor a los clientes que los rivales. Para ello se requiere desempeñar las actividades de la cadena de valor de manera distinta que los rivales, de manera que no lo igualen o superen con facilidad. Presentan cinco opciones básicas de estrategia competitiva (1) Estrategia de costos bajos, (2) Estrategia de diferenciación amplia, (3) Estrategia dirigida de bajo costo, (4) Estrategia dirigida de diferenciación, y (5) Estrategia de mejores costos del proveedor. La empresa Propco I emplea la estrategia dirigida de diferenciación, ya que la empresa explota las necesidades especiales y específicas del segmento de clientes al que ha decidido atender: (a) empresas multinacionales, (b) empresas regionales, (c) líderes en logística, manejo de carga, distribución y retail que requieren un alto nivel de eficiencia en sus operaciones logísticas y la empresa ofrece esta eficiencia a través del uso de almacenes modernos dentro de condominios de almacenes industriales desarrollados especialmente para las operaciones logísticas con un modelo de edificación de clase internacional con éxito comprobado. Se caracteriza por tener amplios patios de maniobras, altura mayor a 12 metros, pisos especialmente diseñados para el manejo de esta industria, sistema contra incendios según norma de la Asociación Nacional de Protección contra el Fuego (NFPA por sus siglas en inglés),

certificaciones medioambientales, áreas comunes concesionadas, entre otras. Propco I se encuentra operando y desarrollando el Parque Logístico Lima Sur, que hoy es el único condominio de almacenes industrial de clase mundial que ha ingresado al mercado peruano y puede cubrir las necesidades de este segmento de clientes en su totalidad.

5. Estrategia y demanda potencial

Dado que en el mercado peruano no existe oferta de almacenes con las especificaciones que tiene Propco I, la empresa espera que la competencia aumente rápidamente intentando imitar los aspectos diferenciados del producto. Por tanto, la estrategia se desarrolla así:

- 1) Enfatizar la experiencia del grupo económico LLP en construcción de edificaciones de este tipo, a diferencia de los desarrolladores locales.
- 2) Aprovechar la falta de oferta especializada en logística por parte de competidores globales.
- 3) Aprovechar la reducida oferta de terrenos en Lurín con la habilitación y certificación necesaria para desarrollar esta actividad en la Zona Sur de Lima, reduciendo así la competencia en el mediano plazo.

La preferencia y expectativa de Propco I es arrendar a tres clientes por edificio aproximadamente. Los almacenes clase B que se alquilan actualmente solo alquilan la caja (*dark shell* en inglés) entendido por los metros cuadrados de almacén a piso; Propco I alquilará la caja y ofrece mejoras adicionales a solicitud del usuario llamados *tenant improvements* (TI) que se refiere a construcciones específicas como oficinas, *mezanine*, área de refrigerado o espacios que el cliente decida construir dentro de la caja. De esta forma, el cliente puede obtener áreas personalizadas según sus necesidades en el mismo lugar de almacenaje y puede pagar esta inversión como un reembolso durante la vida del contrato evitando el desembolso de caja inmediato.

La muestra es una demanda potencial con altas probabilidad de cierre a diciembre de 2018 (ver anexo 12).

6. Factores organizativos y sociales

La empresa se encuentra en la implementación de las prácticas de buen gobierno corporativo desde la matriz, estableciendo políticas para cada etapa del negocio, así como para las actividades operativas, administrativas, financieras y de inversión. El grupo LLP tiene su matriz en Costa

Rica y las directrices se determinan desde la matriz haciéndose extensivas a través de la estructura y organigrama a los demás países. Busca siempre homogenizar las operaciones para que las personas se sientan identificadas con la cultura de la organización. Las particularidades de cada país en cuanto a normativas y legislación son integradas y reveladas en los procedimientos y manuales que comparte cada miembro de la organización. Asimismo, al tratarse de una empresa de inversión americana, cuenta con un procedimiento estricto y capacitaciones constantes de prácticas anticorrupción y lavado de activos (ver organigrama en el anexo 13).

Según el modelo de negocio de LLP, la empresa Propco I está creada para poseer las propiedades y no tiene empleados en su composición. La entidad que se encarga de la administración y gestión de la empresa es Latam Logistic Per Opco S.R.L., empresa peruana perteneciente al grupo.

Capítulo VI. Análisis financiero

La compañía inició operaciones el año 2016, ejecutando la inversión de la primera etapa del Parque Logístico Lima Sur que consta de tres edificaciones, como se muestra en el gráfico 1. Actualmente, se encuentra concluida la primera edificación, denominada edificio 100 y los siguientes dos edificios en fase de construcción. Se verifica que la inversión fue realizada con aportes de capital de los partícipes y un préstamo a largo plazo del IFC.

1. Análisis financiero de la empresa

Al cierre del periodo 2018, los ingresos de la empresa ascendieron a US\$ 99.275, constituyéndose, así como el primer periodo en el cual la compañía percibe ingresos provenientes del inicio de sus operaciones relativas a la explotación del Edificio 100. Los años previos (2016 y 2017) fueron principalmente intensivos en incremento del activo fijo relacionado con la construcción del Parque Logístico Lima Sur. Para los periodos posteriores se proyecta contar con mayores ingresos provenientes de la explotación de su principal activo, así como continuar con el desarrollo de las siguientes etapas del parque logístico. Además, se proyecta concluir con la adquisición de la compra de los inmuebles 3 y 4 aledaños al Proyecto Parque Lima Sur, lo que le permitirá ampliar su ANR.

El contexto actual de la empresa es que las directrices de la gestión financiera se reciben desde la matriz. Asimismo, la empresa presenta trimestralmente los resultados de sus avances de gestión al directorio compuesto por funcionarios del fondo de inversión y los principales funcionarios de LLP.

2. Ventas

La empresa no registra ventas para los periodos 2016 y 2017 (ver anexo 14). Estos periodos son considerados en etapa preoperativa. En diciembre de 2018 firmaron dos contratos de arrendamiento y se inició su etapa operativa. Por tratarse de contratos de largo plazo con periodos de renta libre, la empresa realiza el registro de sus ingresos por nivelación de renta que es el promedio de las rentas recibidas durante toda la vida del contrato. Asimismo, se registran ingresos por gastos de mantenimiento desde el primer mes de arrendamiento. Los ingresos por servicios básicos se registrarán al mes siguiente de firmada el acta de entrega, generalmente es fecha posterior al periodo de renta libre.

3. Estructura de costos y gastos

La empresa registra costos y gastos por los gastos incurridos en la administración y mantenimiento de las áreas comunes del parque logístico en el año 2018 con el ingreso de los primeros clientes de la etapa 1. Estos costos y gastos se refieren a la comisión del administrador, servicio de seguridad, limpieza, servicios básicos de las áreas comunes, impuestos de la propiedad, seguros de la propiedad y mantenimiento en general.

4. Impuestos

La empresa se encuentra en etapa preoperativa, por tanto, registra pérdidas tributarias que generan un saldo a favor de renta para los siguientes periodos. No se refleja el impuesto diferido en los estados financieros del año 2017, debido a que no había certeza del inicio de los ingresos. A partir del año 2018 se empieza a registrar activos y pasivos por impuesto diferido.

5. Financiamiento

En el año 2017, la empresa firma un acuerdo de préstamo sindicado con el International Finance Corporation, por el monto de US\$ 28.000.000 para el financiamiento de la construcción de los tres edificios de la primera fase. A diciembre de 2018, el IFC había desembolsado el importe de US\$ 10.000.000 y la empresa se encontraba pagando los intereses semestralmente.

La empresa se encuentra en el proceso de ampliación del préstamo para la segunda fase por un importe de US\$ 25.000.000 haciendo un total de US\$ 53.000.000. A continuación, se presenta un resumen de las características del financiamiento:

Tabla 5. Características del financiamiento

Financiamiento IFC	
Importe	: USD 53,000 en miles
Tasa	: 5.25 + libor 6 meses
Plazo	: 11 años
Periodo de gracia	: 32 meses
% Cuota Balloon	: 25%
Comisiones	: 2.60%
Tipo de Contrato	: Préstamo Paralelo Sindicado
Ratio D/P	: Máx. 85/15

Fuente: Propco I. Elaboración propia

La tasa de interés por el préstamo tiene una porción variable de acuerdo a la tasa Libor; por lo cual la empresa se encontraba evaluando un producto derivado para fijar la tasa; sin embargo, optó por desestimar dicha opción.

6. Propiedades de inversión

En el año 2017, la empresa completa la adquisición del inmueble 1, con un área bruta de 126.724,80 m² cuyo valor es de US\$ 40.440.000 a diciembre de 2018.

En el año 2019, la empresa tiene planificado ejecutar la opción de compra que posee desde el año 2016 por dos terrenos aledaños al Parque Logístico Lima Sur por un total de 124.694,19 m² de área bruta y, de esta forma, poder iniciar el desarrollo de la segunda fase del parque.

7. Análisis vertical

Conforme se puede visualizar en el anexo 15, al cierre del periodo 2018, el activo más importante corresponde al activo fijo (propiedades de inversión) que representó el 90 % del activo total de la empresa; por parte de las cuentas acreedoras, el 72 % se encuentra explicada por el patrimonio, mientras que el 28 % corresponden al pasivo corriente y no corriente. Así, del total pasivo, el 69 % corresponde a obligaciones financieras a largo plazo, correspondientes al préstamo recibido del IFC.

8. Análisis horizontal

Se observa que, a nivel del estado de situación financiera, las cuentas con cambios más relevantes son las cuentas efectivo, propiedades de inversión y obligaciones financieras. Esto se explica por el hecho de que durante los periodos evaluados (2016-2018) se inició la ejecución de obras de infraestructura para la puesta en marcha del Parque Logístico Lima Sur (incremento de la cuenta Propiedades de Inversión – hasta US\$ 40.440.000), asimismo en el periodo 2017 se observa el incremento de la cuenta efectivo y equivalentes de efectivo en 932 %, explicado por la recepción del préstamo a largo plazo del IFC.

9. Características de la inversión

Considerando las características de la empresa, se observa que su modelo es intensivo en inversión a largo plazo, lo que se verifica a través de la composición de su activo, el cual resulta explicado en un 92 % por activo no corriente, el cual a su vez está compuesto en un 98 % por el inmueble materia de explotación.

Por su parte, se verifica el activo se encuentra soportado en 72 % en el patrimonio de la compañía, mientras que el 28 % restante, en fuentes de financiamiento externas, de las cuales el 24 % corresponde a los pasivos no corrientes, a su vez compuesto por un 79 % por el préstamo del IFC.

Capítulo VII. Valorización

La empresa Propco I se encuentra en etapa de crecimiento, específicamente de expansión rápida caracterizada por el incremento de ingresos y utilidad negativa, según lo indicado en el capítulo I del presente documento; por tanto, se considera a Propco I como una empresa en etapa temprana o empresa nueva con disponibilidad de capital de riesgo. La valorización de este tipo de empresas presenta una dificultad principal y es que en los primeros años tienen pérdidas acumuladas por encontrarse en etapa de inversión, asimismo, no cuentan con una estructura de capital objetivo, sino la deuda es decreciente, generando un ahorro tributario que incrementa las pérdidas acumuladas y a su vez les sirve de crédito fiscal para la etapa de operaciones. En ese sentido, para valorizar esta empresa se ha decidido utilizar la metodología de valorización de nuevas empresas (MVNE) propuesta por Carlos Maquieira y Christian Willatt (2006) que se basa en el método del valor presente ajustado (VPA).

1. MVNE

La MNVE se basa en el método del VPA de una empresa o proyecto de emprendimiento. Este método establece que el VPA de una empresa equivale al valor presente neto (VPN) de una empresa financiada con recursos propios al 100 % más el valor presente de los efectos del financiamiento. Además, cuando la empresa tiene pérdidas acumuladas normalmente no tiene una estructura deuda/capital objetivo y la deuda es para la etapa de inversión y decreciente en el tiempo, por tanto, es posible considerar el valor de una empresa con deuda como el valor actual de sus flujos futuros más el valor presente del ahorro tributario asociado a la deuda con que se financia el proyecto (Gonzales 2015).

$$\text{VPA} = \text{VPN}_{rp} + \text{VPN}_d$$

VPN_{rp} = Valor presente neto con recursos propios

VPN_d = Valor presente neto de la deuda

Según Maquieira y Willat (2006), si la empresa se valorara usando los flujos de caja descontados a WACC, entonces se sobrevalora la empresa, y ocurriría lo contrario si la deuda es creciente. Por tanto, proponen un método para enfrentar esta situación que consiste básicamente en obtener el pago de los impuestos que la empresa pagaría en ausencia de la deuda y la diferencia resultaría en el ahorro tributario por la deuda, descontándolos a tasas de rendimiento diferentes, de acuerdo

con el costo de capital de los recursos propios empleados en cada caso, como lo presenta Damodaran (2009).

En ese sentido, para la empresa Propco I se ha aplicado esta metodología de la siguiente forma:

1.1.Cálculo del valor presente neto con recursos propios (VPNrp)

Como primer punto, procedemos a calcular el VPNrp del valor que resulta del flujo de caja libre FCL descontado a la tasa de costo de capital de una empresa financiada 100% con recursos propios o costo de capital sin deuda más el valor presente del valor terminal VT descontado a la misma tasa. Para Propco I se ha calculado dos tasas de descuento diferentes: 11.70% para el periodo 2019-2021 y 9.04% para el periodo 2022-2038 (ver anexo 20), a fin de reflejar adecuadamente el riesgo del inversionista en cada fase de la compañía por tratarse de una compañía nueva en etapa de crecimiento (Damodaran 2009).

Tabla 6. Cálculo del VPNrp (en US\$)

TABLA VPNrp			
Item	Tasa de descuento	Valor	Aporte
VPN(FCL) 2019-2021	11.70%	-50,900,221	30%
VPN(FCL) 2022-2038	9.04%	61,138,176	
VP(VT)	9.04%	23,806,882	70%
VPNrp		34,044,837	100%

Fuente: Elaboración propia

El VPNrp resulta en US\$ 34.149.322. Este valor correspondería al valor económico de los activos de Propco I como si estuviera financiada 100 % con capital propio, y se comprobó que la operación sí genera valor al ser financiada con capital propio.

1.1.1. Determinación del flujo de caja libre

La construcción del flujo de caja libre se realizó proyectando los principales estados financieros de la compañía como el estado de resultados y el estado de situación financiera. Se asume que la compañía se concentrará en la explotación de los inmuebles adquiridos y desarrollados durante el periodo 2019-2038.

Se ha realizado la proyección por 20 años al tratarse de una inversión en un bien inmueble cuya vida útil es mayor a 20 años y cuyo giro de negocio involucra contratos de arrendamiento a largo plazo. Se ha determinado un flujo a perpetuidad sobre la base del flujo del año 2038 y no se considera más inversiones adicionales en esta entidad tal como lo informa los funcionarios de la empresa.

Tabla 7. Flujo de caja libre (en US\$)

Flujo de Caja Libre (Dólares americanos)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2036	2037	2038
EBIT	-83,944	3,309,196	8,154,230	9,362,353	9,610,118	9,329,093	9,805,583	12,505,878	12,918,129	12,596,939
(-) Tasa de impuesto (efectiva)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.33%	18.34%	19.63%	23.96%	24.14%	24.00%
EBIT (1-t)	-83,944	3,309,196	8,154,230	9,362,353	9,193,621	7,618,237	7,880,568	9,509,174	9,799,811	9,573,745
+ Depreciación	930	930	930	847	431	431	431	643	643	-
- Capex	-29,895,355	-28,708,516	-886,315	0	0	-335,385	-26,685	0	0	-302,890
- Incremento en KT	-4,313,073	-5,816,220	-552,035	1,750,362	2,013,214	1,984,582	2,120,626	0	0	0
FCFF	-34,291,442	-31,214,610	6,716,810	11,113,562	11,207,266	9,267,864	9,974,939	9,509,817	9,800,454	9,270,855

Fuente: Elaboración propia

a) Supuestos para la proyección de los estados financieros

Se analizó cada una de las cuentas y rubros de los estados de situación y los estados de resultados, considerando información certera y propia del modelo de negocio utilizado por la compañía, los cuales se encuentran detallados en el anexo 16, y los estados financieros proyectados en el anexo 18.

b) Tasa de impuesto

La tasa de impuesto a la renta que se considera es la tasa efectiva, debido al impuesto diferido acumulado durante la etapa preoperativa y la depreciación tributaria de las propiedades de inversión según la Ley de Impuesto a la Renta (LIR).

Tabla 8. Tasa de impuesto a la renta efectiva para Propco I (en US\$)

Flujo de Caja Libre (Dólares americanos)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2036	2037	2038
EBIT	-83,944	3,309,196	8,154,230	9,362,353	9,610,118	9,329,093	9,805,583	12,505,878	12,918,129	12,596,939
(-) Tasa de impuesto (efectiva)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.33%	18.34%	19.63%	23.96%	24.14%	24.00%
EBIT (1-t)	-83,944	3,309,196	8,154,230	9,362,353	9,193,621	7,618,237	7,880,568	9,509,174	9,799,811	9,573,745

Fuente: Elaboración propia

c) Depreciación

La depreciación está compuesta por la pérdida de valor de los activos fijos de la empresa como mobiliario y equipos. Es política de la empresa tercerizar la mayor parte de sus servicios y mantiene en la cuenta de activo fijo solo el mobiliario necesario para las oficinas administrativas del parque logístico. Los terrenos y edificaciones son considerados propiedades de inversión según la NIC 40, y la empresa ha optado por el método de valuación de activo a valor razonable; por tanto, no se registra depreciación de la propiedad de inversión contablemente (ver anexo 22).

d) Capex

Está compuesto por las inversiones que realiza la empresa para la construcción del activo Parque Logístico Lima Sur. Luego de la etapa de construcción, se proyecta la inversión en las mejoras a los almacenes de acuerdo a la solicitud de los clientes en cada renovación de contrato o ingreso de clientes nuevos (segunda generación).

e) Capital de trabajo KT

Las necesidades de capital de trabajo de la empresa se proyectan restando el activo corriente menos pasivo corriente de la proyección del estado de situación financiera, como se puede ver en la siguiente tabla:

Tabla 9. Proyección del capital de trabajo (en US\$)

Capital de Trabajo	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2037	2038
Activo corriente	2,584,382	5,754,102	11,504,554	12,056,589	10,306,227	8,293,014	6,308,432	4,187,806	2,425,428	0	0
Pasivo corriente	1,209,121	65,768	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Capital de Trabajo	1,375,261	5,688,334	11,504,554	12,056,589	10,306,227	8,293,014	6,308,432	4,187,806	2,425,428	0	0
Incremento en Capital de Trabajo	-182,151	4,313,073	5,816,220	552,035	-1,750,362	-2,013,214	-1,984,582	-2,120,626	-1,762,378	0	0

Fuente: Elaboración propia

Se observa que en los primeros años de proyección el incremento de capital de trabajo es positivo y sucede debido a la etapa de inversión y luego se vuelve negativo cuando la etapa preoperativa concluye y se estabilizan los flujos (ver anexo 23).

1.2. Valor terminal

Para hallar el valor terminal (VT) se utiliza el método de valor de perpetuidad con crecimiento, considerando que la empresa, una vez estabilizada¹, tendrá un crecimiento al infinito a una tasa de crecimiento $g=2\%$ que resulta del promedio del rango de la tasa de inflación establecida por el Banco Central de Reserva del Perú.

