



# Principales Diferencias en los Supuestos para la Valuación de PG y de GAV

Documento para discusión

22 de febrero de 2022



Este documento es de uso exclusivo de Planigrupo.

La información y análisis aquí presentados están basados en información provista por Planigrupo, así como en información disponible públicamente y análisis de mercado realizados por akya. Dicha información no representa ni debe de ser interpretada como una recomendación para tomar una decisión de inversión.

Este documento fue preparado con propósitos informativos y con el entendimiento expreso de que no representa un *fairness opinion*. akya no provee ninguna garantía expresa ni implícita en cuanto a (i) el cumplimiento o razonabilidad de proyecciones futuras, objetivos de la administración, estimados, prospectos o (ii) la exactitud de la información aquí contenida. akya se deslinda expresamente de cualquier responsabilidad u obligación que esté basada en la información, errores en ésta u omisiones provenientes de la misma.

# Antecedentes

- Revisamos los reportes de Vace con las valuaciones de PG y de GAV (primer reporte y actualización al 3Q)
- Identificamos dimensiones específicas en las que creemos que hay espacio para generar mayor detalle y/o adoptar una perspectiva diferente, lo cual implica cambiar algunos supuestos clave (proyecciones operativas, estructura deuda-capital para cálculo del *WACC* y nivel de riesgo de los portafolios de *tenants* de las compañías)
- Valuamos las dos empresas usando los supuestos distintos en las dimensiones señaladas
- En el presente documento se sintetizan las diferencias en supuestos para fines de discusión

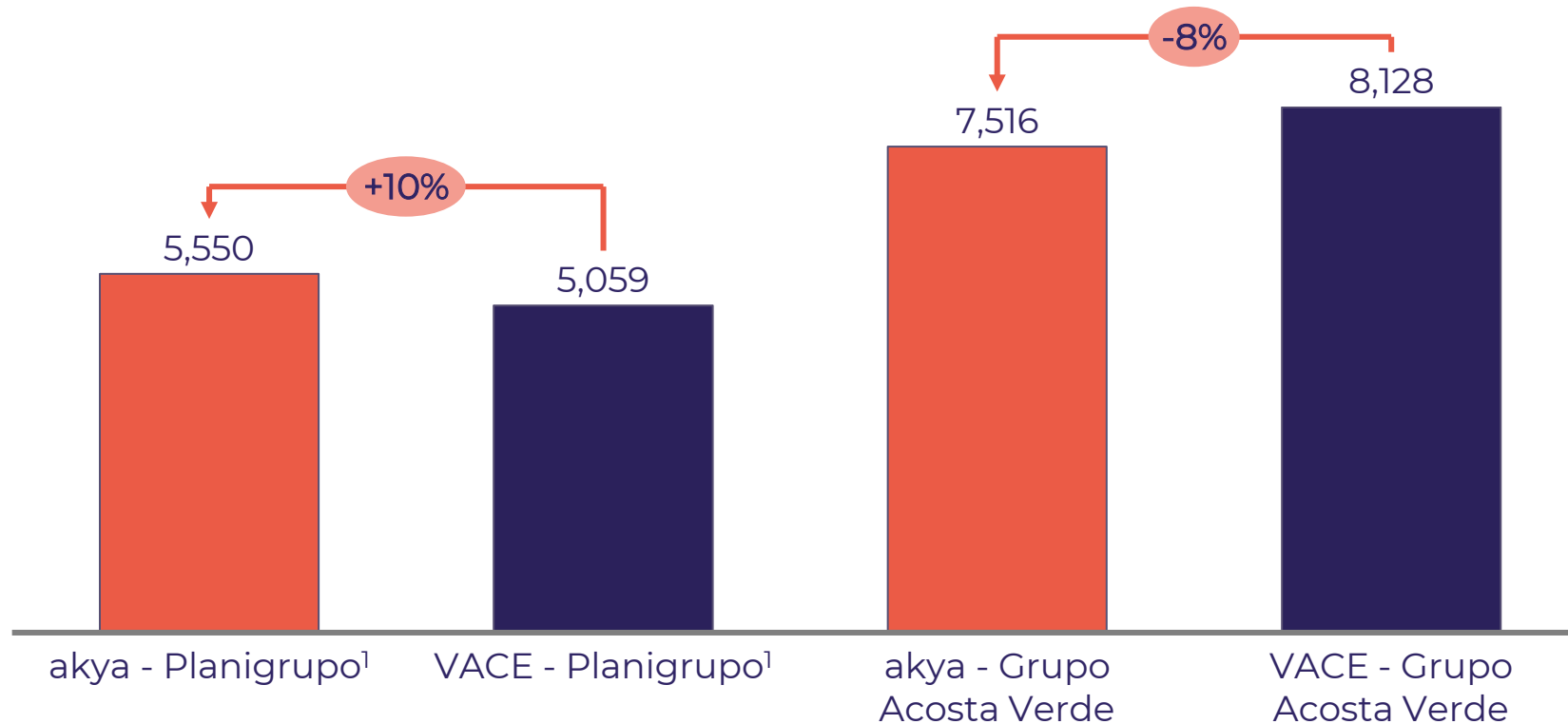
# Las diferencias en supuestos implican valuaciones que difieren en 8%-10% respecto a las de Vace



## Equity value de Planigrupo y de Acosta Verde utilizando DCF

Millones de pesos

akya VACE



# Contenido

---

Principales diferencias:

01. Supuestos operativos

02. Estructura deuda – capital para  
*WACC*

03. Nivel de riesgo de cada empresa

# 01. Supuestos operativos

---

# Puntos a discutir



- Los supuestos operativos utilizados por Vace para la proyección de Grupo Acosta Verde son más optimistas que los utilizados por akya
- En específico, los inmuebles “no estabilizados” que tienen una antigüedad mayor a 4 años llegan a un punto más alto en el ejercicio de Vace
- De la misma forma, los crecimientos en ingresos por metro cuadrado para GAV son más acelerados en la proyección de Vace

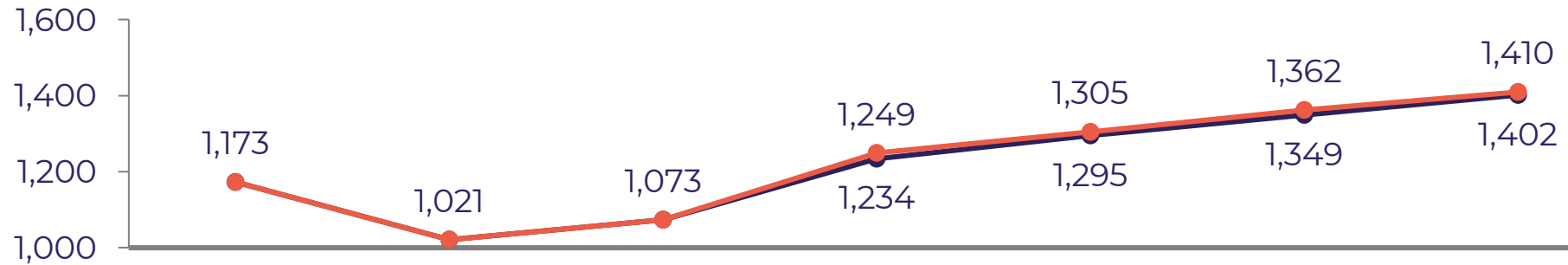
# Los ingresos proyectados para GAV difieren entre los ejercicios, mientras que los de PG son similares

