

MANTENER

Precio objetivo: CL\$ 1.708
 Precio actual: CL\$ 1.495

INDEPENDENCIA RENTAS INMOBILIARIAS

Atractivo Crecimiento en Bodegas parcialmente compensado por reciente alza de tasas

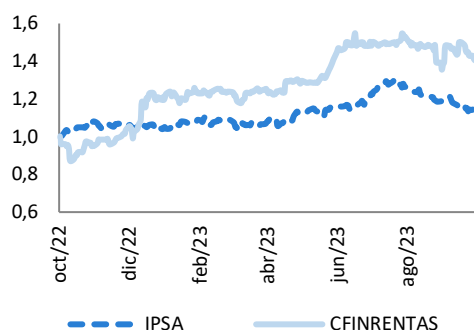
RESUMEN

Bloomberg	CFINREN CC
Bolsa de Comercio de Santiago	CFINRENTAS
Clasificación de riesgo	AA-/AA
52 semanas máx/mín (CL\$)	1700/1001
VDPT 6M (US\$Mn)	0,1
Free Float (%)	100%
Número de acciones (Mn)	1.495
Market Cap (US\$Mn)	407
Precio objetivo (CL\$)	1.708
Precio actual (CL\$)	1.495
Retorno potencial	14,2%
Div. Yield (%)	8,3%
Retorno total	22,5%

Estamos actualizando nuestra cobertura de Independencia Rentas Inmobiliarias (CFINRENTAS), introduciendo un nuevo precio objetivo 2024E de CL\$ 1.708, consistente con una recomendación de mantener.

Aumento de capital para crecer en el atractivo segmento de centros logísticos y tener mayor flexibilidad previo a refinanciamientos relevantes. El 28 de septiembre, el fondo Independencia Rentas aprobó un aumento de capital por 90 millones de cuotas (aprox. UF 3,8 millones) cuyo uso de fondos será: (1) financiar parte del plan de inversiones en centros de distribución y terrenos de la filial Bodenor Flexcenter y (2) enfrentar con mayor flexibilidad los vencimientos de deuda de los próximos dos años (UF 3,5 millones de bonos serie F y G). El precio del aumento de capital será el menor valor entre el valor de tasación (NAV) y el promedio del valor bolsa de los últimos 30 días. Se pretende levantar UF 1,5 millones en una primera etapa (octubre 2023) para financiar inversiones ya comprometidas (compra de terreno y obras civiles de nuevo proyecto en Vespucio Norte) para luego realizar aumentos de aprox. UF 500 mil al año. En relación a los vencimientos de deuda, la intención de la administración del fondo es refinanciar, pero dependerá de que mejoren las condiciones de mercado (actualmente existe baja liquidez y altas tasas). **Creemos que, desde el punto de vista estratégico, financiar crecimiento en centros de distribución es el mejor uso de fondos posible dadas las condiciones actuales de mercado, donde existe 0% de vacancia en ese segmento a nivel del fondo y donde las rentas vienen creciendo sostenidamente durante los últimos años en base al aumento de la demanda.**

RETORNO VS IPSA



CONTACTO

Aldo Morales E.
 aldo.morales@bice.cl
 +(562) 2692 3481

Nuevo proyecto en Vespucio Norte (ex CCU) proveería un crecimiento de aprox. 15% en la ganancia operacional neta (NOI) del fondo. El proyecto comenzaría con la compra del terreno promesado en 2023 y comienzo de obras civiles para la entrega escalonada de m2 entre 2025 y 2031. El proyecto está enmarcado en un terreno de 33 hectáreas, donde se construirán 181.565 m2 de parque logístico y 9.400 m2 de oficinas con estándar similar a los activos actuales de Bodenor flexcenter (BFC). La inversión total del proyecto es UF 4,2 millones, donde en base a un financiamiento 50/50 (loan to value o deuda sobre activos), al fondo le corresponderían UF 1,5 millones ajustando por participación. **Según nuestras estimaciones, si consideramos una renta promedio mensual de UF/m2 de 0,165 y un margen NOI de 80% en bodegas (escenario base de la administración), ajustando por el 70% de participación, el nuevo proyecto aportaría NOI por UF 219 mil (aprox. 15% del NOI total del fondo en los últimos 12 meses).** En términos de cap rate (NOI/EV), según nuestras estimaciones, el fondo estaría transando a 6,3%, pudiendo llegar a 7,5% si se incluye el NOI correspondiente a Lo boza 422 y Vespucio Norte (además del aumento de capital por UF 1,5 millones).