Tabla 1. Determinación del VT

Valor terminal (año 20)	
Ke	9.04%
g (perpetuidad)	2.00%
VT	134,358,778
VP(VT)	23,806,882

Fuente: Elaboración propia

2. Cálculo del valor presente neto de la deuda (VPN d)

Una vez hallado el valor económico de la empresa comprobando que sí genera valor, se incorpora el financiamiento por deuda que permitirá obtener el beneficio del ahorro tributario y mejorar el valor de la empresa por este efecto.

El modelo indica que es posible obtener el ahorro tributario por la deuda, hallando el valor presente de los impuestos generados por los gastos financieros utilizando como tasa de descuento la tasa de endeudamiento que en este caso es de 8.12%. Además, se debe considerar que la empresa tiene pérdidas acumuladas; por tanto, sería un error aplicar directamente el impuesto a los gastos financieros para hallar el ahorro en el mismo periodo, ya que en los primeros años no se está pagando impuestos y se está generando mayor pérdida acumulada; por tanto, el cálculo del ahorro tributario debe ser considerando el periodo de pérdidas y de aplicación del ahorro tributario como se muestra a continuación:

- a. Se calcula el impuesto a la renta considerando los gastos financieros antes de la utilidad antes de impuestos (UAI)

¹ Arrendada al 90 % – Valores estimados por la matriz como parte de su experiencia en el sector y en el modelo de negocio.

Tabla 11. Cálculo de impuesto a la renta (en US\$)

CALCULO DE IMPUESTO A LA RENTA										
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2036	2037	2038
UAI	-486,526	1,464,677	4,397,504	5,698,158	6,206,782	6,208,570	7,018,148	12,505,878	12,918,129	12,596,939
AMORT TRIBUTARIA	-1,799,055	-3,336,039	-2,978,503	-2,347,559	-2,347,559	-2,348,957	-2,347,671	-2,347,559	-2,347,559	-2,348,822
Margen	-2,285,581	-1,871,361	1,419,001	3,350,599	3,859,223	3,859,613	4,670,477	10,158,319	10,570,570	10,248,118
Pérdida acumulada	-5,739,424	-7,610,785	-6,191,784	-2,841,185	1,018,038	4,877,651	9,548,129	96,090,441	106,661,010	116,909,128
Base imponible					1,018,038	3,859,613	4,670,477	10,158,319	10,570,570	10,248,118
Impuesto a la renta (29.50%)					300,321	1,138,586	1,377,791	2,996,704	3,118,318	3,023,195

Fuente: Elaboración propia

b. Se calcula el impuesto a la renta retirando los gastos financieros de la UAI

Tabla 12. Cálculo del impuesto a la renta sin gastos financieros (en US\$)

CALCULO IR SIN GASTOS FINANCIEROS										
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2036	2037	2038
UAI	-486,526	1,464,677	4,397,504	5,698,158	6,206,782	6,208,570	7,018,148	12,505,878	12,918,129	12,596,939
GASTOS FINAN	1,643,623	3,149,457	3,869,643	3,664,195	3,403,335	3,120,523	2,787,435	0	0	0
UAI - GF	1,157,097	4,614,134	8,267,146	9,362,353	9,610,118	9,329,093	9,805,583	12,505,878	12,918,129	12,596,939
AMORT TRIBUTARIA	-1,799,055	-3,336,039	-2,978,503	-2,347,559	-2,347,559	-2,348,957	-2,347,671	-2,347,559	-2,347,559	-2,348,822
Margen	-641,958	1,278,096	5,288,644	7,014,794	7,262,558	6,980,136	7,457,912	10,158,319	10,570,570	10,248,118
Pérdida acumulada	-4,095,801	-2,817,705	2,470,939	9,485,733	16,748,291	23,728,427	31,186,340	124,497,756	135,068,326	145,316,444
Base imponible			2,470,939	7,014,794	7,262,558	6,980,136	7,457,912	10,158,319	10,570,570	10,248,118
Impuesto a la renta (29.50%)	0	0	728,927	2,069,364	2,142,455	2,059,140	2,200,084	2,996,704	3,118,318	3,023,195

Fuente: Elaboración propia

c. Se halla la diferencia entre el impuesto calculado sin gastos financieros y el impuesto que la empresa pagaría efectivamente considerando los gastos financieros:

Tabla 13. Cálculo del ahorro tributario por gastos financieros (en US\$)

AHORRO TRIBUTARIO DE GASTOS FINANCIEROS										
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2036	2037	2038
IR sin GF	0	0	728,927	2,069,364	2,142,455	2,059,140	2,200,084	2,996,704	3,118,318	3,023,195
IR con GF (REAL)	0	0	0	0	300,321	1,138,586	1,377,791	2,996,704	3,118,318	3,023,195
AHORRO TRIBUTARIO POR GASTOS FINANCIEROS	0	0	728,927	2,069,364	1,842,134	920,554	822,293	0	0	0
VPN (FCD)	\$	5,369,221								

Fuente: Elaboración propia

Por tanto, el ahorro tributario se generaría a lo largo del periodo de proyección, traídos al valor presente de diciembre 2018 a la tasa de endeudamiento de la empresa, que equivale a US\$ 5.369.221.

3. Cálculo del VPA y el valor de la nueva empresa VNE

Fórmulas:

$$VPA = VPN_{rp} + VPN_d$$

$$VNE = VPA - VP(FCL-)$$

$$VE = VNE - VD$$

El VNE habitualmente se confunde con el VPN del proyecto. En empresas con utilidades, el VPA es igual al VNE; sin embargo, en empresas con pérdidas durante los primeros períodos, el VNE es distinto, ya que calcula el valor presente de todos los flujos positivos sin considerar los flujos negativos de la etapa de inversión.

Aplicando las fórmulas propuestas por el método de valorización MVNE, se obtiene el valor patrimonial (VE) de Propco I.

Tabla 14. Cálculo del valor patrimonial de la empresa Propco I

Valor Patrimonial PROPCO I		
VPA =	\$	39,518,543
VNE=	\$	95,238,763
VD =	\$	53,000,000
VE=	\$	42,238,763

Fuente: Elaboración propia

Entonces, el valor fundamental por participación de la empresa Propco I resulta en US\$ 0,45, de acuerdo con la metodología de valor presente ajustado. Si se compara el valor fundamental con el valor en libros de US\$ 0,35 por participación, es posible encontrar que el valor fundamental hallado es 29.68 % mayor al valor en libros. La recomendación para los inversionistas sería de invertir.

4. Metodología para la determinación del costo promedio ponderado de capital

El costo promedio ponderado de capital, también conocido como WACC, se determinó mediante la siguiente fórmula:

$$WACC = \frac{E}{(E + D)} * K_e + \frac{D}{(E + D)} * K_d * (1 - T)$$

Para el caso de Propco I, se determinaron dos tasas de descuento (ver anexo 19) considerando que la compañía se encuentra en la fase de crecimiento. En ese sentido, se aplicó un ajuste para la beta

para los tres primeros años de proyección (periodo en el que se estima la estabilización de los ingresos por la culminación de obras).

Adicionalmente, conforme sugiere Maquieira (2009), se ha considerado una tasa de descuento sin deuda, es decir, equivalente al costo de oportunidad del capital (K_e):

$$K_e = r_f + \beta(r_m - r_f) + r_p$$

En ese sentido, se han determinado los siguientes valores para el escenario base:

K_e [2019 – 2021] = 11,70 %

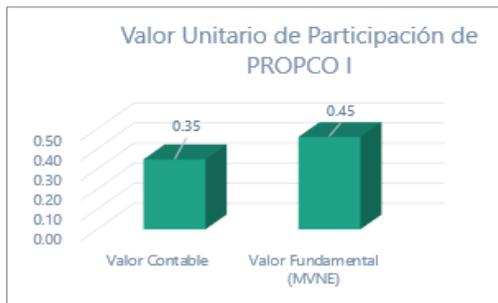
K_e [2022 – 2038] = 9,04 %

Tabla 15. Resumen de valorización de Propco I (valores expresados en US\$)

Resumen de valorización		
Concepto	Valor	Sustento
K_e Periodo 2019-2021	11.70%	K_e calculado por el periodo de inversión, hasta la normalización de ingresos
K_e Periodo 2022-2038	9.04%	K_e para el periodo de ingresos normalizados, fin de la etapa de inversión
g (tasa de crecimiento perpetuo)	2.00%	Tasa de inflación promedio objetivo publicada por el BCR
VPN(FCL) 2019-2021 (en US\$) - (a)	-50,900,221	Valor presente neto FCL 2019-2021 - Método MVNE
VPN(FCL) 2022-2038 (en US\$) - (b)	61,242,661	Valor presente neto FCL 2022-2038 - Método MVNE
VP del Valor terminal (en US\$) - (c)	23,806,882	Método de valor de perpetuidad con crecimiento
VPN _{rp} (en US\$) (d) = (a) + (b) + (c)	34,149,322	Valor presente neto de la nueva empresa con recursos propios- Método MVNE
VPN (Ahorro Tributario de la Deuda) (en US\$) - (e)	5,369,221	Valor presente neto del flujo de caja del ahorro tributaria generado por la deuda - Método MVNE
VPA (en US\$) (f) = (d) + (e)	39,518,543	Valor presente ajustado para empresas nuevas
VPN FCFF de Fase Inversión (g)	-65,506,052	Flujos de Caja (Negativos) en la etapa de inversión
VNE (en US\$) (h) = (f) - (g)	95,238,763	Valor de empresa nueva que resulta del VPA excluyendo los flujos negativos por la etapa de inversión (Ver punto 3 - Capítulo VI)
VD (en US\$) (i)	53,000,000	Valor de la deuda durante toda la proyección
Valor Patrimonial (en US\$) (j) = (h) - (i)	42,238,763	Valor patrimonial de la nueva empresa
Nro. de participaciones	93,455,478	Del reporte de Auditoría interna de la empresa 2018
Valor por participación PROPCO I en US\$	0.45	Valor patrimonial/Número de participaciones
Valor Contable	0.35	Valor patrimonial según libros

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 6. Valor unitario de participación de Propco I



Fuente: Elaboración propia

De los resultados, se observa que el valor patrimonial obtenido para PROPCO corresponde a un 29.68% mayor al valor en libros, lo cual se explica por la creación de valor generada por la operación y puesta en marcha del negocio.

5. Análisis de sensibilidad

Para la aplicación objetiva del análisis de sensibilidad se consideraron cambios a nivel de flujo de caja, dado el porcentaje de vacancia de 5 %² como escenario base; por otro lado, de acuerdo con reportes del mercado peruano, se observa un porcentaje de vacancia equivalente a 6,2 % (Binswagner 2017) (escenario pesimista) y de modo proporcional a fin de lograr un escenario optimista se consideró una tasa de vacancia de 3,8 %.

Tabla 16. Supuestos para la sensibilización del flujo de caja libre

Vacancia	Flujo de Caja
6.20%	FC (1) - Pesimista
5.00%	FC (2) - Base
3.80%	FC (3) - Optimista

Fuente: Elaboración propia

Adicionalmente, se consideró adecuado sensibilizar los valores del beta considerado para la determinación del K_e , mediante el modelo CAPM, así se consideraron los siguientes valores para cada uno de los escenarios planteados:

² Determinado por el fondo de inversión y la matriz por conocimiento y experiencia de mercado

Tabla 17. Supuestos de sensibilización de tasa de descuento

Periodos:	2019-2021	2022-2038
Bu	WACC (Ke)	WACC (Ke)
0.72	11.77%	9.08%
0.71	11.70%	9.04%
0.66	11.15%	8.70%

Fuente: Elaboración propia

De la aplicación del MVNE que considera el cálculo de flujo de caja descontado para compañías en etapa de crecimiento, se obtuvo el rango de valores por participación de Propco I entre 0,48 y 0,56, conforme se visualiza a continuación:

Tabla 18. Sensibilización de valores

Escenarios	Valor Patrimonial	Nro. Participaciones	Valor x Participación
Escenario Pesimista	40,642,077	93,455,478	0.43
Escenario Base	42,238,763	93,455,478	0.45
Escenario Optimista	47,978,386	93,455,478	0.51

Fuente: Elaboración propia

Capítulo VIII. Análisis de riesgos

Propco I identifica los riesgos a los que se expone en las notas a los estados financieros auditados, reconociendo que aquellos que pueden causar impactos financieros resultan los relacionados al riesgo de mercado, los mismos que se afectan directamente por la volatilidad por el tipo de cambio y tasa de interés; asimismo considera los riesgos de crédito, liquidez y de capital.

1. Riesgo de mercado

La empresa reconoce como riesgo de mercado la exposición por la volatilidad del tipo de cambio y la tasa de interés. En ese sentido, inicialmente se evalúa el potencial impacto de dichos riesgos:

2. Riesgo de tipo de cambio

La moneda funcional de Propco I es el dólar americano. Además, la compañía realiza transacciones en moneda local. En ese sentido, se genera un descalce por efecto del tipo de cambio, lo que puede generar reconocimiento de pérdidas o ganancias, dependiendo de la volatilidad de dicha variable. La pérdida neta por diferencia de cambio para los periodos 2017 y 2018 ascendieron a US\$ 11.575 y US\$ 84.559, respectivamente. En ese sentido, la gerencia de la compañía ha aceptado el riesgo de la posición y no se han efectuado operaciones de derivados para su cobertura.

Cabe indicar que la mayor exposición de este riesgo se materializa en los periodos de construcción de unidades inmobiliarias, ya que las transacciones materiales que generan la posición de riesgo son los proveedores de servicios de construcción. En ese sentido, en la fase de estabilización de ingresos, coincidente con la culminación de obras este riesgo tenderá a minimizarse.

3. Riesgo de tasas de interés

El riesgo de tasa de interés se origina por las obligaciones financieras de largo plazo. Propco I cuenta con financiamiento de largo plazo, cuyo costo se encuentra compuesto por una tasa variable indexada a la tasa Libor a 6 meses. En ese sentido, la gerencia de la compañía ha decidido asumir el riesgo de la volatilidad de tasa de interés bajo la expectativa de una potencial disminución de la misma en los siguientes periodos.

4. Riesgo de crédito

El riesgo crediticio se entiende como la posibilidad de que los clientes incumplan sus obligaciones contractuales, lo que resulta una pérdida financiera para la compañía. En ese sentido, la compañía considera una exposición mínima a este tipo de riesgo, ya que, además de contar con potenciales clientes de prestigio y presencia regional, lleva a cabo estrictos procedimientos de evaluación de solvencia y reputacional de los clientes previo a la firma de contratos.

Adicionalmente, corresponde tomar en consideración que, debido al rubro en el que desarrolla sus operaciones, Propco I cobra por adelantado los alquileres, minimizando aún más la exposición a este tipo de riesgo.

5. Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez se materializa en el incumplimiento de obligaciones de pago. Según la evaluación realizada, para el caso de Propco I, estas obligaciones se encuentran relacionadas principalmente con los gastos de operación, relativos a la administración y mantenimiento del parque logístico, así como respecto de los pasivos financieros de largo plazo con el IFC. En ese sentido, según lo reconocido en las notas a los estados financieros auditados, la compañía realiza el seguimiento al flujo de efectivo, a fin de cubrir las necesidades de fondo operativo con cierto nivel de holgura, a fin de no incumplir con los límites de endeudamiento.

Asimismo, se verifica que, de acuerdo con los estados financieros 2018, Propco I presenta ratios de liquidez de 4.57 y 2.03, para los periodos 2017 y 2018, respectivamente. Concluyéndose una exposición baja en este riesgo.

6. Riesgo de capital

El riesgo de capital se entiende como el riesgo de la posición del capital respecto de la estructura de deuda, así la compañía en estrecha coordinación con la matriz, administra y monitorea el ratio de apalancamiento, calculado entre la deuda neta entre el capital total, con el objetivo de salvaguardar la capacidad de continuar como empresa en marcha y generar retornos sobre el capital invertido.

Según las notas a los estados financieros auditados, «la deuda neta corresponde al total del endeudamiento (incluyendo el endeudamiento corriente y no corriente) menos el efectivo. El

capital total corresponde al patrimonio tal y como se muestra en el estado de situación financiera, más la deuda neta». De acuerdo con lo indicado anteriormente, el ratio de apalancamiento para los años 2017 y 2018 fue de 26,25 % y 27,14 %, respectivamente.

Asimismo, se debe considerar que existen condiciones establecidas en los *covenants* por parte del préstamo sindicado con el IFC, que obligan a tener un manejo prudente de sus pasivos.

Tabla 19. Matriz de riesgos

RIESGOS		IMPACTO				
		Muy bajo	Bajo	Medio	Alto	Muy alto
PROBABILIDAD	Muy alto				Riesgo Ambiental	
	Alto			Riesgo de Tipo de Cambio	Riesgo de Tasa de interés	
	Medio				Riesgo Administrativo	Riesgo de Construcción
	Bajo			Riesgo de Crédito	Riesgo de Liquidez	-Riesgo de Capital -Riesgo Legislativo
	Muy bajo					

Conclusiones

Si bien la valorización de empresas nuevas implica dificultades para hallar el valor intrínseco y decidir sobre la inversión, debido a la falta de información histórica e incertidumbre en sus flujos, Propco I es una empresa con respaldo de la matriz y el fondo de inversión, los cuales cuentan con amplia experiencia en el sector y encuentran en los mercados emergentes una gran oportunidad de inversión por la falta de ingreso de modelos desarrollados y totalmente formales en estos mercados. El fondo de inversión Jaguar se caracteriza por ser un fondo de capital de riesgo que actúa como un intermediario financiero (toma capital de los inversionistas e invierte directamente en empresas de su cartera). El capital de riesgo hace el seguimiento y apoyo a las empresas de su cartera asegurando el éxito de la inversión (Gonzales 2015). Por tanto, el fondo de inversión Jaguar participa activamente en el seguimiento de los objetivos y metas de la empresa Propco I aportando su experiencia y el capital necesario para cada etapa, y participa en la toma de decisiones relevantes de la compañía.

Asimismo, el hecho de que Propco I haya obtenido el préstamo del IFC, entidad del Banco Mundial, es una prueba del cumplimiento de la empresa con altos estándares internacionales que exige estas entidades de alto prestigio.

El modelamiento de los ingresos de la empresa se basa en supuestos de mercado obtenidos mediante estudios de mercado especializados y de la experiencia y resultados de LLP en Costa Rica, que cuenta con el Parque Logístico Coyol 1 y Aurora que se encuentran arrendados al 100 %, vacancia 0 %.

La valorización de la empresa ha sido conservadora, debido a que es una empresa nueva y a la falta de comparables disponibles en el mercado. El valor de patrimonio resultante es superior en 29.68% respecto al valor en libros, por lo que se concluye que la inversión realizada por los partícipes estaría generando valor para los mismos.

En caso de que la empresa decida incorporar capital, debe considerar que el valor por participación resultante es de US\$ 0.45 al 31 de diciembre de 2018.

Bibliografía

Barnes, C., Blake, H. y Pinder, D. (2009). *Creating and Delivering Your Value Proposition*. Philadelphia, PA: Korgan Page.

Binswagner Perú (2018). “*Reporte Inmobiliario: Terrenos y Almacenes stand-alone | Lima (2018)*”. En: Portal web de Binswagner Perú. Fecha de consulta: 15/05/2019. <<https://binswagner.com.pe/servicios/consultoria-inmobiliaria/reportes-inmobiliarios/>>.