## Proyección de ingresos para Planigrupo y Acosta Verde

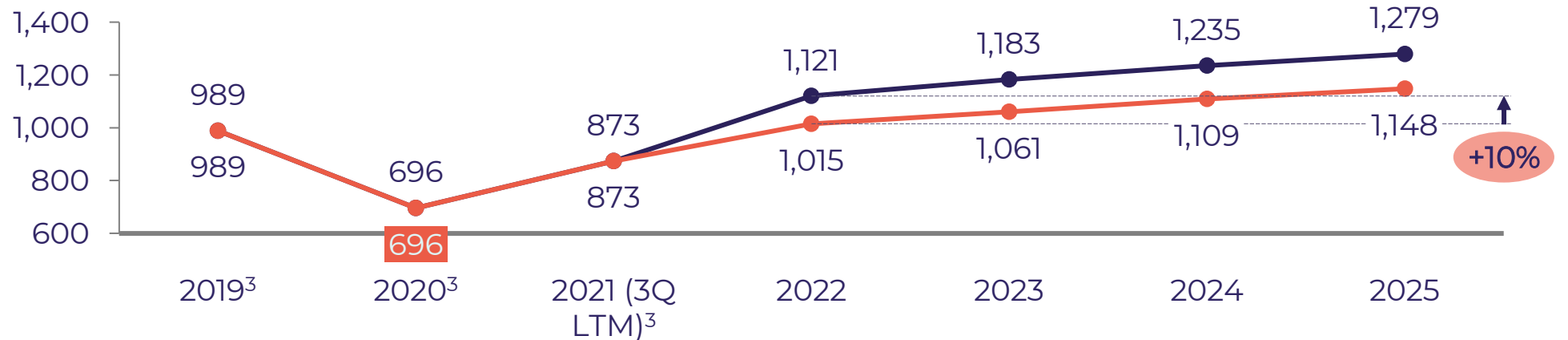
Millones de pesos

● akya<sup>1</sup> ● VACE<sup>2</sup>

Planigrupo



Grupo Acosta Verde



1. Considera ingreso de los inmuebles ajustados por la participación

2. Ingreso reflejado en presentación "2021-11-19-Planigrupo-Jumbo-Vace-Entendimiento Propuesta GAV-vfinal"

3. Información histórica considera ingresos de los inmuebles ajustados por la participación de Planigrupo y Acosta Verde respectivamente



# Los ingresos por m<sup>2</sup> supuestos por Vace para GAV son mayores a los supuestos por akya

## Ingreso mensual por m<sup>2</sup> ocupado para Grupo Acosta Verde

|                    |                   |         |           |           |        | Portafolio no estabilizado |         |           |           |       |        |
|--------------------|-------------------|---------|-----------|-----------|--------|----------------------------|---------|-----------|-----------|-------|--------|
|                    | 2021 <sup>1</sup> | 3T 2021 | akya 2022 | Vace 2022 | Dif    | 2021 <sup>1</sup>          | 3T 2021 | akya 2022 | Vace 2022 | Dif   |        |
| Sendero Escobedo   | 276.8             | 292.7   | 307.1     | 368.3     | -16.6% | Sendero Chihuahua          | 182.6   | 201.5     | 202.6     | 246.4 | -17.8% |
| Sendero Las Torres | 324.9             | 342.9   | 360.4     | 351.7     | 2.5%   | Sendero Los Mochis         | 159.2   | 161.8     | 176.6     | 191.9 | -8.0%  |
| Sendero Periférico | 347.6             | 359.7   | 385.6     | 319.9     | 20.5%  | Sendero Tijuana            | 227.4   | 240.0     | 252.3     | 228.6 | 10.4%  |
| Sendero Ixtapaluca | 311.4             | 338.3   | 345.5     | 395.1     | -12.6% | Sendero Sur                | 132.6   | 135.4     | 147.1     | 184.9 | -20.5% |
| Sendero San Luis   | 356.8             | 396.9   | 395.8     | 477.6     | -17.1% | Sendero Obregón            | 132.4   | 134.7     | 146.9     | 163.3 | -10.1% |
| Sendero Toluca     | 388.5             | 422.8   | 430.9     | 484.3     | -11.0% | Sendero Culiacán           | 154.0   | 152.8     | 170.8     | 201.8 | -15.4% |
| Sendero San Roque  | 91.6              | 103.7   | 101.6     | 153.2     | -33.7% | Sendero Mexicali           | 181.9   | 192.9     | 201.8     | 217.3 | -7.1%  |
| Sendero Juárez     | 207.1             | 214.6   | 229.7     | 270.6     | -15.1% | Sendero Santa Catarina     | 68.4    | 97.5      | 220.5     | 200.4 | 10.0%  |
| Sendero Apodaca    | 291.8             | 281.0   | 323.7     | 347.3     | -6.8%  |                            |         |           |           |       |        |
| Locales adq. Famsa | 182.0             | 55.9    | 201.8     | 299.0     | -32.5% |                            |         |           |           |       |        |
|                    |                   |         |           |           |        | Promedio <sup>2</sup>      | 208.6   | 217.0     | 242.7     | 265.0 | -8.4%  |

akya definió supuestos para los ingresos por m<sup>2</sup> a partir de los ingresos promedio de 2021 y suponiendo un crecimiento por inflación (7.4%) más 3.5 p.p. para 2022, con excepción de Santa Catarina que se supuso el ingreso por m<sup>2</sup> promedio del portafolio. Dichos supuestos implican un crecimiento del 16% sobre 2021 y de 12% sobre el 3T de 2021.

Vace desarrolló supuestos para llegar a una recuperación determinada. Dichos supuestos implican un crecimiento del 27% sobre 2021 y de 22% sobre el 3T de 2021.

Ocupación promedio de 2021 igual a 90.3%

Para PG, existen algunas diferencias en la ocupación por inmueble, a nivel portafolio se tiene un nivel “similar”