Actualización de estimaciones. Nuestra valorización es una mezcla 50/50 de un modelo de descuento de flujos (DCF) y una valorización por múltiplos. Enfocándonos exclusivamente en la valorización por flujos: (1) En un escenario pre-money (sin incluir el aumento de capital ni el proyecto Vespucio Norte) obtenemos un valor económico de CL\$ 1.983 por cuota antes de ajustes por liquidez. En esta valorización incorporamos el NOI U12M + 6 meses de Enea fase 3 + 125 mil UF de NOI por el proyecto en ejecución Lo Boza 422 desde 2025; (2) En un escenario post-money (incluyendo el primer aumento de capital por UF 1,5 millones y el proyecto Vespucio Norte) obtenemos un valor económico de CL\$ 1.815 por cuota antes de ajustes por liquidez. En un horizonte de mediano-largo plazo, el fondo sigue entregando un retorno razonablemente atractivo a estos niveles. Sin embargo, en términos relativos, se ve parcialmente compensado por el alto nivel de tasas de interés de largo plazo (BCP-10 actualmente en 6,3%), presionando los spreads entre cap rate y costo alternativo en el corto plazo.

PROYECCIÓN DE RENTA — NUEVOS PROYECTOS

Actual	m2	vacancia	Renta (UF)	UF/m2	NOI (UF)	NOI/m2	Margen NOI
Oficinas	136.791	22%	673.012	0,410	477.000	3,5	71%
Locales Comerc.	52.293	3%	284.265	0,453	185.000	3,5	65%
Centros de Dist.	576.374	0%	975.225	0,141	774.000	1,3	79%
Total	765.458		1.932.501		1.436.000	1,9	74%

Proyectos @100%	m2	vacancia	Renta (UF)	UF/m2	NOI (UF)	NOI/m2	Margen NOI
Lo Boza 422	120.000	2%	237.600	0,165	190.080	1,6	80%
Vespucio Norte (Bodegas)	181.565	2%	359.499	0,165	287.599	1,6	80%
Vespucio Norte (Oficinas)	9.400	2%	31.584	0,28	25.267	2,7	80%

Proyectos	UF/m2
BFC Actual	0,141
BFC Proyectos	0,165

CAP RATE — NUEVOS PROYECTOS

CL\$ millones	Actual (1)	+ Aumento de Cap. (2)	+ Lo Boza 422 (3)	+ Vespucio Norte (4)
NOI	51.937	53.341	57.865	65.792
NOI (UF MM)	1,44	1,47	1,60	1,82
Deuda Fin. Neta	447.984	447.984	447.984	447.984
Market Cap	377.822	430.163	430.163	430.163
EV	825.807	878.147	878.147	878.147
m2	765.458	765.458	885.458	1.076.423
Cap rate (NOI/EV)	6,3%	6,1%	6,6%	7,5%

- (1) considera NOI últimos 12 meses + 6 meses de Enea fase 3
- (2) considera solo el primer aumento de capital por UF 1,5 millones
- (3) considera UF 125 mil en NOI de las 3 fases de proyecto en ejecución Lo Boza 422
- (4) considera UF 211 mil en NOI de nuevo proyecto en carpeta Vespucio Norte (ex CCU)