Binswagner Perú (2016). “*Reporte Inmobiliario. Locales & Almacenes stand-alone Lima 2016*”. En: Portal web de Binswagner Perú. Fecha de consulta: 10/05/2019. <http://propiedades.binswagner.pe/Storage/tbl_estudios_de_mercado/fld_935_Archivo_file/16-x9Hz6Ef3Vu6Fi2Z.pdf>.

Binswagner Perú (2017). “*Almacenes de Clase II en Condominio | Lima (2017)*”. En: Portal web de Binswagner Perú. Fecha de consulta: 15/05/2019. <<https://binswagner.com.pe/servicios/consultoria-inmobiliaria/reportes-inmobiliarios/>>.

Brealey, Richard y Myers, Stewart C. (2010). *Principios de Finanzas Corporativas*. 9ª ed. Madrid: Mc Graw-Hill Interamericana de España S.A.

Damodaran, Aswath (2012). *Investment Valuation*. 3ª ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Ltd.

Damodaran, Aswath (2016). *Country Risk Premium Determinants, Measures and Implications – The 2016 Edition*. Stern School Of Business.

Dess, Gregory; Lumpkin, Tom; y Eisner, Alan (2011). *Administración Estratégica. Texto y Casos*. 5ª ed. México: McGraw-Hill/Interamericana Editores S.A de C.V.

Fernández, Pablo (2016). “*146 Errores en Valorizaciones de Empresas*”. Madrid: IESE. Universidad de Navarra.

González, Mauricio (2015). “*Modelo de valoración de nuevas empresas*”. En: Tesis de grado para optar al Grado de Magíster en Finanzas de la Universidad de Chile. Enero 2015. Fecha de consulta: 01/06/2019. Santiago de Chile. Disponible en: <<http://repositorio.uchile.cl/handle/2250/134455>>.

Gris y Asociados S. Civil de R.L. (2018). *Dictamen de los Auditores Independientes. Estados Financieros Latam Logistic Per Propco Lurín I S.R.L por el año terminado al 31 de diciembre 2017 y 2016*. 26 de setiembre de 2018. [Información no pública]

Hitchner, James (2003). *Financial Valuation: Applications and Models*. NJ: John Wiley & Sons, Ltd.

International Finance Corporation (2019). *LLP Peru Investment* En: Información de proyectos del IFC en la página web www.ifc.org. 27 de abril del 2017. Fecha de consulta: 20/06/2019. <<https://disclosures.ifc.org/#/projectDetail/SII/39427>>.

Johnson, Gerry; Scholes, Kevan y Whittington, Richard (2006). *Dirección Estratégica*. 7ª ed. Madrid: Pearson Educación S.A.

Jones Lang La Salle (2016). *Estudio del Mercado Industrial Logística en Bogotá y Lima*. [Información no pública].

Maquieira, Carlos; Willat Christian (2006). “*Metodología de valoración de nuevas empresas (MVNE)*”. En: Estudios de Administración, vol. 13, N° 2, pp 1-23. Chile. Fecha de consulta: 01/06/2019. <http://estudiosdeadministracion.unegocios.cl/estudios/Collection_files/E_A_2006_Vol13_N2_Maquieira.pdf>.

Mongrut, Samuel (2006). *Tasas de descuento en Latinoamérica: Hechos y desafíos*. Departamento de Contabilidad y Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP)

Normas Internacionales de Contabilidad NIC (2016). “*NIC 40 Propiedades de Inversión*”. En: página web del Ministerio de Economía y Finanzas. Fecha de consulta 18/06/2019. <https://www.mef.gob.pe/contenidos/conta_publ/con_nor_co/no_oficializ/nic/ES_GVT_RedBV2016_IAS40.pdf>.

Osterwalder, Alex; Pigneur, Yves; Bernarda, Greg; y Smith Alan (2014). *Diseñando la Propuesta de Valor*. New Jersey: John Wiley & Sons, Ltd.

Pinto, Jerald; Henry, Elaine; Robinson, Thomas; Stowe, John. (2015). *Equity Asset Valuation CFA Institute*. 3ª ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. Hoboken.

Porter, Michael (1987). *Ventaja Competitiva. Creación y sostenimiento de un desempeño superior*. 2ª ed. New York.

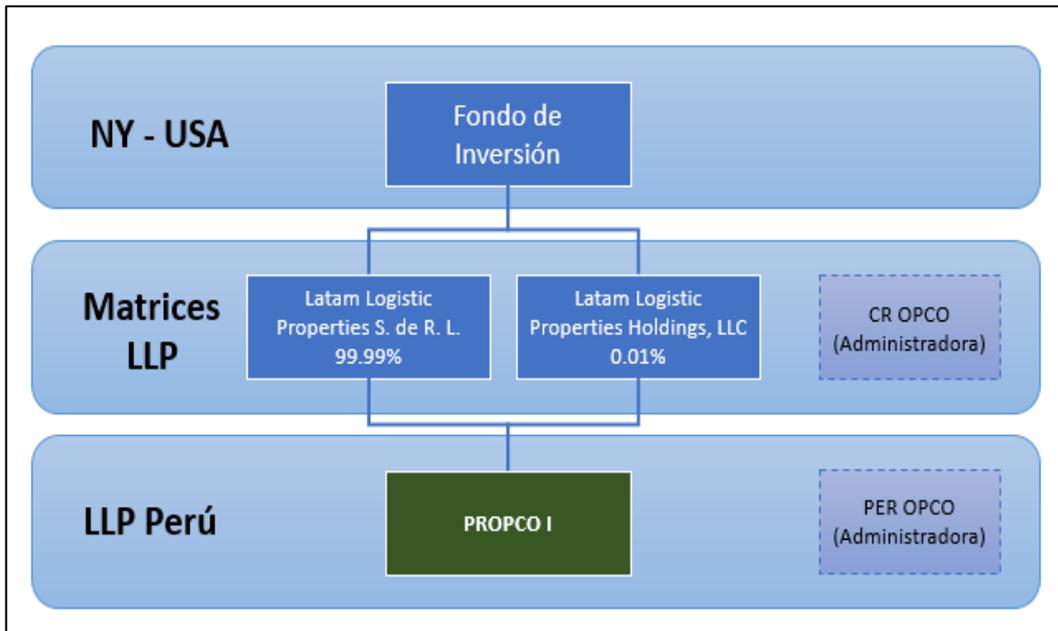
Ross, Stephen; Westerfield, Randolph y Jaffe, Jeffrey (2010). *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. 9ª ed. Madrid: Mc Graw-Hill Interamericana de España S.A.

Thompson, Arthur; Peteraf, Margaret; Gamble, John; y Strickland A.J. (2012) *Administración Estratégica*. 18ª ed. México: McGraw-Hill/Interamericana Editores S.A de C.V.

Vidal, Sandro (2018) “*Reporte de Almacenes, Lima y Callao (2018)*”. En: Portal web de Colliers International. Fecha de consulta: 10/05/2019. <<https://www2.colliers.com/es-PE/Research/Almacenes2018>>.

Anexos

Anexo 1. Estructura organizacional



Fondo de inversión

Jaguar Growth Parents inició operaciones en la década de 1990, con sede en New York, se dedica a la gestión de inversiones especializada a través de *private equity*, enfocada en el sector inmobiliario de mercados emergentes. En ese sentido, el fondo presentó interés en iniciativas de inversión llevadas a cabo por el grupo Latam.

Grupo LLP

El grupo LatAm Logistic Properties desarrolla sus actividades en el sector inmobiliario corporativo en mercado emergentes, la estrategia del grupo se basa en ubicar países con sólidos indicadores económicos y potencial de mayor crecimiento en el tiempo. LatAm cuenta con un equipo con amplia trayectoria en mercados logísticos, así como profundo conocimiento de la potencial demanda del sector a nivel global y prácticas internacionales en la construcción y diseños de parques logísticos inmobiliarios.

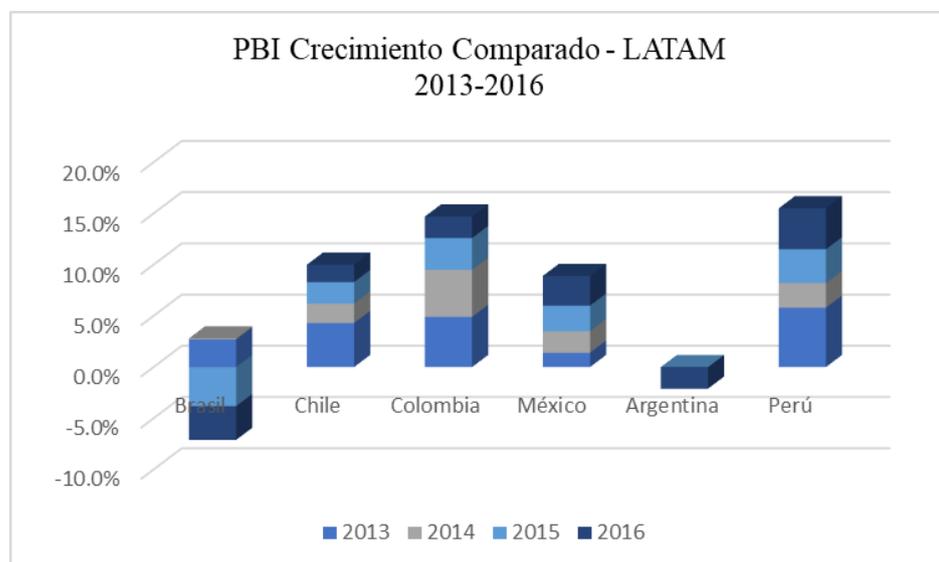
Anexo 2. Crecimiento económico de la región

Crecimiento Económico	2013	2014	2015	2016	Promedio 2013 - 2016
Brasil	2.7%	0.1%	-3.8%	-3.3%	-1.1%
Chile	4.3%	1.9%	2.1%	1.7%	2.5%
Colombia	4.9%	4.6%	3.1%	2.1%	3.7%
México	1.4%	2.1%	2.5%	2.9%	2.2%
Argentina	-	-	-	-2.1%	-2.1%
Perú	5.8%	2.4%	3.3%	4.0%	3.9%

Crecimiento Económico	2017	2018	2019 (*)	2020 (*)
Brasil	1.1%	1.1%	2.1%	2.6%
Chile	1.3%	4.0%	3.4%	3.4%
Colombia	1.4%	2.7%	3.0%	3.2%
México	2.1%	2.0%	1.6%	1.7%
Argentina	2.7%	-2.5%	-1.2%	1.9%
Perú	2.5%	4.0%	4.0%	4.0%

Fuente: BCRP – Memoria Anual 2015-2018

Elaboración propia



Fuente: BCRP – Memoria Anual 2015-2018

Elaboración propia

Anexo 3. Principales actividades de la empresa Latam Logistic Per Propco Lurín I S.R.L

- 1. Adquisición de terrenos:** Consiste en la búsqueda, evaluación y adquisición de terrenos idóneos para desarrollar los condominios de almacenes para arrendar. Este proceso puede durar entre 3 y 12 meses, una vez identificado el terreno.

Fotografía del inmueble I al término de la adquisición



Fuente: Fotografía propia

- 2. Construcción de almacenes logísticos:** Consiste en las actividades de pre-desarrollo, actividades de construcción, y actividades de comercialización y firma de contratos con clientes. Este proceso dura entre 18 a 21 meses desde la identificación del terreno (después del due diligence).

Proceso de desarrollo de proyectos LLP

Desarrollo	Construcción	Arrendamiento
Diseño del proyecto	Contratación de empresas constructoras locales y del exterior	Comercialización
Permisos de construcción y aprobaciones de gobierno	Construcción de bases	Relaciones con clientes
Pre-comercialización	Construcción de edificios	Contratos de arrendamiento, negociaciones
Financiamiento de la construcción	Terminación y entrega de obra	Implementación de mejoras del inquilino
Movimiento de tierras		

Fuente: Business Plan de Latam Logistic Properties 2016 / Elaboración propia

- 3. Arrendamiento de almacenes:** Consiste en el proceso de comercialización, que está basado en el análisis de clientes y sus requerimientos para la elaboración de la propuesta mediante un análisis financiero de los M2 requeridos, plazo de contrato y periodos de implementación

que son meses libres al inicio del contrato para poder hallar el precio por metro cuadrado para el cliente.



Fuente: Fotografía propia

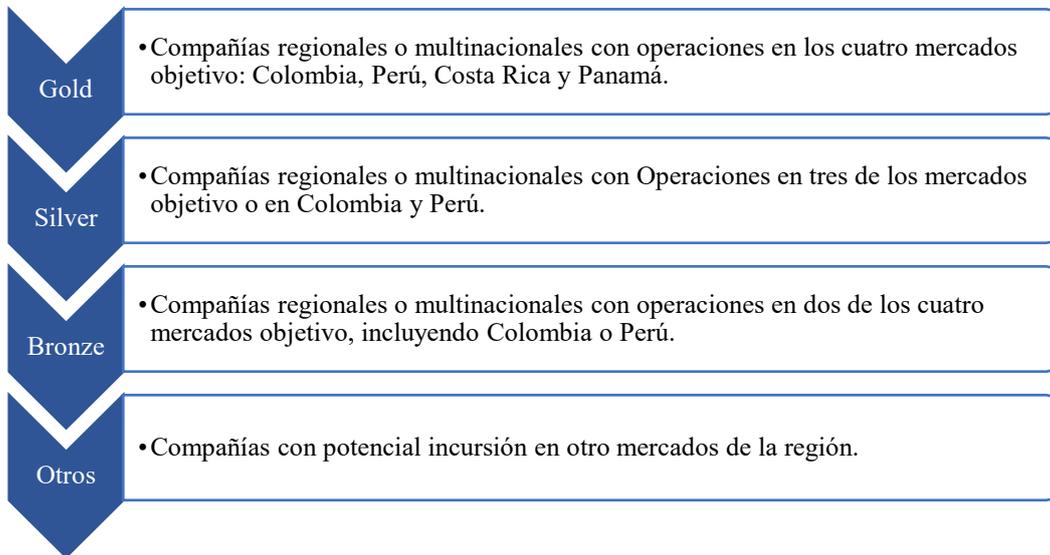
- 4. Gestión de propiedades:** Consiste en la administración del Parque Logístico como son la gestión de las áreas comunes, mantenimiento, seguridad, limpieza, servicios básicos y la atención post-venta a los inquilinos del parque.



Fuente: Fotografía propia

Anexo 4. Clasificación de clientes de Propco I

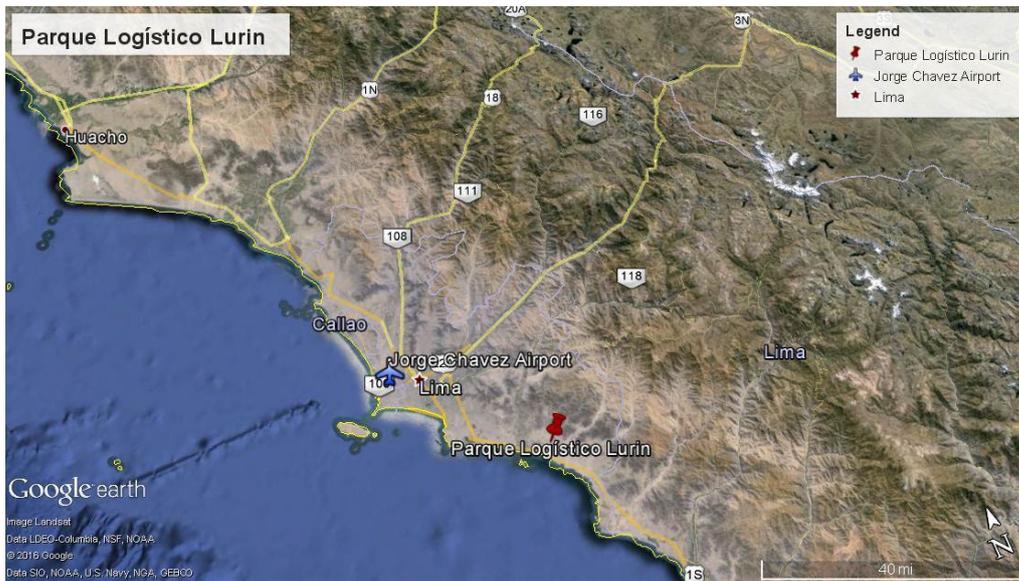
La empresa clasifica a los clientes objetivo, tomando en consideración los mercados objetivo para el Grupo Latam, así de acuerdo con ello se clasifican en:



Como parte de las políticas y directrices de la matriz, Propco I cuenta con procedimientos relativos con la evaluación de riesgos crediticios, legales y reputacionales previos a la suscripción de contratos con sus clientes. Adicionalmente, cabe indicar que dentro de las categorías antes listadas, pueden encontrarse los denominados clientes 3PL, los que se desempeñan como prestadores de servicios a través de servicios de logística tercerizada. Así, el análisis de riesgos crediticios se extenderá al cliente que el operador logístico 3PL atenderá en las instalaciones arrendadas.