**Comparativa de ocupación por inmueble de Planigrupo (2025)**

| %                   | 2021 <sup>1</sup> | akya 2025 | Vace 2025 | Dif.   |                      | 2021 <sup>1</sup> | akya 2025 | Vace 2025 | Dif.  |                        | 2021 <sup>1</sup> | akya 2025 | Vace 2025 | Dif.   |
|---------------------|-------------------|-----------|-----------|--------|----------------------|-------------------|-----------|-----------|-------|------------------------|-------------------|-----------|-----------|--------|
| Santa Catarina      | 93.1%             | 96.7%     | 97.0%     | -0.3%  | Paseo Hipódromo      | 81.8%             | 90.4%     | 86.0%     | 4.4%  | Lago Real              | 96.3%             | 98.9%     | 99.0%     | -0.1%  |
| Real Reynosa        | 97.3%             | 97.5%     | 98.0%     | -0.5%  | Garza Sada           | 91.0%             | 91.0%     | 90.0%     | 1.0%  | Ciudadela              | 85.2%             | 87.8%     | 83.0%     | 4.8%   |
| Plaza Bella Anahuac | 94.3%             | 98.0%     | 99.0%     | -1.0%  | Ensenada             | 100.0%            | 100.0%    | 100.0%    | 0.0%  | Paseo Reynosa          | 85.6%             | 88.2%     | 92.0%     | -3.8%  |
| Real Saltillo       | 87.7%             | 95.3%     | 93.0%     | 2.3%   | Los Cabos            | 100.0%            | 100.0%    | 100.0%    | 0.0%  | López Mateos           | 91.7%             | 94.3%     | 93.0%     | 1.3%   |
| Palmira             | 62.6%             | 73.7%     | 90.3%     | -16.6% | Macroplaza San Luis  | 94.1%             | 94.5%     | 94.0%     | 0.5%  | San Juan               | 82.0%             | 84.6%     | 93.0%     | -8.4%  |
| Lincoln             | 80.7%             | 85.6%     | 85.0%     | 0.6%   | Paseo Solidaridad    | 93.6%             | 93.6%     | 97.0%     | -3.4% | Puerta de Hierro       | 91.6%             | 94.2%     | 94.0%     | 0.2%   |
| Monumental          | 93.9%             | 95.5%     | 94.0%     | 1.5%   | Nogalera             | 93.3%             | 95.9%     | 98.0%     | -2.1% | Ramos Arizpe           | 92.5%             | 95.1%     | 92.0%     | 3.1%   |
| Las Haciendas       | 89.6%             | 94.9%     | 93.0%     | 1.9%   | Huinalá              | 81.5%             | 84.1%     | 87.0%     | -2.9% | Punto San Isidro       | 84.1%             | 86.7%     | 99.0%     | -12.3% |
| Mexiquense          | 82.0%             | 83.1%     | 83.0%     | 0.1%   | Universidad          | 95.4%             | 98.0%     | 97.0%     | 1.0%  | Punto Oriente          | 99.9%             | 100.0%    | 100.0%    | 0.0%   |
| Paseo Puebla        | 97.0%             | 97.0%     | 98.0%     | -1.0%  | Gran Plaza Cancún    | 97.5%             | 100.0%    | 98.8%     | 1.2%  | Macroplaza Insurgentes | 98.9%             | 98.9%     | 100.0%    | -1.1%  |
| Macroplaza Oaxaca   | 98.6%             | 98.6%     | 99.0%     | -0.4%  | Paseo Reforma        | 96.7%             | 99.4%     | 98.0%     | 1.4%  | Morelia                | 97.2%             | 99.8%     | 99.0%     | 0.8%   |
| Paseo Alcalde       | 95.0%             | 96.4%     | 97.0%     | -0.6%  | Macroplaza del Valle | 93.8%             | 96.4%     | 98.0%     | -1.6% | Frontera               | 85.3%             | 87.9%     | 85.0%     | 2.9%   |
|                     |                   |           |           |        |                      |                   |           |           |       | Promedio <sup>2</sup>  | 91.6%             | 94.1%     | 94.6%     | -0.5%  |

akya definió supuestos de ocupación con base en el estudio de JLL para el portafolio CKD y con base en el desempeño de este portafolio un supuesto general para el resto de los inmuebles. Dichos supuestos implican una ocupación de 94.0% en promedio en 2025

Vace desarrolló supuestos para llegar a una recuperación. Dichos supuestos implican una ocupación promedio de 94.6% en 2025

Ocupación promedio de 2021 igual a 91.7%

# La ocupación proyectada por Vace para GAV es mayor a la proyectada por akya, en especial para el portafolio en estabilización

## Comparativa de ocupación por inmueble de Grupo Acosta Verde (2025)

| %                  | Portafolio estabilizado |                   |           |           |       | Portafolio no estabilizado |                   |           |           |       |       |
|--------------------|-------------------------|-------------------|-----------|-----------|-------|----------------------------|-------------------|-----------|-----------|-------|-------|
|                    | Año de apert.           | 2021 <sup>1</sup> | akya 2025 | Vace 2025 | Dif   | Año de apert.              | 2021 <sup>1</sup> | akya 2025 | Vace 2025 | Dif   |       |
| Sendero Escobedo   | 2002                    | 95.3%             | 95.3%     | 97.0%     | -1.7% | Sendero Chihuahua          | 2016              | 81.0%     | 93.0%     | 95.0% | -2.0% |
| Sendero Las Torres | 2003                    | 100.0%            | 100.0%    | 100.0%    | 0.0%  | Sendero Los Mochis         | 2016              | 87.7%     | 93.0%     | 95.0% | -2.0% |
| Sendero Periférico | 2004                    | 90.7%             | 95.0%     | 99.0%     | -4.0% | Sendero Tijuana            | 2016              | 99.3%     | 99.3%     | 99.0% | 0.3%  |
| Sendero Ixtapaluca | 2005                    | 97.0%             | 97.0%     | 97.0%     | 0.0%  | Sendero Sur                | 2017              | 85.7%     | 93.0%     | 95.0% | -2.0% |
| Sendero San Luis   | 2006                    | 96.7%             | 96.7%     | 97.0%     | -0.3% | Sendero Obregón            | 2017              | 83.3%     | 93.0%     | 95.0% | -2.0% |
| Sendero Toluca     | 2006                    | 96.0%             | 96.0%     | 98.0%     | -2.0% | Sendero Culiacán           | 2018              | 88.3%     | 93.0%     | 95.0% | -2.0% |
| Sendero San Roque  | 2006                    | 94.3%             | 95.0%     | 97.0%     | -2.0% | Sendero Mexicali           | 2018              | 90.3%     | 93.0%     | 95.0% | -2.0% |
| Sendero Juárez     | 2008                    | 93.3%             | 95.0%     | 95.0%     | 0.0%  | Sendero Santa Catarina     | 2021              | 76.7%     | 93.0%     | 95.0% | -2.0% |
| Sendero Apodaca    | 2008                    | 93.3%             | 95.0%     | 94.0%     | 1.0%  |                            |                   |           |           |       |       |
| Locales adq. Famsa | NA                      | 100.0%            | 100.0%    | 100.0%    | 0.0%  |                            |                   |           |           |       |       |
|                    |                         |                   |           |           |       | Promedio <sup>2</sup>      | 90.3%             | 94.9%     | 96.2%     | -1.3% |       |

akya definió supuestos de ocupación para llegar al 95% en el portafolio estabilizado y del 93% para el portafolio en estabilización (o mantener el valor actual en caso de ser mayor). Dichos supuestos implican una ocupación promedio de 94.9%

Vace desarrolló supuestos para llegar a una recuperación para el portafolio estable y llevar el portafolio en estabilización a 95%. Dichos supuestos implican una ocupación promedio de 96.2% en 2025