Fuente: Estimaciones BICE Inversiones

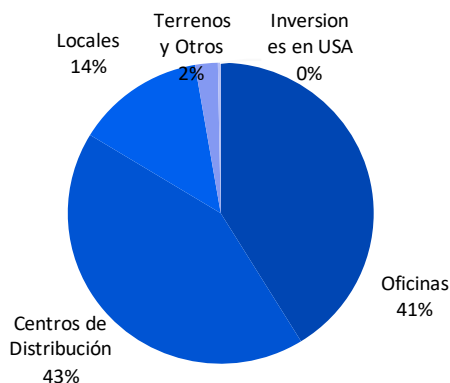
CFINRENTAS

MANTENER

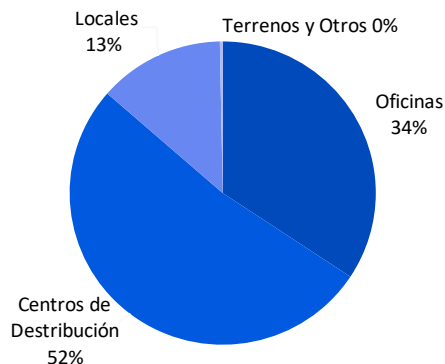
Precio objetivo: CL\$ 1.708
 Precio actual: CL\$ 1.495

Independencia Rentas Inmobiliarias (CFINRENTAS) es el principal fondo de inversión público de la industria inmobiliaria en Chile. CFINRENTAS es un fondo no rescatable, dirigido al público general, dedicado principalmente al arriendo de propiedades inmobiliarias, habiendo desarrollado algunas de ellas. El fondo fue constituido en abril de 1995 por un plazo de 30 años, renovado recientemente hasta 2030 y administrado por Independencia Administradora General de Fondos. El fondo mantiene activos por más de US\$ 820 millones, diversificados entre Centros de distribución en Chile (43%), Oficinas en Chile (41%), locales comerciales en Chile (14%), además de terrenos (2%). El NOI de los U12M, se descompone en 52% Centros de distribución, 34% oficinas y 13% locales comerciales. El fondo mantiene una participación de 70% en Bodenor Flexcenter (BFC), sociedad con 25 años de trayectoria dedicada al desarrollo y arriendo de centros de distribución y bodegas.

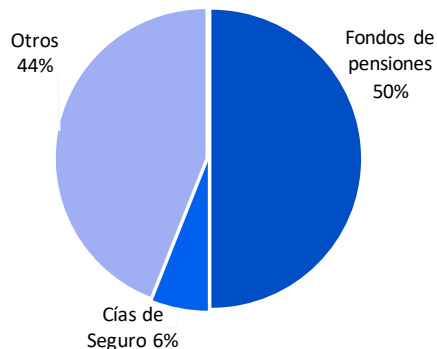
DESGLOSE ACTIVOS (%)



DESGLOSE NOI (%)



PROPIEDAD (%)



ESTADOS FINANCIEROS (CL\$ millones)

ESTADO DE RESULTADOS	2020	2021	2022	U12M
Ingresos netos	47.111	43.633	83.401	72.310
Var%	-17,5%	-7,4%	91,1%	65,7%
Resultado operacional neto	42.358	39.759	79.168	68.025
Var%	-21,4%	-6,1%	99,1%	71,1%
Margen operacional	89,9%	91,1%	94,9%	94,1%
Costos financieros	-3.462	-2.859	-2.366	-2.485
Otros no operacionales	0	0	0	0
Utilidad/(pérdida)	38.896	36.900	76.802	65.541
Var%	-20,8%	-5,1%	108,1%	77,6%
Margen Neto	82,6%	84,6%	92,1%	90,6%

BALANCE	2020	2021	2022	U12M
Caja	38.574	7.786	10.437	13.290
Total Activos	540.615	665.561	743.047	752.810
Pasivo Corriente	62.921	3.660	4.186	1.026
Total Pasivos	106.455	220.172	249.546	253.254
Patrimonio	434.161	445.389	493.500	499.556
Pasivos + Patrimonio	540.615	665.561	743.047	752.810

	2020	2021	2022	U12M
Utilidad realizada de inversiones	37.640	25.263	32.683	37.537
Beneficio neto percibido (BNP)	26.202	9.192	15.464	20.877
# cuotas	252.647.850	252.647.850	252.647.850	252.647.850
Valor libro x cuota	1.718	1.763	1.953	1.977
Valor mercado x cuota	1.690	1.339	1.392	1.495

DESCOMPOSICIÓN DE DUPONT	2020	2021	2022	U12M
ROE*	9,0%	8,3%	15,6%	13,1%
Utilidad neta / Ingresos	82,6%	84,6%	92,1%	90,6%
Ingresos / Activos	0,1	0,1	0,1	0,1
Activos / Patrimonio	1,2	1,5	1,5	1,5