Gold	Silver	Bronze	Otros
<i>CR - PER - COL - PAN</i>	<i>Presencia en 3 mercados o COL y PER</i>	<i>Presencia en 2 mercados</i>	<i>Posible incursión en el mercado peruano o regional</i>
Kimberly-Clark Kraft-Heinz / Mondelez Natura Pepsico Samsung Electronics DHL Global Forwarding Dinet Kuehne+Nagel	Iron Mountain Cencosud	Adidas	Protisa Itsanet Molitalia Grupo FH Cogorno Incolbest Skechers Promart Inkafarma Xpo Logistic Grupo Bomi Grupo Sanchez Caferma

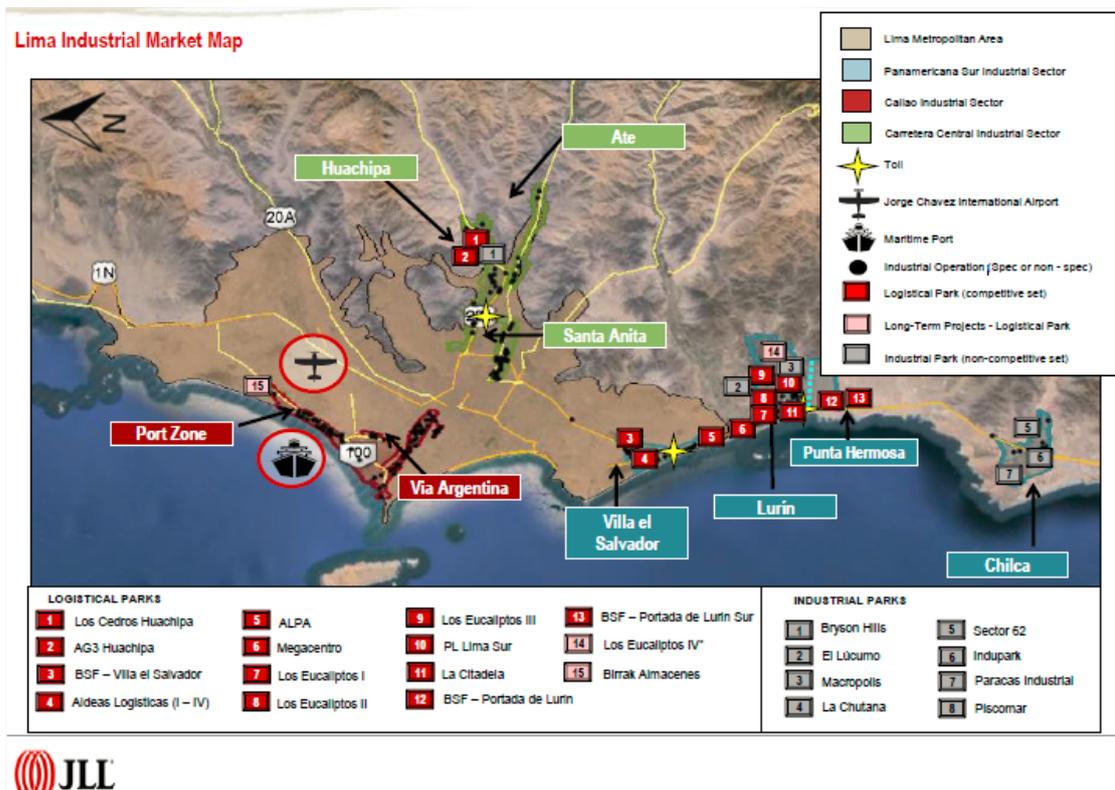
Anexo 5. Ubicación del Parque Logístico Lima Sur en Lima Perú



Fuente: Google earth

Elaborado por: Latam Logistic Properties

Mapa del Mercado Industrial en Lima



Fuente: Google earth

Elaborado por: Jones Lang Salle – Broker de LLP

Anexo 6. Cadena de valor de la empresa Latam Logistic Per Propco Lurín I S.R.L

Actividades de Apoyo	Infraestructura de la empresa: La estructura organizacional de la empresa es propia del modelo de negocio de una empresa Desarrolladora multinacional. Las directrices vienen desde la matriz localizada en Costa Rica, a través del CEO y CFO. Además, el Directorio incluye a los funcionarios del fondo de inversiones quienes participan en las decisiones relevantes.					Margen
	Administración y Finanzas: Los departamentos de Contabilidad, Finanzas y Tesorería se encuentran en Costa Rica a cargo de la CFO quien da las directrices para todas las regiones en la que tienen presencia. En Perú se encuentra un Dpto. de Administración y Contabilidad que se encarga de hacer cumplir las directrices de la matriz y asegura el cumplimiento de la Normatividad Peruana.					
	Gestión de Recursos Humanos: El modelo de negocio de PROPCO I se caracteriza por tercerizar todos los servicios que requiere a través de sus empresas afiliadas y socios estratégicos locales. La empresa que provee del servicio de Gerenciamiento y Administración Local es la empresa LATAM LOGISTIC PER OPCO S.R.L., también empresa del grupo					
	Desarrollo Nuevos Proyectos: PROPCO I siempre está en búsqueda de la innovación, responsabilidad social y ambiental. Es el único proyecto en el país que cuenta con Certificación ecológica Edge.					
	Adquisiciones: La adquisición de bienes y servicios de PROPCO I se encuentra a cargo del Area de Desarrollo de Proyectos quienes estandarizan los procedimientos de licitación y materiales utilizados en sus proyectos, con proveedores locales y regionales.					
Logística de Entrada: Es la actividad relacionada con la búsqueda y adquisición de terrenos idóneos para la construcción de parques logísticos.	Desarrollo y Construcción: Son las actividades relacionadas con el proceso de pre-desarrollo, construcción y arrendamiento de 1era generación, que se encuentran a cargo del Area de Desarrollo de Proyectos ubicada en Costa Rica y que asegura el modelo y estándar del negocio en todas las regiones en donde LLP tiene presencia.	Logística de Salida: Son las actividades relacionadas con el cierre y la entrega de cada etapa (edificios) a cargo del Area de Desarrollo de Proyectos y el manejo de la operación del Parque Industrial (Administración de servicios y áreas comunes).	Comercialización y Ventas: Son las actividades de marketing que realiza la empresa a través de un bróker con amplia experiencia en el mercado de <i>real estate</i> . Los socios capitalistas y la plana gerencial de la empresa tienen una importante red de contactos que le permite acercar su oferta al cliente objetivo.	Operaciones: Se realizan a través de la gestión denominada Gestión de Instalaciones y Gestión de propiedades. La Gestión de instalaciones asegura la administración eficiente del parque logístico (áreas comunes, cumplimiento de la normativa regional y cumplimiento del reglamento interno por parte del arrendador e inquilinos) y garantizan la seguridad y confianza que la operación requiere. La actividad de gestión de propiedades, supervisa la administración del parque y atiende las necesidades del cliente relacionadas a los contratos, quejas, facturación, etcétera.	Margen	
Actividades principales						

Fuente: Latam Logistic Properties

Anexo 7. Análisis PESTEL

1. Evaluación de Factores Políticos	
1.1.	La estabilidad política afecta directamente el desempeño de la economía en su conjunto, alterando el potencial crecimiento del PBI, así la desconfianza de los consumidores y empresarios afectan directamente las variables inversión y consumo, las que a su vez afectarían la operatividad del negocio, así como la viabilidad de las siguientes fases de inversión. Considerando los escándalos políticos de corrupción y tráfico de influencias revelados en los últimos años, se considera un riesgo alto.
1.2.	La posibilidad de restricción de desarrollo de proyectos por parte del gobierno, afectaría directamente el desarrollo de las inversiones estimadas en la compañía, considerando que el negocio basa su operación en la inversión a realizar, afectaría el desempeño. Sin embargo, las políticas gubernamentales se orientan a brindar apoyo al desarrollo de proyectos en diferentes áreas y específicamente en el desarrollo logístico.
2. Evaluación de Factores Económicos	
2.1.	El crecimiento de la economía peruana afecta directamente al negocio y la viabilidad de las siguientes fases de inversión, sin embargo, en la evaluación se considera que el país se torna como el más dinámico de la región, así como mayor perspectiva de crecimiento en los siguientes periodos.
2.2.	Si bien, el BCRP mantiene una política monetaria expansiva, lo que explica bajos niveles de la tasa real de referencia en el país, resulta importante considerar que la compañía mantiene pasivos a largo plazo cuyas tasas de interés se componen por $\text{libor} + \text{spread}$, asimismo no se cuenta con coberturas por los niveles de la tasa libor.
2.3.	La moneda funcional y de reporte de la compañía resulta ser el dólar USA, sin embargo los gastos operativos y liquidación de impuestos son en soles. Así la compañía se encuentra expuesta a la volatilidad del tipo de cambio.
3. Evaluación de Factores Sociales	
3.1.	La falta de personal podría afectar las operaciones de la compañía, sin embargo, la exposición resulta mínima debido a que la política de la compañía es la tercerización de sus operaciones complementarias, transfiriendo así el riesgo de reclutamiento de personal a sus proveedores (outsourcing).
3.2.	La tendencia de las grandes compañías resulta en tercerizar sus operaciones logísticas a fin de lograr mayores eficiencias, es esta tendencia donde PROPCO I ubica su nicho de mercado, al convertirse estas compañías en su público objetivo para vender los servicios que ofrece.
4. Evaluación de Factores Tecnológicos	
4.1.	A pesar de que, cada vez se presentan equipos con mayores características o mejoras respecto a sus versiones anteriores, lo cual desencadena un mayor nivel obsolescencia de equipos tecnológicos; la compañía no se expone en gran medida a dichos cambios debido a que su actividad no demanda el uso intensivo de este tipo de bienes.
4.2.	Se considera que la compañía debe mantenerse actualizada respecto al uso de tecnología (software) relacionados a un mayor control logístico para sus clientes, debido a que el sector al que se enfoca requerirá contar dichos avances.
5. Evaluación de Factores Legales	
5.1.	Si la compañía no logra los permisos para el desarrollo de las nuevas edificaciones, esto imposibilitaría la continuidad del negocio a plenitud, sin embargo, la compañía ha logrado experiencia en los trámites relacionados a los permisos y cuenta con buenas relaciones con los órganos de gobierno relacionados, gracias a sus estándares de política anticorrupción.
5.2.	La compañía se expone a cierto nivel de riesgo respecto al incumplimiento por parte de sus proveedores, debido a que sus operaciones son tercerizadas; sin embargo, minimiza su exposición considerando proveedores de su grupo económico y a través de una estricta evaluación de proveedores que considera la verificación de sanciones y restricciones internacionales a fin de asegurar la seriedad de sus prestaciones, así como la buena reputación corporativa.
6. Evaluación de Factores Ecológicos	
6.1.	El acceso al parque logísticos se encuentra libre de causas de rios, lo cual garantiza la disponibilidad de ingreso al mismo a pesar de posibles desastres naturales relacionados al aumento de nivel de lluvias por el Fenómeno del Niño (usual en el país). Por otro lado, también se ha mitigado el riesgo a desastres por sismos o terremotos a través de construcciones antisísmicas.
6.2.	La tendencia corporativa resulta en una mayor conciencia ambiental, en ese sentido, se considera que el mercado requerirá cada vez compañías B2B que también cuenten con buenas prácticas medioambientales; así la compañía cuenta con la certificación EDGE, que garantiza el uso eficiente de recursos dentro del parque logístico; así como la implementación de un programa de reciclaje de desechos.

Anexo 8. Zonas de mayor concentración de almacenes en Lima y Callao

Los almacenes tipo condominio de almacenes se encuentran ubicados en la Zona Sur y Zona Este de Lima



Fuente: INEI - Reporte de Almacenes Industriales 2017

Elaboración: Colliers International

Anexo 9. Certificación Edge

La Certificación Edge es una Certificación Internacional de Excelencia en Diseño para Mayores Eficiencias, es una norma de construcción ecológica y un sistema de certificación para casi 140 países.



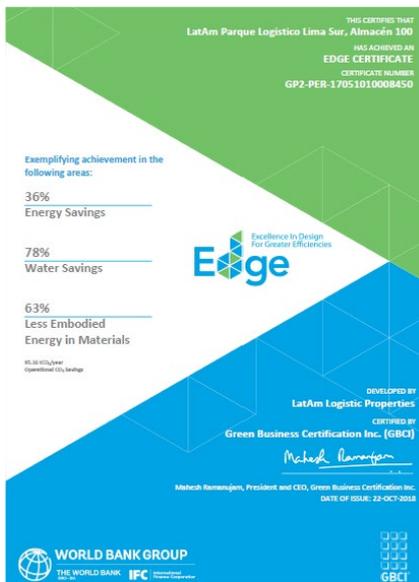
La empresa PROPCO I obtuvo la Certificación Edge en el 2017 debido a las siguientes características:

38% de ahorro de energía gracias al aislamiento en los techos y las paredes externas, además de las claraboyas que brindan luz natural

23% de ahorro en agua debido a las válvulas de una descarga en inodoros, aireadores y gripes de cierre automático en baños

63% de ahorro en construcción debido al tipo de materiales usados, como láminas de acero sobre vigas de acero para los techos y pisos de concreto y acabado.

Certificado Edge obtenido por el Parque Logístico Lima Sur



Fuente: PROPCO I. Elaboración: Certificadora EDGE

Anexo 10. Principales competidores – características comerciales

Proyecto	Desarrollador	Clase de Propiedad	Sub-mercado	Area de Terreno (m2)	Total de m2 existentes	Producción Futura (m2)	Vacancia (%)	Renta (USD/m2/mes)	Gastos Comunes (USD/m2/mes)
Latam Parque Logístico Lima Sur	LLP	A	Lurin	210,000	22,276	82,724	30%	7.10	0.70
Bodegas San Francisco – Portada de Lurin	Bodegas San Francisco	B	Lurin	700,000	420,000	-	49%	5.10	0.60
Bodegas San Francisco –Portada de Lurin Sur	Bodegas San Francisco	B	Punta Hermosa	500,000	60,000	200,000	73%	4.50	0.50
Los Eucaliptos I-III	Inmobideas S.A.C.	B	Lurin	206,000	154,500	50,000	9%	5.90	0.50
Megacentro	Megacentro	B	Lurin	100,000	50,000	28,000	2%	6.60	0.80
AG3 Huachipa	Alejandro Amaya Tamez	B	Huachipa	380,000	70,000	124,000	13%	7.30	-
AldeaLogística-Villa el Salvador	Francis Delacroix (Gerente de Operaciones)	B	Villa El Salvador	75,000	48,451	14,000	10%	5.75	0.50
Los Cedros Huachipa	Familia Carranza	C	Huachipa	27,000	10,500	10,000	0%	8.00	-
ALPA	Almacenes del Pacífico	C	Lurin	90,000	35,000	20,000	29%	7.50	0.50
La Ciudadela	Samara Viera (Administradora de Ciudadela)	C	Lurin	41,667	14,124	23,376	33%	7.50	0.60
Bodegas San Francisco –Villa el Salvador	Guillermo Flores (Administrador de BSF Villa El Salvador)	C	Villa El Salvador	130,000	78,000	-	3%	5.50	0.60
TOTAL DE MERCADO		11		2,459,667	962,851	552,100	31%		
Sub- Total Clase A		1		210,000	22,276	82,724	30%		
Sub- Total Clase B		6		1,961,000	802,951	416,000	35%		
Sub- Total Clase C		4		288,667	137,624	53,376	13%		

Fuente: Estudio de Mercado Colombia y Perú de Latam Logistic Properties. Elaboración propia

Principales clientes que arriendan en empresas competidoras

BSF - Lurín	BSF - Punta Hermosa	Los Eucaliptos I-III	Megacentro	AG3 Huachipa	Aldea Logística VES	Los Cedros de Huachipa	ALPA	La Citadela	BSF - VES
Tottus	Atlas Copco	Sunat	L'oreal	Dinet *	Tai Loi	Marathon	Carsa	Lloi Perú SAC	Renusa
DHL *	Técnicas Metálicas	K+N *	Sodimac		Grupo EFE	Ceva Logistic *	Memmet	KLAR	Miniso *
MABE *	Probios	Yobel	Coca Cola					Farmacéutica	Saga Falabella
PEPSICO	Epiroc	DHL	Trendy					Inmedia	Ripley
San Jorge		Jramon	Techamaq					Shewin Williams	Panalpina
UPS		SODIMAC	Ferreton Home & Tools					INBOBE	Schneider
Electrolux		SIEMENS	Hydrokhan (Escavadoras)						Vivanda
Gildemeister		Netafim	WakerNeuson						SkBerge
Santillana		IL Pastificio	Fermar						Dimerc Office
Itsanet *		Oesia Grupo	Makita						Romantex
Elektra		Master Martini Peru Corporation	Virgin Patner						Tramontina
Agunsa		Corporacion ASK	Istore						DHL
HLO		Full Pack Sack	Comrevic						Santillana
Corporación Rey		Organic Tierra y Selva							Mabe *
Schneider *		Plasticaucho Perú							Blue Star Group
Bata		Scharff							Oxxo
Defensa Civil Peru									
Dupree *									
Atlas Copco									

(*) Clientes de interés para Propco I

Fuente: Estudio de Mercado Colombia y Perú de Latam Logistic Properties. Elaboración propia

Anexo 11. Matriz Canvas – Propco I

8. Socios Claves	7. Actividades Claves	2. Propuesta de valor	4. Relación con clientes	1. Segmento de Clientes
<p>1) Las Entidades Reguladoras del sector inmobiliario y de inversión del distrito y el país como son: Municipalidad de Lurín, Ministerio de la Producción y Proinversión, la Superintendencia de Administración Tributaria, Colegios de profesionales, etc. 2) los proveedores, que atienden los diferentes servicios y bienes requeridos por la empresa ya que la empresa no cuenta con planilla de empleados (empresas de outsourcing legal, contable, tributario, asesores, empresas de construcción, supervisión, etc.) . 3) Latam Logistic Per Opco S.R.L. , Latam Logistic CR Opco S.R.L. y Latam Logistic Properties LLC, empresas vinculadas al grupo que se encargan de transmitir las directrices del modelo de negocio y realizar la gestión de administración, supervisión y financiamiento necesarios. 4) El Fondo de Inversión Jaguar, socio capitalista principal, provee los fondos y actúa como controller de todas las operaciones del grupo 5) International Financial Corporation, empresa perteneciente al Banco Mundial, quien está financiando la construcción de edificios de la primera etapa del Parque 4) JLL broker que se encarga de la gestión comercial en conjunto con los funcionarios de LLPcial en conjunto con los funcionarios de LLP.</p>	<p>Para el desarrollo y arrendamiento operativo del Parque Logístico, se requiere 1) Identificar el lugar idóneo para construir el bien 2) El desarrollo/construcción del Parque Logístico considerando el alto estándar del modelo 3) las relaciones con los clientes objetivo 4) La administración operativa del Parque. Las principales actividades de la empresa son monitoreadas desde la matriz para asegurar la calidad y el estándar en todos los parques logísticos del grupo.</p> <p>6. Recursos Claves</p> <p>1) Propco I cuenta con su activo principal el Parque Logístico Lima Sur, quien es fuente de sus principales ingresos y resulta determinante asegurar el estándar clase A y la correcta administración de la operación dentro del Parque para asegurar sus ingresos 2) La experiencia del recurso humano y know how del producto es muy importante y relevante para garantizar el estándar requerido y proviene de la matriz de la empresa, que a través de su área de desarrollo y gestión financiera y de propiedades puede transmitir el know how requerido para el estándar. 3) la alianza estratégica con el broker JLL y el fondo de inversión Jaguar asegura la experiencia logística y la relación con los clientes objetivo.</p>	<p>PROPCO I arrienda almacenes industriales dentro de condominios de almacenes con infraestructura diseñada con los estándares de los más modernos complejos logísticos en el mundo. Cuenta con un equipo de más de 15 años de experiencia en el desarrollo y administración de parques industriales en mercados desarrollados, facilitando y optimizando las operaciones logísticas de sus clientes. Las principales características que diferencian a Propco I de sus competidores son las características técnicas del Parque que permite al usuario mayor eficiencia en sus operaciones logísticas.</p>	<p>La empresa mantiene una relación antes, durante y posterior al cierre de negocios con los potenciales clientes, sobretodo en el mercado peruano ya que el producto que se ofrece tiene diferencias sustanciales con los existentes en este mercado. Asimismo, se requiere conocer las necesidades específicas del cliente para proponerles un producto de acuerdo a sus necesidades.</p> <p>3. Canales de Distribución</p> <p>Los funcionarios de la empresa se mantienen en contacto directo con los clientes a través de reuniones técnicas comerciales, talleres de capacitación y publicidad que permite que los clientes conozcan el producto y lo adecúen a sus necesidades. La empresa busca que la ubicación de sus propiedades sea estratégica. Cerca de puertos y aeropuertos, que les permita a los clientes eficiencia en los traslados de sus bienes.</p>	<p>Los clientes potenciales están conformados por empresas regionales y/o multinacionales que desean expandir sus operaciones a mercados emergentes y mantener sus estándares. Pueden ser empresas del sector de bienes de consumo, sector <i>retail</i> u operadores logísticos 3PL.</p>
9. Estructura de Costos		5. Flujos de Ingresos		
<p>Los principales costos de operación de la empresa son de adquisición del terreno, construcción y administración y gestión de ventas. La compañía cuenta con un Plan de Negocios aprobado por el Directorio cada cuarto de año con indicadores de la gestión y que autoriza cada etapa del proyecto y de la gestión. En ellos indican los objetivos alcanzados, la definición y financiamiento de cada etapa y el marco presupuestario del periodo. El fondo de inversión aporta el capital para la adquisición de los inmuebles y la administración del negocio y, la construcción vertical se financia con las entidades bancarias que en este proyecto es el IFC.</p>		<p>La empresa PROPCO I tiene como principal fuente de ingreso la renta por arrendamiento de los edificios logísticos de su propiedad, asimismo, por las mejoras personalizadas y los gastos comunes para la administración del Parque Logístico. Los contratos firmados con clientes son por plazos mínimos de 5 años, asegurando una renta mensual y de forma adelantada. Asimismo, financia a los clientes para la realización de mejoras dentro del inmueble arrendado (mezanines, oficinas, áreas de refrigerado) con una tasa de interés de mercado y distribuyendo el pago durante toda la vida del contrato.</p>		