Ocupación promedio de 2021 igual a 90.3%

## 02. Estructura deuda – capital para *WACC*

---

# Puntos a discutir

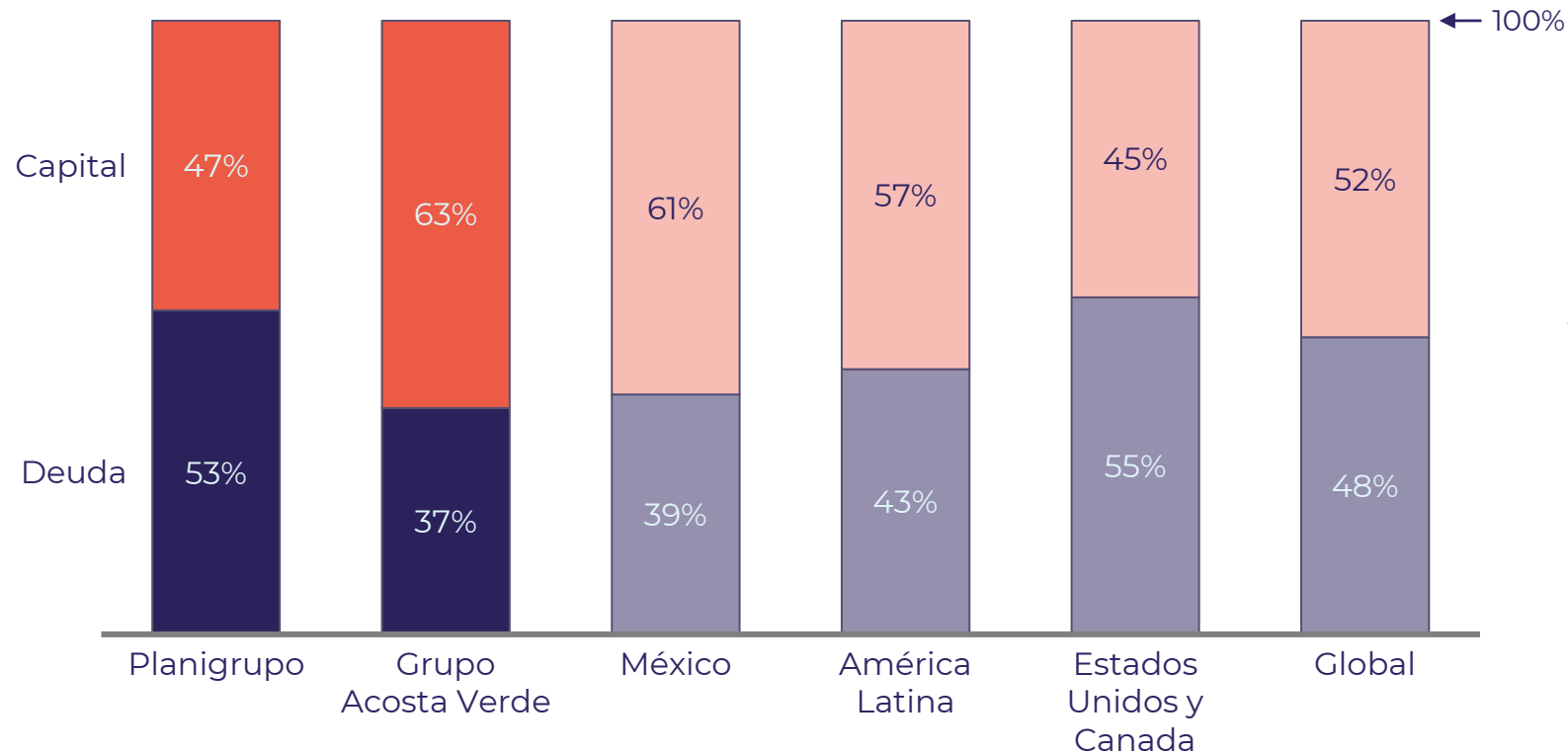


- La estructura deuda / capital que se usa en el ejercicio de Vace para el cálculo del *WACC* es la del mercado vs. la de cada compañía
- Por otro lado, el costo de la deuda usado por Vace es el de cada compañía. Este "cruce" repercute de manera distinta en las empresas valuadas (p.ej., para GAV el efecto es muy bajo porque su estructura es muy parecida a la del mercado)

# Las estructuras deuda/capital de cada compañía difieren significativamente

## Estructura deuda / capital de cada compañía y del mercado

Porcentaje

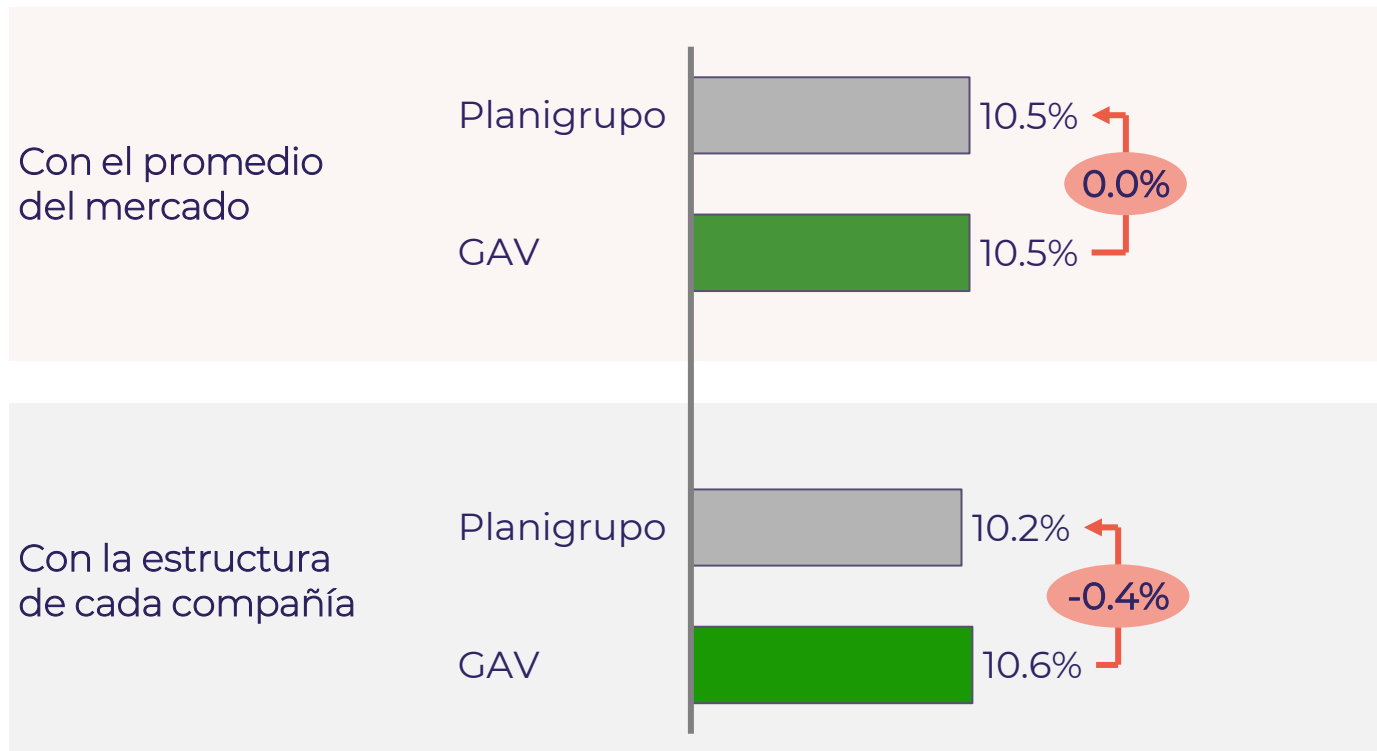


- Planigrupo tiene un nivel de apalancamiento en línea con la industria en EUA, Canadá y global
- El promedio mexicano de este indicador tiene un sesgo al estar compuesto en su mayoría por FIBRAS que operan con límites relativamente estrictos de apalancamiento

# El WACC debería considerar la estructura de cada compañía

## WACC para cada empresa<sup>1</sup>

Porcentaje



- Aunque la fórmula *CAPM* toma en cuenta el riesgo de tener un mayor nivel de apalancamiento (aumenta el  $K_e$ ), el menor costo de la deuda pesa más en este caso y disminuye el WACC total
- Únicamente este ajuste podría suponer un diferencial de +/- 5% en la valuación de las empresas
- Consideramos que es adecuado reconocer la estructura deuda/capital de cada empresa, el riesgo asociado a ese nivel de apalancamiento y el costo de la deuda también de cada empresa