RATIOS	2020	2021	2022	U12M
Retorno por dividendos	6,2%	7,9%	8,1%	8,3%
Bolsa/Libro	1,0x	0,8x	0,7x	0,8x

Fuente: CMF, Independencia, BICE Inversiones

2. VALORIZACIÓN Y ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Nuestro precio objetivo es un promedio entre (1) un modelo de descuento de flujos (DCF) y (2) una valoración por múltiplos usando un ratio bolsa libro (B/L) 2024E de 1,0x. Para la valoración por DCF usamos una tasa de descuento (WACC) de 7,9%. Luego, descontamos el flujo proyectado hasta 2030 del NOI (net operating income), le sumamos la perpetuidad (valor de tasación del patrimonio), y restamos la deuda financiera neta del fondo y sus filiales para obtener el valor económico del patrimonio. Por último, incluimos un descuento adicional por liquidez de 15% al precio objetivo, similar al descuento que usamos para valorar empresas de baja capitalización.

VALORIZACIÓN – CFINRENTAS

INDEPENDENCIA - DCF (1)		INDEPENDENCIA - (1)+(2)	
Tasa libre de riesgo (Rf)	5,8%	P° objetivo (1) + (2)	2.010
Spread	2,9%	- descuento por liquidez 15%	15%
Costo de la deuda (Kd)	8,8%	P° objetivo	1.708
Beta	0,54	P° actual	1.495
Premio x riesgo	6,2%	Upside	14,2%
Ke	9,2%	+ Dividend Yield**	8,3%
D/A	47%	Retorno total	22,5%
P/A	53%	* valor de tasación (NAV) del patrimonio x (1+3%)	
Tasa de impuesto	27,0%	** calculado con los dividendos pagados en los U12M	
WACC	7,9%		
G	3,0%		
VPN NOI	434.537		
Perpetuidad*	514.543		
Valor activos	949.080		
Deuda fin. Neta	447.984		
Patrimonio	501.095		
# Cuotas (Mn)	252,6		
P° objetivo (1)	1.983		

INDEPENDENCIA - B/L (2)

B/L 2024E	1,0x
P° objetivo (2)	2.037

SENSIBILIDAD – CFINRENTAS

Crecimiento (G)	Tasa de descuento (WACC)				
	8,9%	8,4%	7,9%	7,4%	6,9%
2,0%	1.637	1.651	1.665	1.680	1.696
2,5%	1.657	1.672	1.687	1.702	1.718
3,0%	1.678	1.693	1.708	1.724	1.740
3,5%	1.700	1.715	1.731	1.747	1.763
4,0%	1.721	1.737	1.753	1.769	1.786

B/L	Tasa de descuento (WACC)				
	8,9%	8,4%	7,9%	7,4%	6,9%
0,6	1.332	1.347	1.362	1.378	1.394
0,8	1.505	1.520	1.535	1.551	1.567
1,0	1.678	1.693	1.708	1.724	1.740
1,2	1.852	1.866	1.882	1.897	1.914
1,4	2.025	2.039	2.055	2.070	2.087

ANEXO 1: CAP RATE

CÁLCULO DE CAP RATE – CFINRENTAS (CL\$ millones)			
Deuda Filiales	Deuda Fin.	Caja	DFN
Constitution Real Estate Corp y Filiales	0	0,5	0
Limitless Horizon Limited	0	2	-2
Inmobiliaria Plaza Araucano SpA	0	306	-306
Rentas Bucarest SpA	0	91	-91
Rentas Inmobiliarias SpA	0	514	-514
Rentas Retail SpA	0	102	-102
Rentas Magdalena SpA	35.298	327	34.970
Inmobiliaria Descubrimiento SpA (1)	69.258	1.778	67.480
Inmobiliaria Plaza Constitución SpA	0	357	-357
Bodenor Flexcenter (2)	124.263	17.189	107.074
Total filiales	228.819	20.667	208.152
Deuda Consolidado	Deuda Fin.	Caja	DFN
Bancario	126.175		
+ CP	550		
+ LP	125.625		
Bonos (serie F y G)	126.948		
+ CP	346		
+ LP	126.602		
Total Fondo	253.123	13.290	239.833
NOI (UF millones)	1,4		
NOI (CL\$ millones)	51.937		
Market Cap	377.822		
Deuda Fin. Neta	447.984		
EV	825.807		
Cap rate (NOI/EV)	6,3%		