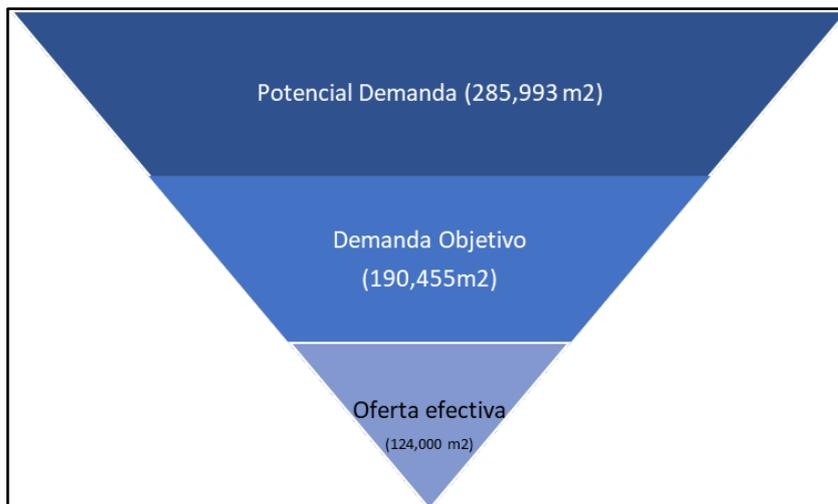
Elaboración propia

Fuente: Latam Logistic Properties

Anexo 12. Clientes potenciales y demanda potencial del Parque Logístico Lima Sur

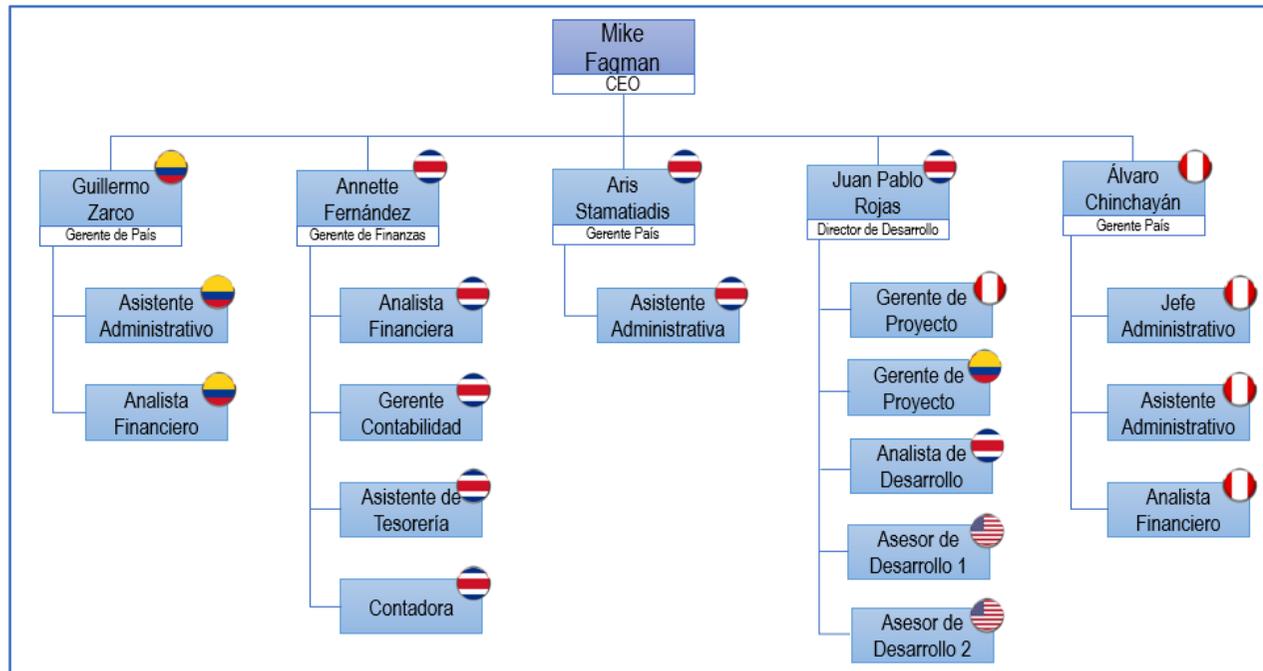
Clientes Potenciales 2018	Demanda (M2)
Cencosud Perú	67,000
Promart	20,000
Samsung PE	17,529
Inkafarma	12,111
Dinet	10,409
XPO logistics	9,459
Mondelez	8,960
Kimberly Clark	8,687
Natura PE	8,085
Inlog	7,359
RANSA PE-Ampliación	6,700
Kuehne & Nagel PE- Ampliación	4,344
Ceva Logistic	2,896
General Motors	2,896
Grupo Sanchez	1,340
Caferma	1,340
AR Racking	1,340
Total metros cuadrados	190,455

Fuente: Latam Logistic Properties 2018. Elaboración propia



Fuente: Latam Logistic Properties 2018. Elaboración propia

Anexo 13. Organigrama del Grupo Latam Logistic Properties



Fuente: Latam Logistic Properties 2018

Anexo 14. Estados financieros

En dólares estadounidenses (US\$)			
Estado de Situación Financiera	2016	2017	2018
ACTIVOS			
ACTIVOS CORRIENTES:			
Efectivo y equivalentes de efectivo	296,870	3,064,769	916,123
Cuentas por cobrar comerciales	-	-	2,115
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	7,955	8,024	-
Otros activos	16,235,469	3,849,036	2,582,267
Total activos corrientes	16,540,294	6,921,829	3,500,505
ACTIVOS NO CORRIENTES:			
Mobiliario y Equipo			6,073
Activo por impuesto diferido			1,122,557
Propiedades de Inversión	-	29,260,000	40,440,000
Total activos no corrientes	-	29,260,000	41,568,630
Total Activos	16,540,294	36,181,829	45,069,135
PASIVOS Y PATRIMONIO			
PASIVOS CORRIENTES:			
Cuentas por pagar comerciales	11,530,981	182,707	110,847
Cuentas por pagar relacionadas	166,164	1,224,328	-
Otras cuentas por pagar	-	106,607	513,161
Obligaciones financieras corrientes			1,098,274
Total pasivos corrientes	11,697,145	1,513,642	1,722,282
PASIVOS NO CORRIENTES:			
Obligaciones financieras	-	9,419,760	8,562,626
Depositos en garantía de inquilinos			83,234
Pasivo por Impuesto a las ganancias diferido	-	1,041,029	2,129,971
Total pasivos no corrientes	-	10,460,789	10,775,831
Total pasivos	11,697,145	11,974,431	12,498,113
PATRIMONIO:			
Capital social emitido	4,900,100	21,311,100	27,991,100
Capital adicional	-	725,000	-
Resultados acumulados	-56,951	2,171,298	4,579,922
Total patrimonio	4,843,149	24,207,398	32,571,022
Total Pasivo y Patrimonio	16,540,294	36,181,829	45,069,135

Estado de Resultados	2016	2017	2018
Ventas	-	-	99,275
Gastos operativos	-	-	-133,305
Utilidad Operativa	-	-	-34,030
Servicios Intercompañías			-585,997
Gastos Generales y Administrativos	-44,817	-377,362	-171,603
Otros, neto			
EBITDA	-44,817	-377,362	-791,630
Depreciación y Amortización			-233
EBIT	-44,817	-377,362	-791,863
Otros ingresos			-
Otros gastos	-10,315	-12,698	-31,380
Valor razonable de propiedades de inversión		3,701,866	3,340,167
Ingresos financieros		5,603	5,842
Gastos financieros e intereses		-36,556	-39,423
Diferencia en cambio, neta	-1,819	-11,575	-84,559
Utilidad antes de impuesto a las ganancias	-56,951	3,269,278	2,398,784
Impuesto a las ganancias	-	-1,041,029	9,840
Utilidad neta	-56,951	2,228,249	2,408,624

Anexo 15. Análisis horizontal y vertical

Estado de Situación Financiera	Análisis Vertical			Análisis Horizontal	
	2016	2017	2018	2017	2018
ACTIVOS					
ACTIVOS CORRIENTES:					
Efectivo y equivalentes de efectivo	1.79%	8.47%	2.03%	932%	-70%
Cuentas por cobrar comerciales					
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	0.05%	0.02%	0.00%	1%	-100%
Otros activos	98.16%	10.64%	5.73%	-76%	-33%
Total activos corrientes	100.00%	19.13%	7.77%	-58%	-49%
ACTIVOS NO CORRIENTES:	0.00%	0.00%	0.00%	0%	0%
Mobiliario y Equipo					
Activo por impuesto diferido					
Propiedades de Inversión	0.00%	80.87%	89.73%	0%	38%
Total activos no corrientes	0.00%	80.87%	92.23%	0%	42%
Total Activos	100.00%	100.00%	100.00%	119%	25%
PASIVOS Y PATRIMONIO					
PASIVOS CORRIENTES:					
Cuentas por pagar comerciales	69.71%	0.50%	0.25%	-98%	-39%
Cuentas por pagar relacionadas	1.00%	3.38%	0.00%	637%	-100%
Otras cuentas por pagar	0.00%	0.29%	1.14%	0%	381%
Obligaciones financieras corrientes					
Total pasivos corrientes	70.72%	4.18%	3.82%	-87%	14%
PASIVOS NO CORRIENTES:	0.00%	0.00%	0.00%	0%	0%
Obligaciones financieras	0.00%	26.03%	19.00%	0%	-9%
Depositos en garantía de inquilinos					
Pasivo por Impuesto a las ganancias diferido	0.00%	2.88%	4.73%	0%	105%
Total pasivos no corrientes	0.00%	28.91%	23.91%	0%	3%
Total pasivos	70.72%	33.10%	27.73%	2%	4%
PATRIMONIO:	0.00%	0.00%	0.00%	0%	0%
Capital social emitido	29.63%	58.90%	62.11%	335%	31%
Capital adicional	0.00%	2.00%	0.00%	0%	-100%
Resultados acumulados	-0.34%	6.00%	10.16%	-3913%	111%
Total patrimonio	29.28%	66.90%	72.27%	400%	35%
Total Pasivo y Patrimonio	100.00%	100.00%	100.00%	119%	25%

Estado de Resultados	Análisis Vertical			Análisis Horizontal	
	2016	2017	2018	2017	2018
Ventas	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%
Gastos operativos	0.00%	0.00%	-134.28%	0.00%	0.00%
Utilidad Operativa	0.00%	0.00%	-34.28%	0.00%	0.00%
Servicios Intercompañías	0.00%	0.00%	-590.28%	0.00%	0.00%
Gastos Generales y Administrativos	0.00%	0.00%	-172.86%	742.01%	-54.53%
Otros, neto	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBITDA	0.00%	0.00%	-797.41%	742.01%	109.78%
Depreciación y Amortización	0.00%	0.00%	-0.23%	0.00%	0.00%
EBIT	0.00%	0.00%	-797.65%	742.01%	109.84%
Otros ingresos	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Otros gastos	0.00%	0.00%	-31.61%	23.10%	147.13%
Valor razonable de propiedades de inversión	0.00%	0.00%	3364.56%	0.00%	-9.77%
Ingresos financieros	0.00%	0.00%	5.88%	0.00%	4.27%
Gastos financieros e intereses	0.00%	0.00%	-39.71%	0.00%	7.84%
Diferencia en cambio, neta	0.00%	0.00%	-85.18%	536.34%	630.53%
Utilidad antes de impuesto a las ganancias	0.00%	0.00%	2416.30%	-5840.51%	-26.63%
Impuesto a las ganancias	0.00%	0.00%	9.91%	0.00%	-100.95%
Utilidad neta	0.00%	0.00%	2426.21%	-4012.57%	8.09%

Anexo 16. Supuestos para la proyección de estados financieros

Supuestos de Proyección	
Ventas	<p>Los ingresos de la empresa están compuestos por dos rubros principales i) las rentas por arrendamiento de almacenes, y ii) los gastos comunes y servicios básicos. En ese sentido, para modelar los ingresos por ventas consideramos los m² de ANR por el precio de renta. El proyecto consta de 6 etapas compuesto por la construcción de 6 edificios con una capacidad total de 125,950 m², incluyendo la construcción de <i>mezzanine</i>.</p> <p>Se ha proyectado los ingresos cada etapa del Parque considerando la información de la Gerencia sobre la gestión comercial de la empresa y potenciales clientes. Ver anexo 12</p>

Capacidad de ANR de Propco I

Metros cuadrados de área neta rentable	Edificio 100	Edificio 200	Edificio 300	Edificio 400	Edificio 500	Edificio 600	Total
Área neta rentable	22,276	21,666	17,529	24,620	20,513	17,496	124,100
Área de mezzanine	100	550	300	300	300	300	1,850
Total de área neta rentable (m ²)	22,376	22,216	17,829	24,920	20,813	17,796	125,950

Fuente: PROPCO I / Elaboración propia

Ingresos por cada edificio del Parque Logístico Lima Sur

Ingresos anuales por edificio US\$	Edificio 100	Edificio 200	Edificio 300	Edificio 400	Edificio 500	Edificio 600	Total
Año 2019	883,686	31,255	12,480	0	0	0	927,421
Año 2020	2,026,283	1,431,309	1,384,030	149,146	7,285	0	4,998,053
Año 2021	2,146,247	2,111,853	1,678,972	2,343,872	1,575,236	936,159	10,792,339
Año 2022	2,167,267	2,175,209	1,729,341	2,414,188	2,001,417	1,698,707	12,186,129
Año 2023	2,172,533	2,240,465	1,781,221	2,486,614	2,061,459	1,749,669	12,491,961
Año 2024	1,848,271	2,043,188	1,834,658	2,561,212	2,123,303	1,802,159	12,212,791
Año 2025	2,232,032	2,274,082	1,741,988	2,484,864	2,187,002	1,856,223	12,776,192
Año 2026	2,294,661	2,363,084	1,612,366	2,441,747	2,036,439	1,802,517	12,550,815
Año 2027	2,359,061	2,433,976	1,873,115	2,275,647	2,118,537	1,752,576	12,812,912
Año 2028	2,425,282	2,506,996	1,929,308	2,678,419	1,903,306	1,644,453	13,087,763
Año 2029	2,011,959	2,346,253	1,987,187	2,758,772	2,307,398	1,981,098	13,392,667
Año 2030	2,518,302	2,151,852	2,046,803	2,841,535	2,376,620	2,040,531	13,975,642
Año 2031	2,588,791	2,448,099	2,108,207	2,926,781	2,447,918	2,101,747	14,621,543
Año 2032	2,661,268	2,521,542	1,695,360	2,716,824	2,521,356	2,164,799	14,281,149
Año 2033	2,735,790	2,597,188	2,147,754	3,014,672	2,312,790	1,980,009	14,788,204
Año 2034	2,258,861	2,592,903	2,223,113	2,860,452	2,621,318	2,227,666	14,784,313
Año 2035	2,825,701	2,460,337	2,295,517	3,027,355	2,338,175	2,032,306	14,979,392
Año 2036	2,918,025	2,790,730	2,370,264	3,177,340	2,635,945	2,276,378	16,168,681
Año 2037	3,011,056	2,877,056	2,447,430	3,272,660	2,715,023	2,344,670	16,667,895
Año 2038	3,101,314	2,966,051	1,971,295	3,104,732	2,796,474	2,415,010	16,354,876
Total de ingresos anuales por etapa *	47,186,392	45,363,429	36,870,410	49,536,831	41,086,999	34,806,676	254,850,737

* No incluye provisiones por morosidad y vacancia

Modelamiento de las ventas	<p>En el modelamiento de los ingresos estamos considerando una tasa de absorción de 95% y se asume la renovación de los contratos al término de cada uno de ellos considerando 1 mes de vacancia como tiempo para negociación de la renovación y 1.5 meses de renta libre.</p> <p>Los contratos de arrendamiento indican un crecimiento de renta anual igual a la inflación de EEUU o el mínimo de 3% como política de la empresa durante la vida del contrato.</p> <p>El precio de renta para los nuevos contratos y renovaciones de contrato inicia con el precio de renta de mercado y luego se incluye el crecimiento de renta de 3% mínimo anual durante la vida del contrato.</p> <p>La renta de mercado crece a 2% anual de acuerdo al promedio de la tasa de inflación reportado en la página web del BCR. Por tanto, una vez que el activo tiene las 6 etapas estabilizadas, el crecimiento de los ingresos será de 2% anual en promedio. Según se aprecia en la tabla de supuestos de mercado.</p>
----------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Variables de modelamiento de ingresos	Edificio 100	Edificio 200	Edificio 300	Edificio 400	Edificio 500	Edificio 600
Ciente Especulativo	A	A	A	A	A	A
Area neta rentable (M2)	6166	8385	17829	12460	10407	8898
Plazo de contrato	63/60 meses	120 meses	72 meses	72 meses	72 meses	72 meses
Precio de renta (US\$/M2)	6.75	7.05	6.9	7.07	7.07	7.07
Precio de gastos comunes (US\$/M2)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Incremento anual de precios	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Tiempo de renta libre 1er contrato	5 meses	3 meses				
Tiempo de absorción y vacancia	1 mes					
Tiempo de renta libre por renovación	1.5 meses					
Ciente Especulativo	B	B		B	B	B
Area neta rentable (M2)	7249	8494		12460	10407	8898
Plazo de contrato	60 meses	60 meses		84 meses	84 meses	84 meses
Precio de renta (US\$/M2)	6.89	6.89		7.07	7.07	7.07
Precio de gastos comunes (US\$/M2)	0.7	0.7		0.7	0.7	0.7
Incremento anual de precios	3%	3%		3%	3%	3%
Tiempo de renta libre 1er contrato	3 meses	3 meses		3 meses	3 meses	3 meses
Tiempo de absorción y vacancia	1 mes	1 mes		1 mes	1 mes	1 mes
Tiempo de renta libre por renovación	1.5 meses	1.5 meses		1.5 meses	1.5 meses	1.5 meses
Ciente Especulativo	C	C				
Area neta rentable (M2)	8961	5337				
Plazo de contrato	60 meses	60 meses				
Precio de renta (US\$/M2)	6.98	6.9				
Precio de gastos comunes (US\$/M2)	0.3	0.7				
Incremento anual de precios	3%	3%				
Tiempo de renta libre 1er contrato	4 meses	3 meses				
Tiempo de absorción y vacancia	1 mes	1 mes				
Tiempo de renta libre por renovación	1.5 meses	1.5 meses				

Fuente: Propco I. Elaboración propia

Supuestos de mercado para la proyección de ventas

La siguiente tabla muestra las variables para el modelamiento de los ingresos de la compañía:

Supuestos de mercado	Edificio 100	Edificio 200	Edificio 300	Edificio 400	Edificio 500	Edificio 600
Ratios de crecimiento %						
Crecimiento de Renta de Mercado %	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
Crecimientos de gastos operativos %	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
Provisiones						
Provisión por morosidad %	1% de rentas					
Provisión por vacancia %	5% de rentas					
Supuestos de mercado para el área vacante						
Renta base (US\$ m ² /mes):	US\$ 6.85	US\$ 6.90	US\$ 6.90	US\$ 7.07	US\$ 7.07	US\$ 7.07
Renta libre (meses)	3 meses					
Meses para alquilar después de la construcción	5	2	0	0	0	0
Opción de término	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Incremento de Renta anual de Acuerdo al IPC de USA, mínimo 3%		3%	3%	3%	3%	3%
Reembolso por gastos comunes (US\$ m ² /Mes)	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
Fecha de Inicio de arrendamiento	Dic-18	Set-19	Dic-19	Set-20	Dic-20	Mar-21
Plazos de contrato promedio	60 meses	60 meses	72 meses	72-84 meses	72-84 meses	72-84 meses
Sobre renovación de contratos:						
Probabilidad de retención:	75%	75%	75%	75%	75%	75%
Vacancia por renovación (meses)	1 mes					
Vacancia por cambio de cliente (meses)	3 meses					
Renta libre por renovación	1.5 meses					
Gastos de capital						
Mejoras solicitadas por clientes						
1era generación (US\$ / m ²)	US\$ 60.23					
Comisión de arrendamiento						
Nuevo arrendamiento	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Gasto de operaciones						
Mejoras solicitadas por clientes						
2da generación (US\$ / m ²)	US\$ 10.00					
Mantenimiento de edificios						
Reservas de reemplazo (US\$ / m ² / Año):	US\$ 1.00					

Supuestos de Proyección	
Costo de Ventas	<p>En este rubro se han considerado todos los gastos destinados a la administración del Parque Logístico y sus áreas comunes. Entre ellos se consideran la tarifa de la empresa Administradora, gastos de operación, limpieza de áreas comunes, servicios de seguridad, operación del centro de control de CCTV, servicio de tóxico, electricidad, agua, y mantenimiento en general. Estos gastos son considerados como gastos fijos entre un 40%-50%; por tanto, a medida que las demás etapas entren en operación el gasto por metro cuadrado disminuirá. Parte de estos gastos son reembolsables por los clientes en el rubro de gastos comunes; sin embargo, en la primera etapa estos reembolsos no cubren el total de los gastos comunes, debido a que el precio por gastos comunes es calculado en base a la ocupancia total de la primera fase del Parque Logístico Lima Sur.</p> <p>Dentro de este rubro se considera, además, los servicios de gestión de propiedades prestado por la empresa vinculada. Este rubro corresponde a un 3% de los ingresos totales.</p>
Gastos administrativos y generales	<p>La compañía terceriza todas sus actividades y no incluye personal propio en el modelo de negocio; por tanto, se proyecta los servicios de representación, administrativos, contables, financieros y de tesorería que son prestados por las empresas vinculadas al grupo LLP. Además, se consideran gastos legales y de outsourcing locales.</p> <p>Se proyecta el incremento de activos inmobiliarios de propiedad hasta llegar a los US\$99 millones en los próximos dos años a través de la adquisición del inmueble aledaño y desarrollo de las seis etapas del Parque Logístico, al tiempo el balance general se fortalece y mantienen los gastos generales y administrativos relativamente planos (Economía de escala).</p>
Gastos financieros	<p>Los gastos financieros se proyectan en base a los intereses por pagar y comisiones del préstamo sindicado firmado con el International Finance Corporation por el importe de US\$53 millones. La tasa de interés considerada es 5.25% más tasa libor 6 meses actualizada en la fecha de pago (semestral) y se proyecta la variación de la tasa libor de acuerdo a la proyección disponible de la tasa libor 3 meses en la página web de Bloomberg (hasta setiembre 2021), luego se proyecta un incremento de 2% anual de la tasa libor de setiembre 2021.</p>

Supuestos de Proyección	
Valuación de Activos	La empresa realiza la tasación de sus activos anualmente para hallar el valor razonable; sin embargo, no tenemos certeza del valor del activo en los próximos años; por tanto, no se proyecta en esta evaluación.
Diferencia de Cambio	<p>La empresa tiene como moneda funcional dólares americanos. Realiza sus ventas en dólares y reporta en dólares americanos a la casa matriz. Sin embargo, durante el proceso de construcción mantiene flujos en soles para pagar a los proveedores locales, así como, impuestos diferidos por encontrarse en etapa pre-operativa, resultando en una mayor cantidad de activos que pasivos en soles; por tanto, ante la depreciación del sol, la empresa genera pérdida por diferencia de cambio. No es posible proyectar con exactitud las pérdidas o ganancias por este concepto, por tanto, se considera un promedio de los dos últimos periodos y se proyecta durante la etapa de construcción únicamente.</p> <p>Luego de la etapa de construcción, no se proyecta pérdida o ganancia por tipo de cambio debido a que la empresa realiza sus ventas en dólares americanos y la deuda que mantiene con el IFC también es en dólares americanos. Se prevé contratar algunos servicios operativos en moneda nacional, sin embargo, estos importes no son relevantes.</p>
Impuesto a las ganancias	La empresa se encuentra en etapa pre-operativa por tanto está generando pérdida tributaria desde el año 2016 hasta el 2018, pérdidas que se están acumulando en la cuenta de impuestos diferidos. Se espera empezar a aplicar la pérdida acumulada a partir del año 2020 que empieza la estabilización de la primera etapa. Se proyecta agotar el acumulado en el año 2023. Luego se proyecta la tasa de impuesto efectiva calculada luego de aplicar la depreciación de las edificaciones de la propiedad de inversión como diferencia permanente.
Impuesto a las ventas	La empresa se encuentra en etapa de inversión; por tanto, tiene como cuenta de activo el impuesto general a la venta diferido generado por los pagos a proveedores de construcción. Por consiguiente, la empresa aplicará este impuesto diferido una vez que inicie sus operaciones hasta que se agote en el año 2025, como se puede observar en la proyección de Estado de Situación Financiera.
Efectivo y equivalentes al efectivo	Por otro lado, la empresa ha firmado un contrato con PROINVERSIÓN para la Devolución Anticipada de IGV “DAIGV” del impuesto generado para los rubros de construcción. Este ingreso por DAIGV genera a la empresa un beneficio financiero que otorga el gobierno peruano para incentivar las inversiones en el país. Sin embargo, no estamos considerando en las proyecciones este ahorro financiero, debido a la discrecionalidad de su operatividad, y a una posición conservadora.
Cuentas por cobrar comerciales	La cuenta de efectivo de cada periodo se obtiene del resultante de las variaciones de los flujos de efectivo de las actividades de operación, financiamiento e inversión más el efectivo del periodo anterior.
	El principal ingreso de la compañía se debe a las rentas cobradas a sus clientes y estas rentas son cobradas por adelantado, los primeros días del mes arrendamiento. Hemos proyectado la provisión por morosidad de 1% que será enviada al gasto en el mismo periodo por tanto no se proyecta variaciones o saldos en las cuentas por cobrar comerciales.

Estado de Situación Financiera	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2035	2036	2037	2038
ACTIVOS										
ACTIVOS CORRIENTES:										
Cuentas por cobrar comerciales	7,738	44,434	97,767	110,941	113,539	110,466	135,101	146,514	151,049	147,577
Provisión por cuentas incobrables	-7,738	-44,434	-97,767	-110,941	-113,539	-110,466	-135,101	-146,514	-151,049	-147,577

Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	<p>La empresa recibe servicios de gestión y operación por parte de las empresas vinculadas; sin embargo, según la Ley de Impuesto a la Renta, estos servicios deben ser cancelados dentro del periodo vigente para que puedan considerarse deducibles en el periodo; por tanto, no se proyecta saldos en esta cuenta contable.</p>
Propiedades de Inversión	<p>La proyección de la cuenta propiedades de inversión se forma en base a los siguientes rubros:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Terrenos; conformado por los inmuebles adquiridos para el desarrollo del Parque Logístico Lima Sur en sus dos fases. 2. Construcción; conformado por la inversión en la construcción de las 6 etapas del Parque Logístico Lima Sur. 3. Mejoras de las instalaciones; conformado por las actividades de implementación de oficinas u otros ambientes solicitados por los clientes y estipulados en los contratos de arrendamiento. 4. Inversión en comercialización, conformado por la comisión del bróker, publicidad y marketing del parque 5. Intereses pagados durante la etapa de construcción; conformado por la porción de intereses que se paga al Banco IFC por el préstamo subordinado que utiliza la empresa para el financiamiento del desarrollo del parque durante la etapa de construcción de cada edificio. <p>La empresa reconoce esta propiedad bajo el modelo de valor razonable y actualiza su valor anualmente por informe de tasación de terceros, según lo indicado en la NIC 40. Ver anexo 22</p>
Cuentas por cobrar comerciales y relacionadas	<p>La empresa tiene como política el pago de las facturas de sus proveedores a 15 días de presentación de facturas; por consiguiente, no proyectamos cuentas por pagar.</p>
Deuda	<p>Se proyecta la deuda con el International Finance Corporation por el importe de US\$53 millones de dólares que incluye la ampliación de la deuda para la construcción de la segunda fase del Parque Logístico Lima Sur. El plazo es de 12 años amortizable semestralmente y con cuota ballon en el año 12, tasa de interés variable de 5.25 + libor. Este tipo de préstamo tiene permitido hasta 7 desembolsos durante los primeros 2 años y se proyectan los desembolsos de acuerdo a la necesidad de flujo de efectivo durante la etapa de construcción. La amortización y los pagos de intereses se proyectan de acuerdo al cronograma propuesto por el IFC.</p>
Dividendos	<p>La empresa no informa sobre pago de dividendos durante la vigencia del préstamo con el Internacional Finance Corporation según se indica en el contrato de préstamo sindicado firmado con ellos.</p>

Anexo 17. Estados financieros proyectados expresados en US\$

Estado de situación financiera

Estado de Situación Financiera (US\$)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2033	2034	2035	2036	2037	2038
ACTIVOS													
ACTIVOS CORRIENTES:													
Efectivo y equivalentes de efectivo	719,362	1,103,684	1,301,327	5,797,883	10,291,795	12,370,841	15,065,930	42,079,816	50,570,944	59,042,382	68,552,200	78,352,654	87,623,509
Cuentas por cobrar comerciales	7,738	44,434	97,767	110,941	113,539	110,466	115,842	133,757	133,339	135,101	146,514	151,049	147,577
Cuentas por cobrar a empresas vinculadas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Provisión por cuentas incobrables	-7,738	-44,434	-97,767	-110,941	-113,539	-110,466	-115,842	-133,757	-133,339	-135,101	-146,514	-151,049	-147,577
Otros activos	5,754,102	11,504,554	12,056,589	10,306,227	8,293,014	6,308,432	4,187,806	0	0	0	0	0	0
Total activos corrientes	6,473,464	12,608,238	13,357,916	16,104,110	18,584,809	18,679,273	19,253,736	42,079,816	50,570,944	59,042,382	68,552,200	78,352,654	87,623,509
ACTIVOS NO CORRIENTES:													
Mobiliario y Equipo	6,306	6,306	6,306	6,306	6,306	6,306	6,306	12,738	12,738	12,738	12,738	12,738	12,738
Depreciación (mobiliario)	-1,163	-2,093	-3,023	-3,870	-4,301	-4,732	-5,163	-10,165	-10,809	-11,452	-12,095	-12,738	-12,738
Activo por impuesto diferido	1,693,130	2,245,182	1,826,576	838,150	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Propiedades de inversión	70,335,355	99,043,871	99,930,186	99,930,186	99,930,186	100,265,571	100,292,256	102,047,706	102,239,486	102,548,206	102,548,206	102,548,206	102,851,096
Total activos no corrientes	72,033,628	101,293,266	101,760,045	100,770,772	99,932,191	100,267,145	100,293,399	102,050,279	102,241,416	102,549,492	102,548,849	102,548,206	102,851,096
Total Activos	78,507,092	113,901,504	115,117,961	116,874,882	118,517,000	118,946,418	119,547,135	144,130,095	152,812,360	161,591,874	171,101,049	180,900,860	190,474,605
PASIVOS Y PATRIMONIO													
PASIVOS CORRIENTES:													
Cuentas por pagar comerciales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cuentas por pagar relacionadas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras cuentas por pagar	65,768	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones financieras corrientes	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total pasivos corrientes	65,768	0											
PASIVOS NO CORRIENTES:													
Obligaciones financieras	28,143,623	54,389,125	53,208,080	49,266,842	44,971,175	40,330,609	35,290,969	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Préstamo de accionistas	1,000,000	2,000,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Depositos en garantía de inquilinos	83,234	83,234	83,234	83,234	83,234	83,234	83,234	83,234	83,234	83,234	83,234	83,234	83,234
Pasivo por Impuesto a las ganancias diferido	2,129,971	2,129,971	2,129,971	2,129,971	2,129,971	2,129,971	2,129,971	2,129,971	2,129,971	2,129,971	2,129,971	2,129,971	2,129,971
Total pasivos no corrientes	31,356,828	58,602,330	55,421,285	51,480,047	47,184,380	42,543,814	37,504,174	2,213,204	2,213,204	2,213,204	2,213,204	2,213,204	2,213,204
Total pasivos	31,422,596	58,602,330	55,421,285	51,480,047	47,184,380	42,543,814	37,504,174	2,213,204	2,213,204	2,213,204	2,213,204	2,213,204	2,213,204
PATRIMONIO:													
Capital social emitido	42,991,100	49,741,100	49,741,100	49,741,100	49,741,100	49,741,100	49,741,100	49,741,100	49,741,100	49,741,100	49,741,100	49,741,100	49,741,100
Capital adicional	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultados acumulados	4,093,396	5,558,073	9,955,577	15,653,735	21,591,520	26,661,504	32,301,861	92,175,791	100,858,056	109,637,571	119,146,745	128,946,556	138,520,301
Total patrimonio	47,084,496	55,299,173	59,696,677	65,394,835	71,332,620	76,402,604	82,042,961	141,916,891	150,599,156	159,378,671	168,887,845	178,687,656	188,261,401
Total Pasivo y Patrimonio	78,507,092	113,901,503	115,117,961	116,874,882	118,517,000	118,946,418	119,547,135	144,130,095	152,812,360	161,591,875	171,101,049	180,900,860	190,474,605

Estado de resultados

Estado de Resultados (US\$)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Ingresos por ventas	880,991	4,731,447	10,205,737	11,520,485	11,810,726	11,549,996	12,081,141	13,985,659	13,984,280	14,168,785	15,289,595	15,761,603	15,469,416
Ingreso por rentas	727,409	4,176,823	9,190,098	10,428,434	10,672,675	10,383,779	10,889,126	12,573,200	12,533,850	12,699,513	13,772,346	14,198,573	13,872,202
Ingreso por gastos comunes	153,582	554,623	1,015,639	1,092,050	1,138,051	1,166,217	1,192,015	1,412,459	1,450,430	1,469,272	1,517,249	1,563,030	1,597,214
Costos y Gastos operativos	-552,911	-1,002,005	-1,622,875	-1,721,028	-1,755,197	-1,766,591	-1,812,169	-2,094,426	-2,097,736	-2,133,435	-2,207,443	-2,255,688	-2,273,591
Gastos operativos	-462,967	-744,809	-1,174,355	-1,230,694	-1,255,688	-1,275,457	-1,304,133	-1,526,030	-1,553,457	-1,583,622	-1,624,005	-1,658,090	-1,684,758
Reservas para reemplazos y mantenimient	-62,121	-107,254	-124,750	-124,750	-124,750	-124,750	-124,750	-124,750	-124,750	-124,750	-124,750	-124,750	-124,750
Servicios intercompañías de operaciones	-27,823	-149,942	-323,770	-365,584	-374,759	-366,384	-383,286	-443,646	-419,528	-425,064	-458,688	-472,848	-464,082
Utilidad Operativa	328,080	3,729,442	8,582,862	9,799,456	10,055,530	9,783,405	10,268,972	11,891,233	11,886,544	12,035,349	13,082,152	13,505,916	13,195,825
Servicios intercompañías Administrativos	-274,294	-279,780	-285,375	-291,083	-296,904	-302,843	-308,899	-361,925	-369,163	-376,547	-384,078	-391,759	-399,594
Gastos Generales y Administrativos	-136,800	-139,536	-142,327	-145,173	-148,077	-151,038	-154,059	-180,505	-184,115	-187,797	-191,553	-195,384	-199,292
EBITDA	-83,014	3,310,126	8,155,160	9,363,200	9,610,549	9,329,524	9,806,014	11,348,803	11,333,266	11,471,005	12,506,521	12,918,773	12,596,939
Depreciación y Amortización	-930	-930	-930	-847	-431	-431	-431	-643	-643	-643	-643	-643	-643
EBIT	-83,944	3,309,196	8,154,230	9,362,353	9,610,118	9,329,093	9,805,583	11,348,160	11,332,623	11,470,362	12,505,878	12,918,129	12,596,939
Otros ingresos y gastos													
Valor razonable de propiedades de inversión													
Ingresos financieros													
Gastos financieros	-352,582	-1,794,519	-3,706,726	-3,664,195	-3,403,335	-3,120,523	-2,787,435	0	0	0	0	0	0
Diferencia en cambio, neta	-50,000	-50,000	-50,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad antes de impuesto a las ganancias	-486,526	1,464,677	4,397,504	5,698,158	6,206,782	6,208,570	7,018,148	11,348,160	11,332,623	11,470,362	12,505,878	12,918,129	12,596,939
Impuesto a las ganancias	0	0	0	0	-268,998	-1,138,586	-1,377,791	-2,654,940	-2,650,358	-2,690,847	-2,996,704	-3,118,318	-3,023,195
Utilidad neta	-486,526	1,464,677	4,397,504	5,698,158	5,937,784	5,069,984	5,640,357	8,693,220	8,682,265	8,779,515	9,509,174	9,799,811	9,573,745

Anexo 18. Determinación de la tasa de descuento

ESCENARIO PESIMISTA

PROPCO I

Periodo [2019 - 2021]

Estructura de Capital (1)	
Debt / Debt + Equity	0%
Equity / Debt + Equity	100%

Country Risk Premium	
EMBI (6)	163
Volatility	1.23
Risk Premium	2.00%

COK	
Tasa Libre de Riesgo (3)	2.87%
Prima de Riesgo de Mercado (4)	5.84%
Beta Apalancado (5)	1.18
Prima de Riesgo País	2.00%
Costo del Patrimonio	11.77%

WACC (Nominal en USD)	11.77%
------------------------------	---------------

Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)	3%
----------------------------------------------	-----------

ESCENARIO BASE

PROPCO I

Periodo [2019 - 2021]

Estructura de Capital (8)	
Debt / Debt + Equity	0%
Equity / Debt + Equity	100%

Country Risk Premium	
EMBI (6)	163
Volatility	1.23
Risk Premium	2.00%

COK	
Tasa Libre de Riesgo (3)	2.87%
Prima de Riesgo de Mercado (4)	5.84%
Beta Apalancado (5)	1.17
Prima de Riesgo País	2.00%
Costo del Patrimonio	11.70%

WACC (Nominal en USD)	11.70%
------------------------------	---------------

Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)	3%
----------------------------------------------	-----------

ESCENARIO OPTIMISTA

PROPCO I

Periodo [2019 - 2021]

Estructura de Capital (9)	
Debt / Debt + Equity	0%
Equity / Debt + Equity	100%

Country Risk Premium	
EMBI (6)	163
Volatility	1.23
Risk Premium	2.00%

COK	
Tasa Libre de Riesgo (3)	2.87%
Prima de Riesgo de Mercado (4)	5.84%
Beta Apalancado (5)	1.07
Prima de Riesgo País	2.00%
Costo del Patrimonio	11.15%

WACC (Nominal en USD)	11.15%
------------------------------	---------------

Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)	3%
----------------------------------------------	-----------

Prima de mercado

La prima de mercado se determinó mediante el diferencial histórico del rendimiento del índice bursátil Standard & Poors 500 y el rendimiento de los bonos de tesoro americano a 10 años, considerando en ambos casos la liquidez y facilidad de inversión en dichos instrumentos. A fin de considerar el efecto de los ciclos económicos se determinó. Se utilizó la fórmula de Blume que combina el efecto del promedio aritmético y geométrico y que compatibiliza con el periodo de proyección.

$$\text{Fórmula de Blume: } R(T) = \frac{T-1}{N-1} \times \text{Promedio geométrico} + \frac{N-T}{N-1} \times \text{Promedio aritmético}$$

T: años de proyección 20 [2019-2038]

N: años de datos 91 [1928-2018]

R(T):	Tasa	Coficiente	Factor
Promedio Geométrico:	4.28%	0.21	0.90%
Promedio Aritmético:	6.26%	0.79	4.94%
R(T) - Prima de Riesgo			5.84%

Prima riesgo país

Considerando que el modelo CAPM considera el riesgo de un inversionista en un mercado desarrollado, resulta necesario considerar una prima de riesgo país a fin de ajustar a la realidad de PROPCO I, la misma que se desarrolla en un mercado emergente. Así, según Mongrut (2006) resulta consistente tomar como referencia el modelo propuesto por Damodaran en el 2002 a fin de corregir el efecto del diferencial de tasas del riesgo país con la volatilidad entre el mercado de acciones y bonos.