# 03. Nivel de riesgo de cada empresa

---



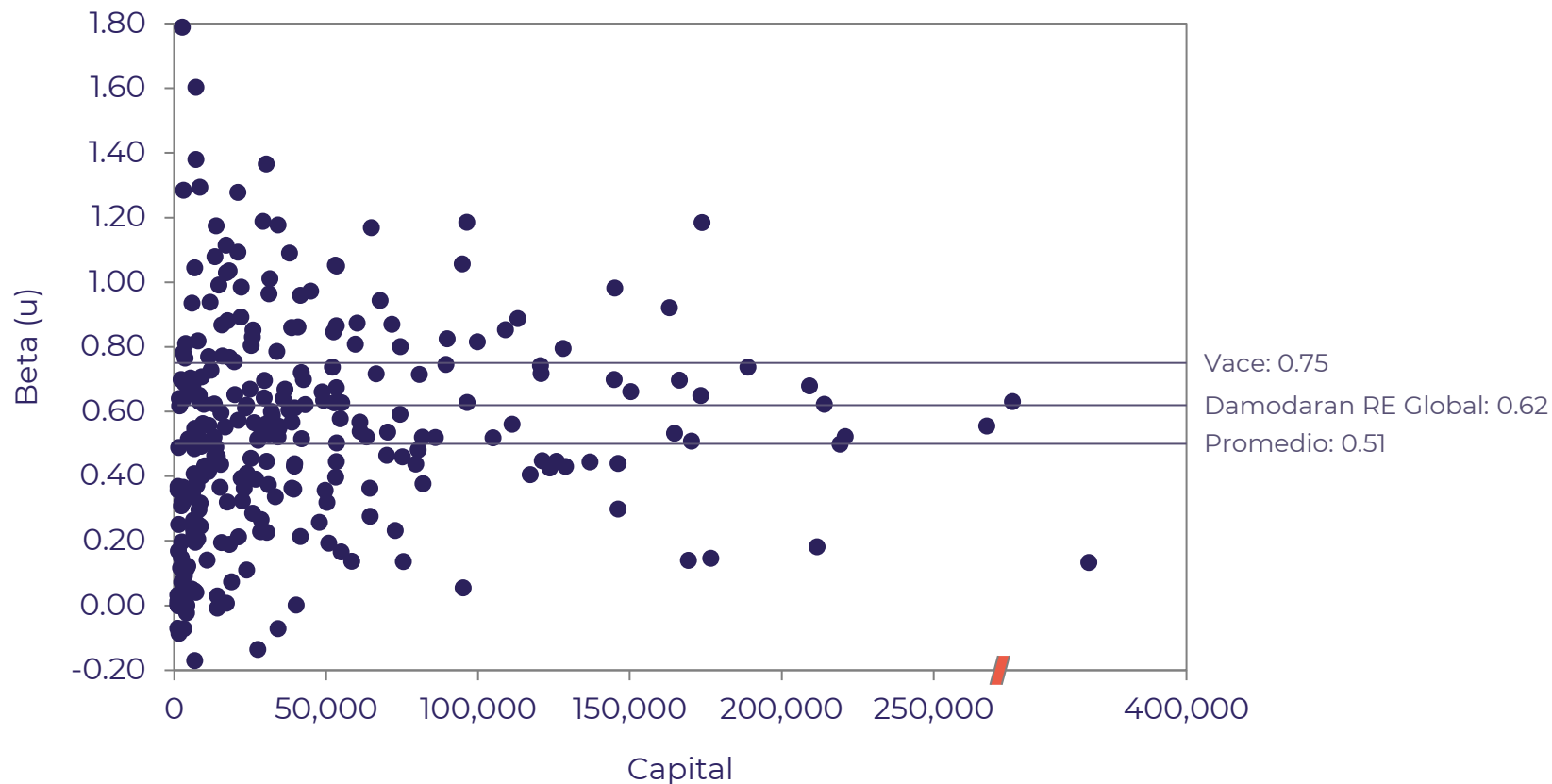
# Puntos a discutir



- El coeficiente beta utilizado para el cálculo del *WACC* derivado de una muestra de 9 compañías es más bajo que el derivado de una muestra más amplia de empresas en la misma industria
- El riesgo intrínseco de los portafolios de cada compañía es distinto - esta diferencia en riesgo debería reflejarse en mayor medida en el cálculo del *WACC* de lo que Vace captura con la prima de riesgo de 0.25

# La beta utilizada por Vace parece ser demasiado alta

## Beta desapalancada para empresas inmobiliarias en el mundo

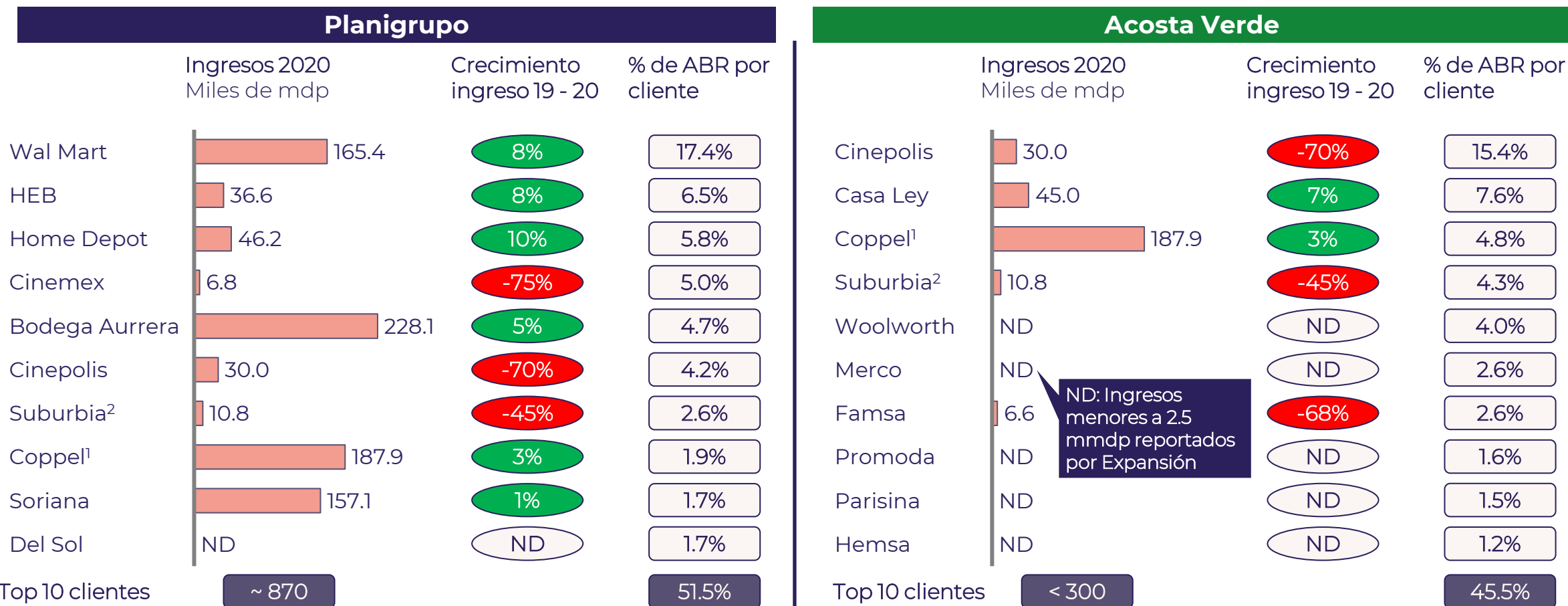


- Una muestra más amplia genera betas más alineadas con el negocio inmobiliario
- Si sólo se consideraran los referentes nacionales de Vace, la beta a utilizar sería de 0.57