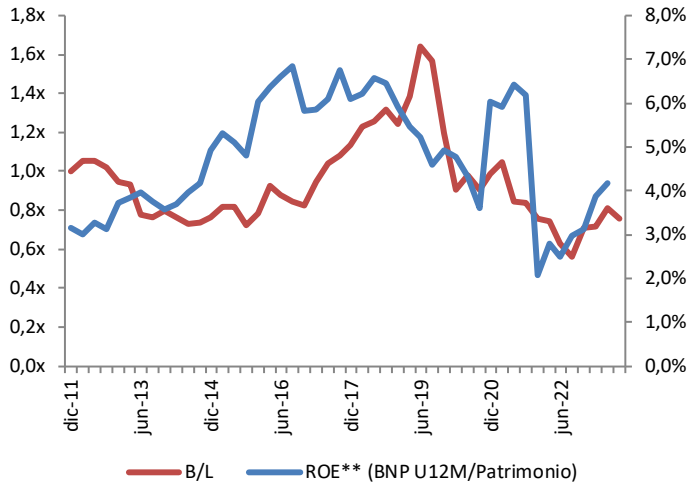
(1) se descuentan UF 970 mil por prepago de crédito con Banco de Chile.

(2) se ajusta al 70% para incorporar el porcentaje de propiedad del fondo.

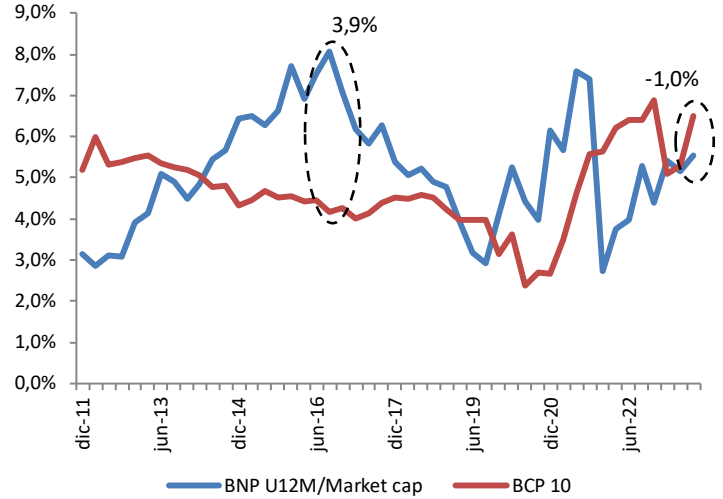
Fuente: Estimaciones BICE Inversiones

ANEXO 2: PRINCIPALES INDICADORES

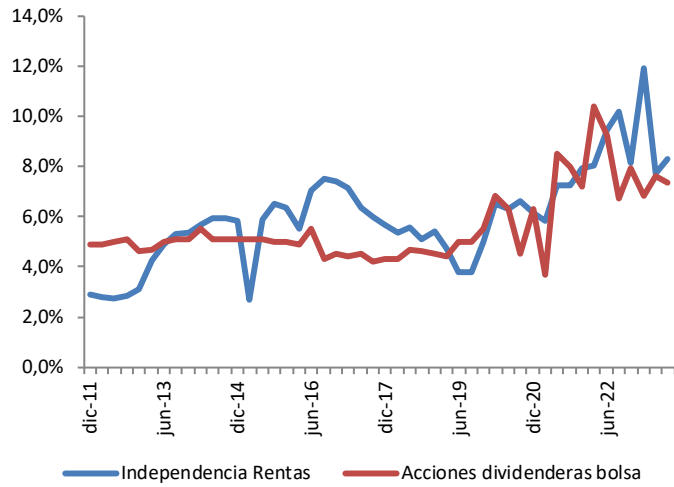
B/L (Izq.) VS. ROE (%)