<i>Country Risk Premium</i>	
EMBI (6)	163
Volatility	1.23
Risk Premium	2.00%

Anexo 19. Determinación cuantitativa del beta

Tomando en consideración que Propco I es una compañía no listada, conforme propone Pinto (2006) se procedió a la determinación del beta mediante el método de comparables mediante el denominado Pure Play Method, obteniendo un valor promedio de beta desapalancado de 0.71 y una mediana de 0.72.

Adicionalmente, se procedió a considerar información publicada por Damodaran (2018) respecto a betas de mercados emergentes, obteniéndose un valor desapalancado promedio de 0.66.

Compañía	País	B(L)	D/P	Tax Rate	Bu
Fibra Uno	México	0.83	43.92%	30%	0.635
Vesta SAB	México	0.69	40.12%	30%	0.539
Danhos SA de CV	México	0.75	5.87%	30%	0.720
Macquarie México	México	0.64	63.14%	30%	0.444
JHSF Participacoes	Brasil	1.42	60.08%	34%	1.017
Helbor Empreendimentos	Brasil	1.44	91.66%	34%	0.897
Sao Carlos Empreendimentos	Brasil	0.78	102.83%	34%	0.465
Sonae Sierra Brasil	Brasil	0.90	28.36%	34%	0.758
Tecnisa	Brasil	1.23	46.99%	34%	0.939

Mediana		0.83	0.47		0.72
Promedio		0.96	0.54		0.71
Beta Emerging Markets (7)	Damodaran				0.66

Tax Rate	29.50%
----------	--------

Beta Apalancado para PROPCO I	Bu	D/P	Beta L (*)	Correlación	Beta L (**)
	0.72	0%	0.72	0.61	1.18

Beta Apalancado para PROPCO I	Bu	D/P	Beta L (*)	Correlación	Beta L (**)
	0.71	0%	0.71	0.61	1.17

Beta Apalancado para PROPCO I	Bu	D/P	Beta L (*)	Correlación	Beta L (**)
	0.66	0%	0.66	0.61	1.07

(*) Beta L: considera el valor del beta apalancado, considerando una estructura D/E:0/100, conforme el modelo planteado por Maquieira. Este beta es utilizado para el periodo de proyección 2022 – 2038.

(**) Este beta considera el efecto de corrección para empresas en etapa de crecimiento y es utilizado para el periodo de proyección 2019 – 2021, periodo en el cual se estima que se estabilizaran los ingresos, al finalizar las obras del parque logístico.

Resulta necesario especificar que, los betas³ se han corregido para los periodos 2019-2022, a fin de reflejar el efecto de PROPCO I como una empresa en crecimiento. A continuación, se presenta la data utilizada tanto para los mercados de México (correlación: 0.56) y Brasil (correlación: 0.65), respectivamente, asimismo, cabe indicar que para el cálculo efectuado se consideró el promedio de las correlaciones indicadas:

³ Se refiere al término Betas, debido a que se usaron los tres valores presentados en el cuadro a fin de sensibilizar el valor de la tasa de descuento considerada para determinar el valor de PROPCO I.

Correlación de compañías del sector respecto al índice mexicano de bolsa

Comparables	Variación %					
	DANHOS	FUNO	MACQUARIE	VESTA	Promedio	INMEX
31-Dic-2018	-0.032889259	0.060194175	-0.006179775	0.057548285	0.019668356	-0.006537867
30-Nov-2018	-0.09009169	-0.043824316	-0.081024091	0.022983871	-0.047989057	-0.04977597
31-Oct-2018	-0.117744063	-0.11296221	-0.116175156	-0.140381282	-0.121815678	-0.117437867
30-Set-2018	-0.040506329	-0.017956903	0.061669829	0.063398452	0.016651262	0.000634728
31-Ago-2018	0.041165208	-0.066318927	0.062269106	-0.081273281	-0.011039474	-0.008937265
31-Jul-2018	0.038630973	-0.069348128	0.026917217	0.139274691	0.033868688	0.041447274
30-Jun-2018	-0.030870279	0.047584453	-0.039980497	0.033905066	0.002659686	0.07275378
31-May-2018	-0.084485869	-0.111075234	0.047897953	-0.071481481	-0.054786158	-0.075023686
30-Abr-2018	0.100959947	0.131944444	-0.022526934	0.000370508	0.052686991	0.05567054
31-Mar-2018	-0.001834889	0.029345372	0.042300509	0.042084942	0.027973984	-0.027501083
28-Feb-2018	-0.014563107	-0.086720065	-0.030126336	0.010140406	-0.030317276	-0.069197727
31-Ene-2018	0.009474028	0.005147563	-0.008192771	0.052545156	0.014743494	0.019473892
31-Dic-2017	-0.034384858	0.000686813	-0.072832887	0.040136635	-0.016598574	0.052355631
30-Nov-2017	-0.014860865	-0.034802784	-0.010857234	-0.015966387	-0.019121818	-0.033749739
31-Oct-2017	0.04135941	-0.017903646	-0.046038988	-0.085318985	-0.026975552	-0.030324871
30-Set-2017	-0.00064082	-0.036688617	0.004583333	-0.009893455	-0.01065989	-0.017760842
31-Ago-2017	-0.004457697	-0.030699088	0.11022686	-0.020864382	0.013551423	0.003890885
31-Jul-2017	-0.028772574	-0.044160372	0.024219842	0.000372717	-0.012085097	0.025505903
30-Jun-2017	0.000612557	0.041452345	0.116484659	0.037911025	0.049115147	0.022669895
31-May-2017	0.012738382	0.005170316	-0.050545231	-0.025631361	-0.014566973	-0.009771843
30-Abr-2017	0.047741935	0.024937656	-0.015274463	0.019208605	0.019153433	0.017149223
31-Mar-2017	0.001368831	0.103922918	0.034465389	0.058130081	0.049471805	0.037549804
28-Feb-2017	-0.004469987	-0.008622927	0.007306381	0.068635969	0.015712359	-0.00151248
31-Ene-2017	-0.00223001	-0.061083123	-0.038857678	-0.076243981	-0.044603698	0.037674519
31-Dic-2016	-0.020898316	-0.000314762	0.035887488	0.010953347	0.006406939	0.009309239
30-Nov-2016	-0.06789535	-0.109343275	-0.117049391	-0.138111888	-0.108099976	-0.045756082
31-Oct-2016	-0.017598638	0.018351214	0.00337126	0.069158879	0.018320679	0.016690156
30-Set-2016	0.019386574	-0.025852585	-0.029050736	-0.00705271	-0.010642364	-0.00970128
31-Ago-2016	0.021359198	-0.038875301	0.037583735	-0.002222222	0.004461352	0.024117923
31-Jul-2016	0.022549609	-0.015954709	-0.000416667	-0.044585987	-0.009601939	0.022041115
30-Jun-2016	-0.022914219	-0.027527528	0.030927835	0.047054465	0.006885138	0.006776093
31-May-2016	-0.115465	-0.022673444	0.001321138	-0.037446505	-0.043565953	-0.019707847
30-Abr-2016	0.072302558	0.019920319	0.016745384	0.084300077	0.048317085	0.000290673
31-Mar-2016	0.033036484	0.06159133	0.018810149	-0.014481707	0.024739064	0.056838814
29-Feb-2016	0.032631267	0.040429043	0.066728885	0.008067614	0.036964202	0.00983141
31-Ene-2016	-0.053089888	-0.042906028	-0.019221968	-0.008380952	-0.030899709	0.005743931
31-Dic-2015	-0.026790596	-0.013502986	-0.002738476	0.043322734	7.26692E-05	-0.007357379
30-Nov-2015	-0.044648315	0.074134718	-0.026722848	-0.072271386	-0.017376958	-0.022844373
31-Oct-2015	0.082586786	0.03924377	0.074004684	0.024556101	0.055097835	0.042413359
30-Set-2015	0.057743559	-0.027305656	-0.061950791	0.019645609	-0.00296682	-0.028864206
31-Ago-2015	-0.048464356	-0.072609819	-0.048494983	-0.041712809	-0.052820492	-0.025830569
31-Jul-2015	-0.041329011	0.037255427	0.102304147	0.059030493	0.039315264	-0.010479886
30-Jun-2015	-0.020893943	-0.050152749	-0.032545698	-0.075867052	-0.044864861	0.004166841
31-May-2015	-0.005261773	0.026123302	-0.035683577	-0.035876001	-0.012674512	0.004874825
30-Abr-2015	0.041940789	-0.052709725	-0.027998328	0.012698413	-0.006517213	0.018458498
31-Mar-2015	0.000823045	-0.036250894	-0.055569914	-0.012539185	-0.025884237	-0.008617398
28-Feb-2015	0.024451939	-0.072345133	0.042139384	-0.00931677	-0.003767645	0.091149768
31-Ene-2015	-0.020644096	0.039558418	-0.023347843	-0.010245902	-0.003669856	-0.06092466
31-Dic-2014	0.007487521	-0.070542967	0.030167142	0.037194474	0.001076542	-0.026851859
30-Nov-2014	0.056239016	-0.00042735	0.002861815	-0.044993234	0.003420062	-0.022605688
31-Oct-2014	-0.056906077	0.058584031	0.034249471	0.028173913	0.016025334	0.001072598
30-Set-2014	0.027241771	-0.058359957	-0.097672644	0.011255716	-0.029383779	-0.021170941
31-Ago-2014	-0.023822715	0.010546707	-0.017616192	-0.008716876	-0.009902269	0.05085146
31-Jul-2014	0.032608696	0.026286724	-0.007809595	0.054411765	0.026374397	0.01653156
30-Jun-2014	0.164169164	0.151615365	0.11161637	0.031475161	0.114719015	0.03211447
31-May-2014	0.120104439	-0.080252691	-0.007727072	-0.004154079	0.006992649	0.022322151
30-Abr-2014	0.008273787	0.012076723	0.014705882	0.001512859	0.009142313	0.006974148
31-Mar-2014	0.030620155	0.006194901	0.086039385	0.087171053	0.052506373	0.04798023
28-Feb-2014	0.020973486	-0.028022233	-0.059280458	-0.01017501	-0.019126054	-0.049491466
31-Ene-2014	0.006772908	0.032520325	-0.051570376	0.080474934	0.017049448	-0.032907456
31-Dic-2013	-0.010642491	0.020996094	0.120817036	-0.067268253	0.015975597	0.005031798
30-Nov-2013	0.054447215	0.009364219	-0.040450375	-0.023237179	3.09698E-05	0.02975518

Correlación de compañías del sector respecto al índice Bovespa

Comparables	Variación %					
	DANHOS	FUNO	MACQUARIE	VESTA	Promedio	INMEX
31-Dic-2018	-0.032889259	0.060194175	-0.006179775	0.057548285	0.019668356	-0.006537867
30-Nov-2018	-0.09009169	-0.043824316	-0.081024091	0.022983871	-0.047989057	-0.04977597
31-Oct-2018	-0.117744063	-0.11296221	-0.116175156	-0.140381282	-0.121815678	-0.117437867
30-Set-2018	-0.040506329	-0.017956903	0.061669829	0.063398452	0.016651262	0.000634728
31-Ago-2018	0.041165208	-0.066318927	0.062269106	-0.081273281	-0.011039474	-0.008937265
31-Jul-2018	0.038630973	-0.069348128	0.026917217	0.139274691	0.033868688	0.041447274
30-Jun-2018	-0.030870279	0.047584453	-0.039980497	0.033905066	0.002659686	0.07275378
31-May-2018	-0.084485869	-0.111075234	0.047897953	-0.071481481	-0.054786158	-0.075023686
30-Abr-2018	0.100959947	0.131944444	-0.022526934	0.000370508	0.052686991	0.05567054
31-Mar-2018	-0.001834889	0.029345372	0.042300509	0.042084942	0.027973984	-0.027501083
28-Feb-2018	-0.014563107	-0.086720065	-0.030126336	0.010140406	-0.030317276	-0.069197727
31-Ene-2018	0.009474028	0.005147563	-0.008192771	0.052545156	0.014743494	0.019473892
31-Dic-2017	-0.034384858	0.000686813	-0.072832887	0.040136635	-0.016598574	0.052355631
30-Nov-2017	-0.014860865	-0.034802784	-0.010857234	-0.015966387	-0.019121818	-0.033749739
31-Oct-2017	0.04135941	-0.017903646	-0.046038988	-0.085318985	-0.026975552	-0.030324871
30-Set-2017	-0.00064082	-0.036688617	0.004583333	-0.009893455	-0.01065989	-0.017760842
31-Ago-2017	-0.004457697	-0.030699088	0.11022686	-0.020864382	0.013551423	0.003890885
31-Jul-2017	-0.028772574	-0.044160372	0.024219842	0.000372717	-0.012085097	0.025505903
30-Jun-2017	0.000612557	0.041452345	0.116484659	0.037911025	0.049115147	0.022669895
31-May-2017	0.012738382	0.005170316	-0.050545231	-0.025631361	-0.014566973	-0.009771843
30-Abr-2017	0.047741935	0.024937656	-0.015274463	0.019208605	0.019153433	0.017149223
31-Mar-2017	0.001368831	0.103922918	0.034465389	0.058130081	0.049471805	0.037549804
28-Feb-2017	-0.004469987	-0.008622927	0.007306381	0.068635969	0.015712359	-0.00151248
31-Ene-2017	-0.00223001	-0.061083123	-0.038857678	-0.076243981	-0.044603698	0.037674519
31-Dic-2016	-0.020898316	-0.000314762	0.035887488	0.010953347	0.006406939	0.009309239
30-Nov-2016	-0.06789535	-0.109343275	-0.117049391	-0.138111888	-0.108099976	-0.045756082
31-Oct-2016	-0.017598638	0.018351214	0.00337126	0.069158879	0.018320679	0.016690156
30-Set-2016	0.019386574	-0.025852585	-0.029050736	-0.00705271	-0.010642364	-0.00970128
31-Ago-2016	0.021359198	-0.038875301	0.037583735	-0.002222222	0.004461352	0.024117923
31-Jul-2016	0.022549609	-0.015954709	-0.000416667	-0.044585987	-0.009601939	0.022041115
30-Jun-2016	-0.022914219	-0.027527528	0.030927835	0.047054465	0.006885138	0.006776093
31-May-2016	-0.115465	-0.022673444	0.001321138	-0.037446505	-0.043565953	-0.019707847
30-Abr-2016	0.072302558	0.019920319	0.016745384	0.084300077	0.048317085	0.000290673
31-Mar-2016	0.033036484	0.06159133	0.018810149	-0.014481707	0.024739064	0.056838814
29-Feb-2016	0.032631267	0.040429043	0.066728885	0.008067614	0.036964202	0.00983141
31-Ene-2016	-0.053089888	-0.042906028	-0.019221968	-0.008380952	-0.030899709	0.005743931
31-Dic-2015	-0.026790596	-0.013502986	-0.002738476	0.043322734	7.26692E-05	-0.007357379
30-Nov-2015	-0.044648315	0.074134718	-0.026722848	-0.072271386	-0.017376958	-0.022844373
31-Oct-2015	0.082586786	0.03924377	0.074004684	0.024556101	0.055097835	0.042413359
30-Set-2015	0.057743559	-0.027305656	-0.061950791	0.019645609	-0.00296682	-0.028864206
31-Ago-2015	-0.048464356	-0.072609819	-0.048494983	-0.041712809	-0.052820492	-0.025830569
31-Jul-2015	-0.041329011	0.037255427	0.102304147	0.059030493	0.039315264	-0.010479886
30-Jun-2015	-0.020893943	-0.050152749	-0.032545698	-0.075867052	-0.044864861	0.004166841
31-May-2015	-0.005261773	0.026123302	-0.035683577	-0.035876001	-0.012674512	0.004874825
30-Abr-2015	0.041940789	-0.052709725	-0.027998328	0.012698413	-0.006517213	0.018458498
31-Mar-2015	0.000823045	-0.036250894	-0.055569914	-0.012539185	-0.025884237	-0.008617398
28-Feb-2015	0.024451939	-0.072345133	0.042139384	-0.00931677	-0.003767645	0.091149768
31-Ene-2015	-0.020644096	0.039558418	-0.023347843	-0.010245902	-0.003669856	-0.06092466
31-Dic-2014	0.007487521	-0.070542967	0.030167142	0.037194474	0.001076542	-0.026851859
30-Nov-2014	0.056239016	-0.00042735	0.002861815	-0.044993234	0.003420062	-0.022605688
31-Oct-2014	-0.056906077	0.058584031	0.034249471	0.028173913	0.016025334	0.001072598
30-Set-2014	0.027241771	-0.058359957	-0.097672644	0.011255716	-0.029383779	-0.021170941
31-Ago-2014	-0.023822715	0.010546707	-0.017616192	-0.008716876	-0.009902269	0.05085146
31-Jul-2014	0.032608696	0.026286724	-0.007809595	0.054411765	0.026374397	0.01653156
30-Jun-2014	0.164169164	0.151615365	0.11161637	0.031475161	0.114719015	0.03211447
31-May-2014	0.120104439	-0.080252691	-0.007727072	-0.004154079	0.006992649	0.022322151
30-Abr-2014	0.008273787	0.012076723	0.014705882	0.001512859	0.009142313	0.006974148
31-Mar-2014	0.030620155	0.006194901	0.086039385	0.087171053	0.052506373	0.04798023
28-Feb-2014	0.020973486	-0.028022233	-0.059280458	-0.01017501	-0.019126054	-0.049491466
31-Ene-2014	0.006772908	0.032520325	-0.051570376	0.080474934	0.017049448	-0.032907456
31-Dic-2013	-0.010642491	0.020996094	0.120817036	-0.067268253	0.015975597	0.005031798
30-Nov-2013	0.054447215	0.009364219	-0.040450375	-0.023237179	3.09698E-05	0.02975518

Anexo 20. Discusión teórica y aplicación del costo de oportunidad del capital

Propco I corresponde a una compañía que se encuentra en la fase denominada de crecimiento o de expansión rápida, según el modelo de ciclo de vida de negocios. En ese sentido, la forma de valorizar no corresponde a la que se conoce comúnmente, si bien se considera la aplicación de una tasa de descuento⁴ y estimación de flujos de caja futuros, existen ciertos ajustes necesarios de realizar a fin obtener objetivamente el valor de compañía lo más cercano posible al valor intrínseco.