# El portafolio de arrendatarios de Planigrupo cuenta con empresas de mayor escala/menor riesgo que GAV



## Principales clientes de Planigrupo y Acosta Verde



1. Se reportan ingresos de Grupo Coppel

2. Se separaron ingresos de Suburbia a partir del reporte de Retailing in México de Euromonitor

Fuentes: Capital IQ, Expansión, reportes trimestrales de Planigrupo, Acosta Verde

# Adicionalmente, los *tenants* de Acosta Verde son de sectores típicamente más volátiles que los de Planigrupo



## Desempeño de industrias de principales clientes de Planigrupo y Acosta Verde (2016 – 2020)

Índice base 100 = 2016

Se realizó un índice con base en las industrias de los principales 10 clientes de Planigrupo y Acosta Verde, compuesto por:

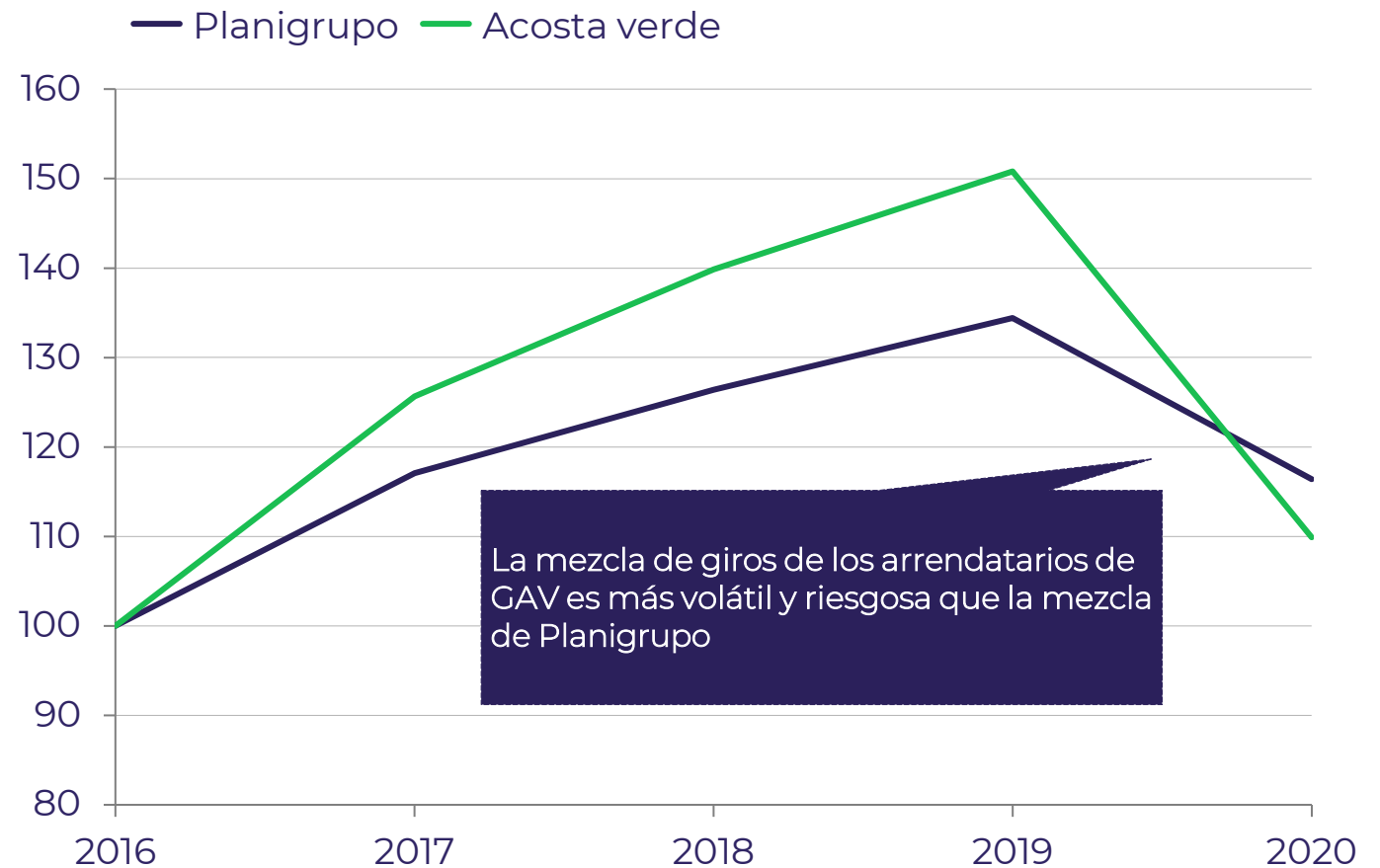
### ABR Planigrupo top 10:

- Autoservicio: 59%
- *Retail* especializado: 11%
- Departamentales: 12%
- Entretenimiento: 18%

### ABR Acosta verde top 10:

- Autoservicio: 22%
- *Retail* especializado: 7%
- Departamentales: 34%
- Entretenimiento: 37%

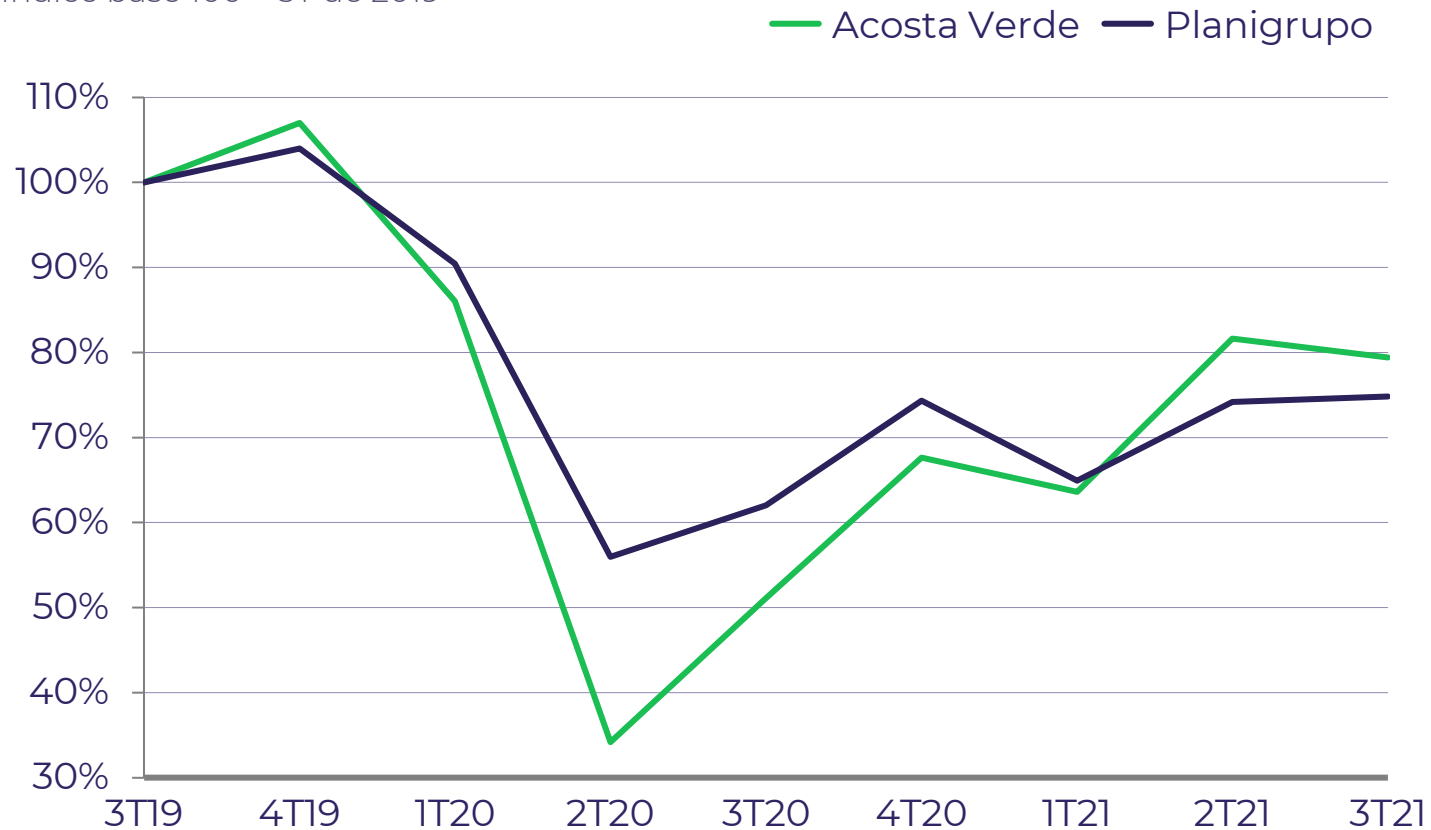
Se calculó el crecimiento ponderado por industria de los ingresos para cada conjunto de clientes



# De la misma forma, se observó una mayor caída en la afluencia en los centros comerciales de Acosta Verde

## Evolución de la afluencia de Planigrupo y Acosta Verde

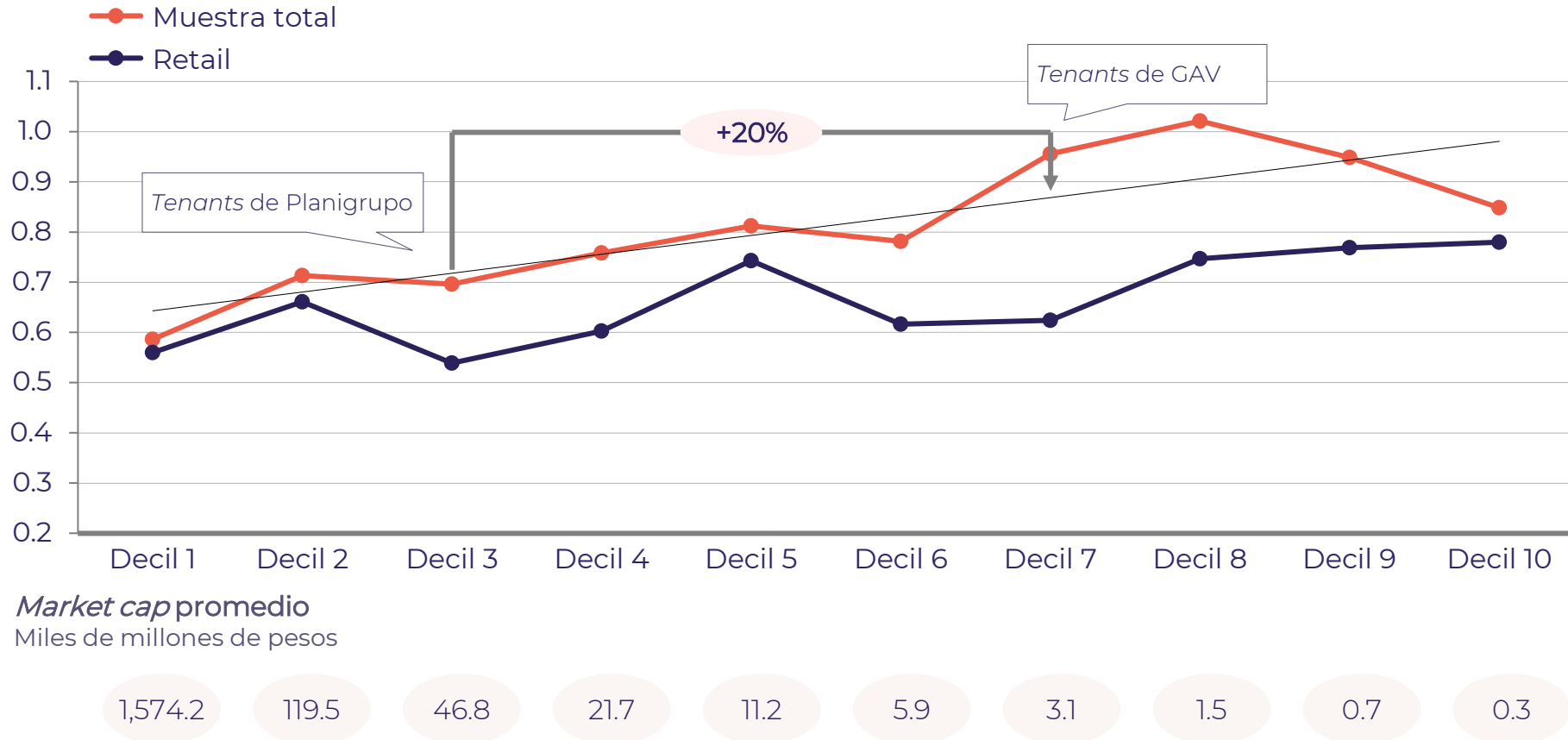
Índice base 100 = 3T de 2019



A pesar del tráfico que las anclas pudieran generar en los CCs de AV, la menor ocupación durante la pandemia claramente tuvo un impacto en la afluencia

# En general, el mercado asigna menores niveles de riesgo a empresas de mayor escala

## Beta desapalancada promedio de 1 año para distintas empresas por deciles descendentes de *market cap*<sup>1</sup>



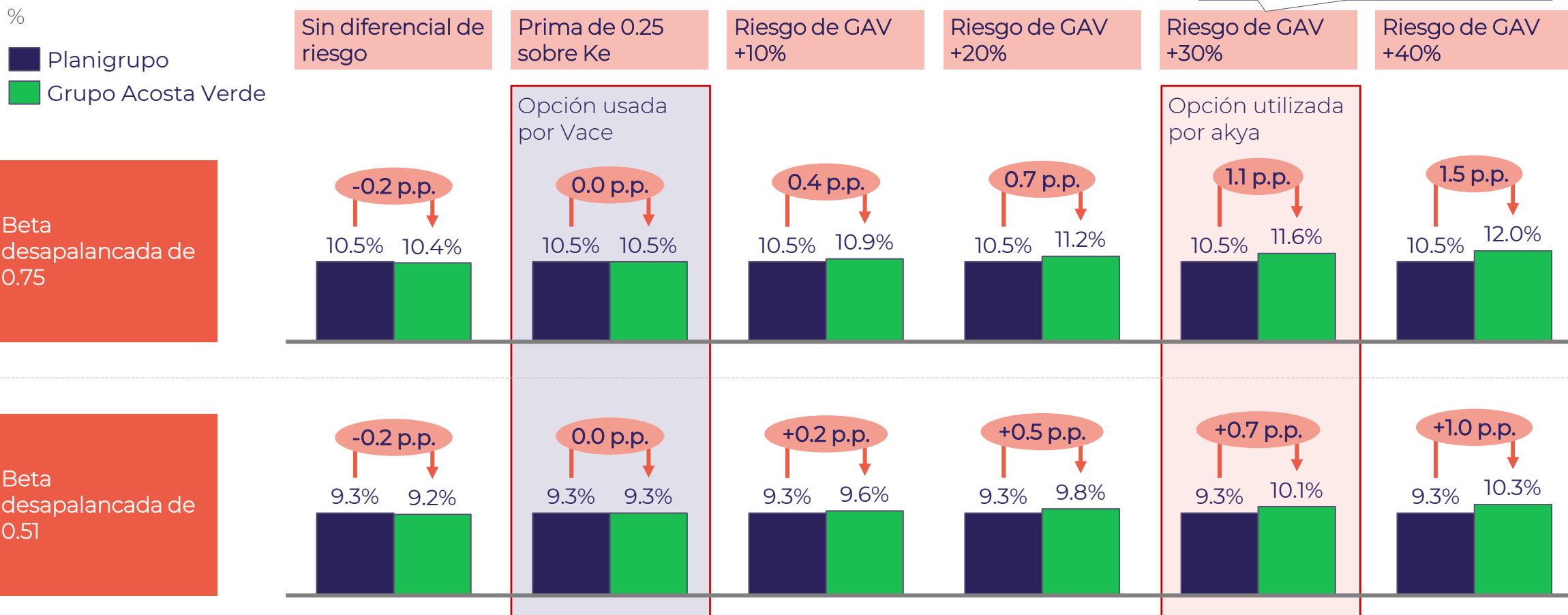
La beta de empresas más pequeñas puede variar entre 30 y 40% con respecto a las empresas más grandes del mercado

Como proxy, esta volatilidad/riesgo se podría repercutir a empresas inmobiliarias comerciales en función del perfil (tamaño) de sus *tenants*

# El impacto de reconocer el riesgo distinto entre los portafolios podría suponer un diferencial de ~1 p.p. en el WACC



## Impacto en el WACC por riesgo del portafolio



# akya



+52 (55) 5661 6634



akyasocios@akya.com.mx



<http://www.akya.com.mx>



Insurgentes Sur 1457, piso 19  
Col. Insurgentes Mixcoac  
03920 Ciudad de México

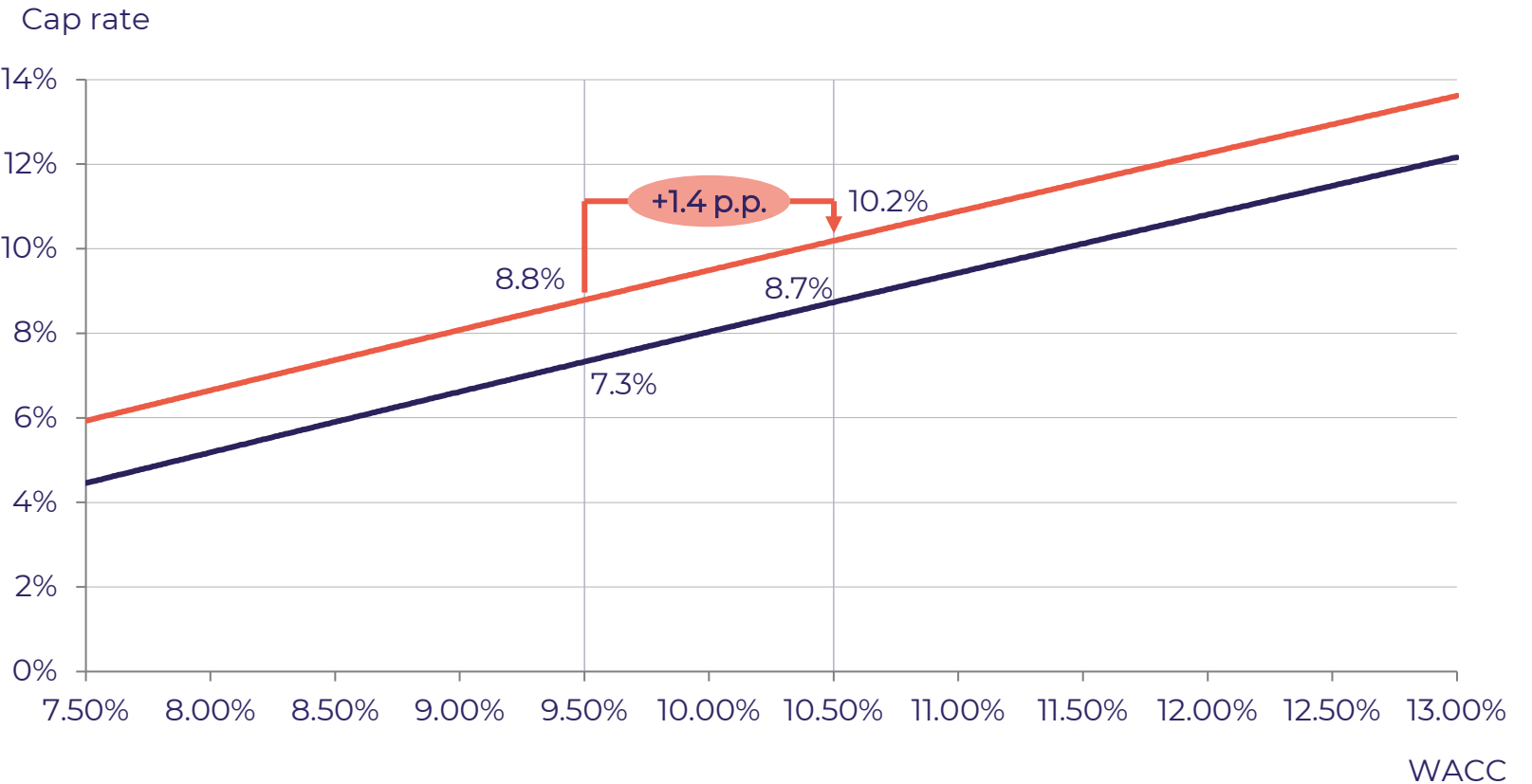


Mediante un ejercicio teórico se calculó que por cada punto porcentual adicional del WACC, el *cap rate* equivalente aumentaría en 1.4 p.p.

**Cap rate necesario para igualar valuación por DCF utilizando distintos niveles de WACC**

%

— Crecimiento ingresos y gastos del 3.5% — Crecimiento ingresos y gastos del 4.5%



Se realizó un ejercicio teórico para un inmueble con una:

- Ocupación del 95%
- Ingreso por m<sup>2</sup> de \$300
- Margen NOI del 85%

Se calculó el *cap rate* necesario para igualar la valuación del inmueble a distintos niveles del WACC