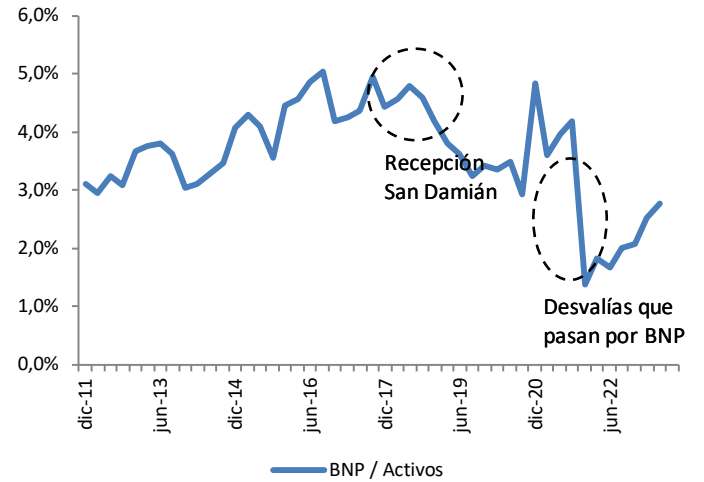
BNP / MARKET CAP VS. TASA LIBRE DE RIESGO (%)



RETORNO POR DIVIDENDOS U12M (%)



BENEFICIO NETO PERCIBIDO / ACTIVOS (%)



Fuente: CMF, Independencia, BICE Inversiones

ANEXO 3: COMPARABLES

COMPARABLES – RENTA INMOBILIARIA LOCAL

Nombre	Tipo	Nemo	Patrimonio	Valor cuota	Cuotas	Market cap	B/L	NOI U12M	Cap rate
			CL\$ MM	CL\$	#	CL\$ MM		UF M	%
Fondo de Inversión LV - Patio Renta Inmobiliaria I	Renta Inmobiliaria	CFILVPARI1	214.538	12.624	7.354.479	92.843	0,43		
BTG Pactual Renta Comercial Fondo de Inversión	Renta Inmobiliaria	CFIBTGRCA	490.065	25.799	10.276.138	265.118	0,54	1.422	6,9%
FI Independencia Rentas Inmobiliarias	Renta Inmobiliaria	CFINRENTAS	499.556	1.495	252.647.850	377.822	0,76	1.435	6,3%
Toesca Rentas Inmobiliarias	Renta Inmobiliaria	CFITOERI1A	94.592	20.940	2.819.696	59.044	0,62		
BTG Pactual Renta Residencial Fondo de Inversión	Renta Inmobiliaria	CFIBTGRRA	123.954	11.550	8.694.575	100.422	0,81		
FI WEG 3	Renta Inmobiliaria	CFIWEG-3	10.267	1.100	7.619.890	8.382	0,82		
FI LV Patio II Strip Center	Renta Inmobiliaria	CFILVP2R	49.598	31.973	1.501.314	48.002	0,97		
LV Rentas Residenciales	Renta Inmobiliaria	CFILVRR-A	45.784	12.959	3.532.860	45.784	1,00		
Sartor Renta Comercial	Renta Inmobiliaria	CFIRENCOM	4.355	30.822	122.705	3.782	0,87		

* incluye el número total de cuotas pero solo el precio de la serie más líquida

Fuente: CMF, Reportes de empresas, BICE Inversiones

EQUIPO DE ESTUDIOS	DISTRIBUCIÓN		
	RENDA VARIABLE	RENDA FIJA	INTERNACIONAL
<p>Aldo Morales E. <i>Subgerente de Estudios</i> aldo.morales@bice.cl +(562) 2692 3481</p>	<p>Felipe Figueroa E. <i>Gerente Renta Variable</i> ffigueroa@bice.cl +(562) 2692 2810</p>	<p>Andrés de la Cerda G. <i>Gerente Renta Fija e Int.</i> adelacer@bice.cl +(562) 2692 2576</p>	<p>Jason Barratt <i>Subgerente Mercado Int.</i> jbarratt@bice.cl +(562) 2692 2672</p>
<p>Ewald Stark B. <i>Analista Senior</i> ewald.stark@bice.cl +(562) 2692 2527</p>	<p>Carlos Hornauer M. <i>Jefe de Renta Variable</i> carlos.hornauer@bice.cl +(562) 2692 2811</p>	<p>Javiera Escudero M. <i>Jefe Renta Fija</i> javiera.escudero@bice.cl +(562) 2692 2946</p>	<p>José Miguel Alcalde <i>Jefe Mercado Internacional</i> jalcalde@bice.cl +(562) 2520 7905</p>
<p>Eduardo Ramírez V. <i>Analista de Inversiones</i> eduardo.ramirez@bice.cl +(562) 2692 3486</p>	<p>Claudio Zelada A. <i>Renta Variable local</i> claudio.zelada@bice.cl +(562) 2520 7949</p>	<p>Paulina González T. <i>Operador Renta Fija</i> paulina.gonzalez@bice.cl +(562) 2692 2812</p>	<p>Katherine Fainé <i>Mercado Internacional</i> katherine.faine@bice.cl +(562) 2692 2524</p>
	<p>Diego Guillones R. <i>Renta Variable local</i> dguillones@bice.cl +(562) 2692 2417</p>		<p>Andrea Gómez <i>Mercado Internacional</i> andrea.gomez@bice.cl +(562) 2692 2117</p>
	<p>Pablo Mendoza V. <i>Renta Variable local</i> pablo.mendoza@bice.cl +(562) 2692 2827</p>		

Este informe ha sido elaborado sólo con el objeto de proporcionar información a los clientes de BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. Este informe no es una solicitud, ni una oferta para comprar o vender acciones, bonos u otros instrumentos mencionados en el mismo. Esta información y aquella en que está basada han sido obtenidas con información pública de fuentes que en nuestro mejor saber y entender parecen confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ellas sean exactas ni completas. Las proyecciones y estimaciones que se presentan en este informe han sido elaboradas con las mejores herramientas disponibles, pero ello no garantiza que las mismas se cumplan. Todas las opiniones y expresiones contenidas en este informe pueden ser modificadas en cualquier tiempo sin previo aviso.

BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. y cualquiera sociedad o persona relacionada con ella y sus accionistas controladores pueden en todo momento tener inversiones a corto o largo plazo en cualquiera de los instrumentos mencionados en este informe o relacionados con la o las empresas o el mercado que en él se mencionan y pueden comprar o vender esos mismos instrumentos.

BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. puede recomendar eventualmente compras y/o ventas de acciones para posiciones de trading. Dichas acciones podrían estar incorporadas en otras carteras recomendadas. Las proyecciones y estimaciones presentadas en este informe no deben ser la única base para la adopción de una adecuada decisión de inversión y cada inversionista debe efectuar su propia evaluación en función de su situación personal, estrategia de inversión, tolerancia al riesgo, situación impositiva, etc. El resultado de cualquiera operación financiera realizada con el apoyo de este informe es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza. Los valores y emisores extranjeros a que se pueda hacer referencia en este informe, y que se no encuentran inscritos en el Registro de Valores a cargo de la Comisión para el Mercado Financiero de nuestro país, no le son aplicables las leyes y normativa que regulan el mercado de valores nacional, en consecuencia, es responsabilidad exclusiva de los inversionistas informarse previamente respecto de dichos valores y emisores extranjeros antes de adoptar cualquier decisión de inversión. La frecuencia de la publicación de los informes, si la hubiere, queda a discreción de BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. Se prohíbe citar o reproducir en forma total o parcial este informe sin la autorización expresa previa de BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A.

Los integrantes del Departamento de Estudios declaran expresamente que ninguna parte de su remuneración estuvo, está o estará directa o indirectamente relacionada con una recomendación específica o visión expresada en el presente informe. Asimismo, a la fecha de publicación del presente informe, ninguno de los integrantes del Departamento de Estudios posee, directa o indirectamente, vínculos con personas relacionadas al emisor analizado en el mismo.

Con el objeto de prevenir Conflictos de Interés entre BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. o sus colaboradores y los emisores recomendados por este informe, se deja constancia que las transacciones bursátiles que realicen los colaboradores de BICECORP S.A. y de sus filiales, se encuentran reguladas por el "Manual para transacciones de acciones y otros valores de BICECORP S.A. y sus Filiales".

A la fecha de publicación del presente informe, BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. informa que tiene un contrato de market maker con el emisor.

A la fecha de publicación del presente informe, el Sr. Ewald Stark posee acciones de BCI.