En línea con lo indicado, corresponde tener presente que, según Hitcher (2003), el costo de capital se define como la tasa de rendimiento esperada por el mercado para atraer fondos a una inversión particular, en ese sentido, la misma debe responder a las expectativas de los inversionistas respecto al riesgo de la inversión. En esa línea de ideas, el mencionado autor concluye que el grado de certeza respecto a la obtención o no de los rendimientos esperados en los momentos oportunos, se constituye como el componente más importante para la determinación de dicho riesgo; lo que nos permite contar con mayor certidumbre para la aplicación de los ajustes prácticos considerados en este caso.

Sin perjuicio de lo expuesto anteriormente, el modelo base utilizado para la determinación de la tasa de descuento en la presente investigación considera el denominado *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), modelo que determina el rendimiento esperado para un activo con determinado nivel de riesgo. Bajo la premisa de un mercado competitivo, el modelo observa una relación directa entre la prima de riesgo esperada y el coeficiente beta, cuyas combinaciones se conocen como la Línea de Mercado de Valores (Brealey 2010).

Ross (2010) define la Línea de Mercado de Valores (LMV), como la relación entre el riesgo y rentabilidad⁵, asimismo la ecuación que describe la LMV corresponde al modelo de fijación de precios de activos de capital CAPM (Pinto 2007), cuya expresión matemática corresponde a:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_M) - R_f]$$

⁴ Maquiera (2006) propone estimar el WACC con una estructura D/E equivalente a 0/100, lo que supone que un WACC equivalente al K_e . En esa misma línea de ideas, la determinación del beta de PROPCO I se ha determinado con una estructura D/E igual a 0/100.

⁵ A lo largo de la LMV se consideran diversas relaciones entre niveles de riesgo (beta) y el rendimiento esperado para dicho nivel de riesgo, así a un beta más elevado le corresponderá un mayor nivel rentabilidad esperada.

Donde:

$E(R_i)$:	Expectativa de retorno del activo i
β_i	:	Beta del activo i ⁶
R_f	:	Tasa libre de riesgo
$E(R_M) - R_F$:	Prima de Riesgo

Adicionalmente, en concordancia con lo desarrollado por diferentes investigadores, como muestra Mongrut (2006), para el caso específico de PROPCO I se ha considerado un denominado *Country Risk Premium* (CRP), a fin de corregir el riesgo por invertir en el mercado peruano.

De lo indicado anteriormente, el modelo para la determinación del Retorno Esperado del activo o Costo de Oportunidad del Capital (Ke) se considera la siguiente fórmula:

$$K_e = R_f + \beta_i [E(R_M) - R_F] + CRP$$

En ese sentido a continuación se listan los supuestos considerados para la determinación de cada uno de los componentes integrantes del Ke.

Determinación de la Tasa Libre de Riesgo (R_f):

La tasa libre de riesgo se define como el rendimiento de un activo que se considere seguro, por convención se considera que los activos más seguros de mercado corresponden a los rendimientos de los bonos de gobierno de economías desarrolladas, como los bonos del tesoro de USA.

⁶ El beta del activo mide el riesgo de mercado o riesgo sistémico, también conocido como no diversificable, el mismo que responde a la sensibilidad del retorno del activo respecto a cambios en el mercado.

Para el caso particular, se ha considerado el rendimiento del US Treasury Bond de 20 años, toda vez que el periodo de proyección de flujos corresponde a 20 años⁷.

Determinación del Beta (β_i):

El beta de un activo resulta una medida del riesgo sistemático (Pinto 2007: 58) o no diversificable, matemáticamente responde a la pendiente de la regresión de los rendimientos del activo evaluado respecto a los rendimientos de mercado (Brealey 2010), sin embargo esta forma de determinación será posible únicamente si el activo a evaluar cotiza en el mercado bursátil, caso contrario no será posible realizar dicha estimación.

Respecto a lo anterior, se ha procedido a hallar el denominado beta promedio de mercado para compañías no cotizadas, como el caso de PROPCO I, mediante el *Pure Play Method*, de acuerdo con lo indicado por Pinto (2007). Adicionalmente, considerando las características de la compañía y el sector en el cual se desarrolla, mediante entrevista a directivos de la compañía se ha identificado que los mercados latinoamericanos que han desarrollado este modelo con anterioridad corresponden a México y Brasil.

Adicionalmente, Fernandez (2016) en su documento 146 errores en valorizaciones de empresas, indica que el cálculo del beta debe responder a un criterio que resulte sensato, así coloca como ejemplo el caso de una compañía inmobiliaria cuyo beta calculado a través del promedio de empresas del sector ascendía a 0.27, cuando la compañía evaluada correspondía a una empresa en crecimiento y que no generaba flujos en los primeros años de operación.

Resulta evidente la similitud de PROPCO I con el ejemplo planteado por Fernandez, así el criterio de nuestra evaluación también ha considerado como poco razonable utilizar el beta promedio del sector sin realizar algún tipo de ajuste que permita converger hacia un valor más adecuado y objetivo.

En esa línea de ideas, autores como Maquieira (2006), Festel (2013), Moscoso (2013), Damodaran (2009), concluyen que la tasa de descuento para el caso de empresas en edad temprana (denominadas también como *Early Stage Companies* o *Young Companies*) debe considerar cierto nivel de ajuste que refleje las características de la inversión en este tipo de compañías.

⁷ Concordante con lo indicado por Fernandez (2016) – 146 errores en valorizaciones de empresas (1.A. errores en la tasa sin riesgo utilizada en la valorización)

En ese sentido, cuantitativamente (ver anexo 19), se ha considerado el ajuste planteado por Damodaran (2009) para la determinación del Beta ajustado por la correlación del desempeño de las empresas del sector con el desempeño promedio del mercado. Adicionalmente, considerando que se utiliza el planteamiento de Maqueira (2006) para el tratamiento del flujo de caja, se utiliza un beta desapalancado o un beta calculado con una estructura D/E, sin financiamiento, a fin de ser consistentes con la forma de evaluación empleada.

Así, en el escenario base de cuenta con un beta desapalancado de 0.72; el mismo que es corregido por los tres primeros años de proyección, considerando la fase del ciclo de vida de la empresa, ascendiendo a 1.17.

Determinación de la prima de riesgo de mercado

Los supuestos a considerar para la determinación de la prima de riesgo de mercado resultan importantes y actualmente existen diferentes posiciones de reconocidos autores respecto a dichos supuestos. Esto ha generado que se cuente con un amplio rango de potenciales primas de mercado, conforme indica Fernandez (2016) respecto a los errores en la determinación de esta.

Así, por convención se verifica que los resultados del mercado norteamericano se constituyen como un referente adecuado, considerando que a diferencia de lo que se podría pensar no se constituye necesariamente como el país con el *Top Risk Premium*⁸.

Por otro lado, existe diferentes posiciones respecto a que tipo de promedio se debe usar para la determinación del rendimiento histórico (promedio aritmético o promedio geométrico), así como el periodo de tiempo determinado.

Respecto al periodo de tiempo utilizado se ha considerado tomar el periodo [1928-2018], a fin de considerar el efecto de la mayor cantidad ciclos económicos, sobre la data disponible.

Por otro lado, para la determinación del tipo de promedio, considerando que no hay una posición fija al respecto; hemos considerado prudente tomar la Formula de Blume, sugerida por Ross (2010); mediante la cual se consideran tanto el promedio geométrico como el promedio aritmético y que es recomendable para periodos de proyección mayores a 10 años; como es el caso de la

⁸ Tanto en literatura de del CFA – Pinto (2007), así como Ross (2010) se verifica USA se ubica en el sexto y séptimo puesto, respectivamente, respecto al nivel de la prima de riesgo.

valorización presentada en el trabajo de investigación. A continuación, se presenta la fórmula aplicada:

$$R(T) = \frac{T-1}{N-1} \times \text{Promedio geométrico} + \frac{N-T}{N-1} \times \text{Promedio aritmético}$$

La prima de riesgo resulta de la aplicación de la fórmula indicada corresponde a 5,84 %.

Determinación del riesgo por inversión en el país (CRP)

Conforme se indicó anteriormente, existe cierto consenso en considerar un Country Risk Premium cuando la inversión evaluada se ubica en un país denominado emergente o no desarrollado, debido a que el modelo CAPM desarrolla sus cimientos justamente en la realidad de economías desarrolladas y los componentes típicos de la fórmula original consideran valores de una economía desarrollada, en este caso Estados Unidos de Norteamérica, típicamente la cotización del índice S&P 500 y rendimientos del bono del tesoro americano.

Tomando en consideración que el desarrollo de la compañía analizada, Propco I, se da en el mercado peruano, donde la percepción del riesgo tanto en el mercado de renta fija como variable es mayor, la aplicación del modelo CAPM requerirá considerar además un *Country Risk Premium*, en ese sentido tanto Damodaran (2003) plantea alternativas para medir la exposición de riesgo de inversión en países emergentes, asimismo Mongrut (2006) presenta mayor abundamiento del tema y muestra una compilación de las propuestas para abordar la cuantificación del denominado Riesgo País.

En ese sentido, para el caso de Propco I, se ha considerado la determinación del modelo simplificado de Damodaran el cual considera el *Country Default Spread* por *Relative Equity Volatility*:

$$\text{Country Risk Premium} = \text{Country Default Spread} * \left(\frac{\sigma_{\text{Equity}}}{\sigma_{\text{Country Bond}}} \right)$$

Para el caso específico de Propco I el Country Risk ascendió a 2 %, tomando en consideración los siguientes valores:

EMBIG Perú: 163

Volatilidad Relativa: 1.23

Anexo 21. Determinación del valor y análisis de sensibilidad

A continuación, se muestran las tasas de descuento consideradas para cada uno de los escenarios, así como los supuestos de vacancia considerados para la determinación del flujo de caja:

Sensibilización	Períodos:	2019-2021	2022-2038	Flujo de Caja	
Escenario	Bu	WACC (Ke)	WACC (Ke)	Vacancia	g
Pesimista	0.72	11.77%	9.08%	6.20%	2%
Base	0.71	11.70%	9.04%	5.00%	2%
Optimista	0.66	11.15%	8.70%	3.80%	2%

En ese sentido, se obtuvieron los siguientes valores de flujo de caja según cada escenario:

Flujo de Caja	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FC (1) - Pesimista	- 34,302,383	- 31,277,529	6,578,372	10,956,470	11,250,037	9,158,148	9,857,474	9,174,236	7,762,035	8,270,161
FC (2) - Base	- 34,291,442	- 31,214,610	6,716,810	11,113,562	11,207,266	9,267,864	9,974,939	9,135,827	7,856,655	8,368,446
FC (3) - Optimista	- 34,280,501	- 31,151,691	6,855,248	11,270,654	11,167,544	9,377,898	10,092,621	9,097,588	7,951,391	8,466,785

Flujos actualizados (considerando el efecto de la tasa de descuento):

Flujos Actualizados	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Escenario Pesimista	- 30,689,892	- 25,036,555	4,711,201	7,738,060	7,283,762	5,435,629	5,363,498	4,576,071	3,549,268	3,466,710
Escenario Base	- 30,700,612	- 25,019,608	4,819,999	7,862,136	7,271,245	5,514,557	5,443,310	4,572,171	3,606,070	3,522,598
Escenario Optimista	- 30,841,644	- 25,215,196	4,992,226	8,071,530	7,357,260	5,683,496	5,626,855	4,665,946	3,751,528	3,674,814

De acuerdo a la metodología aplicada se ha calculado el potencial ahorro tributario producto de la deuda, obteniéndose los siguientes valores para cada uno de los periodos proyectados:

Ahorro Fiscal x Deuda	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Escenario Pesimista	-	-	675,848	2,030,091	1,934,485	920,554	822,293	715,501	594,758	381,793
Escenario Base	-	-	728,927	2,069,364	1,842,134	920,554	822,293	715,501	594,758	381,793
Escenario Optimista	-	-	782,006	2,108,637	1,749,782	920,554	822,293	715,501	594,758	381,793

Ahorro Fiscal x Deuda	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Escenario Pesimista	220,664	84,169	-	-	-	-	-	-	-	-
Escenario Base	220,664	84,169	-	-	-	-	-	-	-	-
Escenario Optimista	220,664	84,169	-	-	-	-	-	-	-	-

Posteriormente, se procedió a actualizar el valor de la deuda, considerando los factores de descuento calculados anteriormente:

Ahorro Actualizado	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Escenario Pesimista	-	-	534,726	1,485,564	1,309,288	576,253	476,085	383,144	294,568	174,891
Escenario Base	-	-	576,721	1,514,303	1,246,783	576,253	476,085	383,144	294,568	174,891
Escenario Optimista	-	-	618,717	1,543,042	1,184,278	576,253	476,085	383,144	294,568	174,891

Ahorro Actualizado	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Escenario Pesimista	93,490	32,982	-	-	-	-	-	-	-	-
Escenario Base	93,490	32,982	-	-	-	-	-	-	-	-
Escenario Optimista	93,490	32,982	-	-	-	-	-	-	-	-

Continuando con la determinación del valor, se determinó el valor terminal para cada uno de los escenarios, así la actualización de los flujos de caja negativos y descuento del capital de la deuda:

Escenarios	VP FCFF	Valor Terminal	VP Ahorro Fiscal	VP Flujos Negativos	Deuda
Escenario Pesimista	9,404,172	23,150,467	5,360,992	55,726,447	- 53,000,000
Escenario Base	10,342,440	23,806,882	5,369,221	55,720,220	- 53,000,000
Escenario	12,628,092	26,916,003	5,377,450	56,056,841	- 53,000,000

Así, se obtuvieron los siguientes resultados como rango de valores de la compañía y participación, respectivamente:

Escenarios	Valor Patrimonial	Nro. Participaci	Valor x Particip
Escenario Pesimista	40,642,077	93,455,478	0.43
Escenario Base	42,238,763	93,455,478	0.45
Escenario Optimista	47,978,386	93,455,478	0.51

Anexo 22. NIC 40 propiedades de inversión

Esta norma es aplicable para el reconocimiento, medición y revelación de la información de propiedades de inversión. Las propiedades (terrenos o edificios) mantenidos para obtener rentas, plusvalías o ambas, son medidas inicialmente al costo, incluyendo todos los costos asociados a la transacción y excluyendo los costos de inicio de actividades y otros que no estén directamente relaciones con el desarrollo del edificio.

Según la NIC 40, con posterioridad al reconocimiento inicial, las empresas pueden elegir como política contable el modelo de valor razonable, o el modelo del costo y aplicará esa política a todas sus propiedades de inversión.

El modelo de valor razonable reflejará las condiciones de mercado al final del periodo sobre el que se informa. Este método refleja, además, los ingresos futuros derivados de los arrendamientos operativos, así como los gastos para su correcto funcionamiento. La medida de valor razonable está basada en una tasación realizada por un perito independiente y de experiencia en la categoría de las propiedades. Los cambios de valor que resulten en la tasación (ganancias o pérdidas), se incluyen en la ganancia o pérdida neta del periodo en el que se producen dichos cambios.

El modelo del costo mide las propiedades de inversión aplicando los requisitos indicados en la NIC 16, además tiene que indicarse el método de depreciación, la vida útil, importe de libros brutos y la depreciación acumulada. Las variaciones de valor se reflejan en Otros resultados integrales.

La compañía ha elegido el método de valor razonable y reconoce todas sus propiedades bajo este método. Por otro lado, bajo este método de valor razonable, contable y financieramente no se reconoce un monto por depreciación; sin embargo, la LIR (Ley del Impuesto a la Renta) reconoce la depreciación de edificios solamente y la compañía lo considera como escudo fiscal dentro de cada periodo hasta su agotamiento.

Anexo 23. Capital de trabajo KT

El ciclo de operaciones de la empresa es menor a 30 días debido a que el principal ingreso de la empresa es por el arrendamiento de sus almacenes y por política de la empresa y de la industria, estas rentas se cobran por anticipado; a su vez, el pago a proveedores de operaciones es a los 15 días de presentación de las facturas. Por tanto, se deduce que la empresa no requiere financiamiento a corto plazo porque puede cubrir sus gastos operativos con sus propios ingresos y puede financiar los desfases que pudieran ocurrir durante su ciclo de operación con pasivos espontáneos.

Nota: Los clientes de Propco I son clientes con una buena calificación crediticia; a pesar de ello, conservadoramente, la empresa provisiona el 1% de sus ventas como morosidad y anualmente se envía al gasto; por consiguiente, no mantiene un monto relevante en cuentas por cobrar comerciales.

Por otro lado, al tratarse de una empresa en etapa pre-operativa, sí requiere capital de trabajo en los primeros años para poder afrontar gastos como los desfases entre las cobranzas y pagos, obligaciones tributarias como el pago de impuesto general a las ventas de las inversiones en activos y los gastos administrativos, entre otros. Por tanto, se puede observar que la empresa presenta el incremento en KT en los dos primeros años que corresponde a la etapa de inversión, básicamente por el impuesto general a las ventas diferido y, en los años siguientes presenta una reducción en la necesidad de capital de trabajo y se debe a la aplicación del impuesto diferido en la etapa operativa, hasta llegar a agotarse.

En general, el negocio de arrendamiento de almacenes, no requiere mayor financiamiento para sus operaciones y los desfases puede cubrirse con pasivos espontáneos. Así podemos ver por ejemplo, el comportamiento de este rubro en Prologis, INC, empresa americana desarrolladora de grandes condominios logísticos en mercados desarrollados:

PROLOGIS, INC.														
Capital de trabajo (US\$ 000)														
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Activo corriente	0	235	32	34	37	40	43	46	49	52	56	60	64	68
Pasivo corriente	628	713	556	703	655	700	748	799	854	913	977	1045	1118	1196
Capital de trabajo	-628	-478	-524	-669	-618	-660	-705	-754	-806	-861	-921	-985	-1054	-1128
Incremento en capital de trabajo	-743	150	-46	-144	51	-42	-45	-49	-52	-56	-60	-64	-69	-74

Fuente: EEFF de Prologis, INC (Bloomberg)

Notas biográficas

Mayra Alejandra Checa Huamantínco

Nació en Lima. Bachiller en Administración y Gerencia por la Universidad Ricardo Palma y cuenta con un estudio de Postgrado en Finanzas de la Universidad del Pacífico. Cuenta con más de 17 años de experiencia laborando en empresas industriales en áreas de Administración y Gerencia. Actualmente se desempeña como Jefe de Administración y Finanzas en la empresa Latam Logistic Per Opco S.R.L.

Cindy Jhanina Martínez Osorio

Nació en Lima. Economista por la Universidad Nacional Federico Villarreal. Cuenta con estudios de Postgrado en Finanzas y Tributación por la Universidad ESAN y la Pontificia Universidad Católica del Perú. Cuenta con más de 10 años de experiencia laborando en empresas del sector público y privado en áreas de Tributación Internacional y Precios de Transferencia. Actualmente se desempeña como Auditora en la Gerencia de Tributación Internacional y Precios de Transferencia en la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria.