

El IPO que no fue: una correcta valuación de WeWork

Alumno: Pablo D. Rabellino

Tutor: Javier Epstein

Año: 2021

Ciudad Autónoma de Buenos Aires

Agradecimientos

A Beatriz, Héctor, Juan y Laura.

Resumen

A mediados del año 2019, una de las compañías más celebradas del momento dedicada al negocio del *CoWorking*, decidió realizar una oferta pública de acciones para, de esta forma, poder financiar su agresivo plan de crecimiento internacional. Es así como WeWork anunciaba su salida al mercado de capitales con una valuación implícita de 47 mil millones de dólares. Tal pretensión generó un revuelo mediático en la prensa especializada en negocios que generó un gran escepticismo durante los meses siguientes. Eventualmente, el proceso emprendido por WeWork no prosperó y se postergó la emisión pública de acciones. Estos sucesos, que ayudaron a destapar algunos aspectos cuestionables sobre el negocio de la compañía, generaron titulares durante toda la segunda mitad del 2019 e, incluso, siguieron dando que hablar en los años posteriores. Esta tesis elaboró un análisis sobre la valuación de WeWork, dadas las condiciones tanto intrínsecas como extrínsecas de aquel momento para entender si la reacción del mercado fue acertada.

Para esto se recurrió al estudio de caso, donde primero se expuso toda la base teórica elegida para ser aplicada al análisis del mismo. Luego se describió el modelo de negocios de WeWork para entender de qué manera generaba ingresos y cómo estaban siendo utilizados los mismos para sostener su negocio y hacerlo crecer. Finalmente, toda esta información se puso a disposición de la ejecución del estudio de caso para poder generar conclusiones al respecto.

Efectivamente, la lectura del mercado fue correcta, estando WeWork muy sobrevalorada por parte de sus directores y accionistas. No sorprende, entonces, que la solicitud haya sido retirada por falta de respuesta positiva del mercado para poder reestructurar el negocio y, así, volver a intentar en el futuro con una posición más robusta y una valuación más realista del negocio.

Palabras clave

CoWorking – Mercado de Capitales – Oferta Pública de Acciones – Valuación

Tabla de Contenidos

INTRODUCCIÓN	7
MARCO TEÓRICO	10
CAPÍTULO 1 - Fundamentos Teóricos de la Valuación de Empresas.....	10
1.1. Método DCF.....	11
1.2. Método del Venture Capital.....	15
1.3. Método de Comparables	16
CAPÍTULO 2 – Modelo de Negocios de WeWork.....	18
2.1. Negocio inmobiliario comercial.....	18
2.2. Co-working	20
2.3. La Compañía WeWork	25
2.3.1. Descripción general.....	25
2.3.2. Propuesta de Valor.....	27
2.3.3. Tamaño del mercado objetivo	29
2.3.4. Modelo de Negocios	30
METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN.....	38
CAPÍTULO 3 – Valuación de WeWork.....	39
3.1. Valuación por DCF.....	41
3.2. Valuación por Venture Capital.....	49
3.3. Valuación por Comparables.....	51
CONCLUSIONES	53
Lista de referencias	55
ANEXO I – Estados contables de WeWork.....	57
ANEXO II – Estados contables de Regus.....	61
ANEXO III – Estados contables de Boston Properties.....	64
ANEXO IV – Estados contables de Brookfield Office Properties.....	67

Lista de figuras

Ilustración 1 - Evolución de espacios de co-working	21
Ilustración 2 - Ejemplo de servicios propuestos por un co-working.....	22
Ilustración 3 - Aspecto de un espacio de co-working	23
Ilustración 4 - Planta típica de un espacio de co-working.....	23
Ilustración 5 - Ejemplo de paquetes y precios ofrecidos.....	25
Ilustración 6 - Evolución de WeWork desde su fundación	26
Ilustración 7 - Ahorro respecto de oficina tradicional	27
Ilustración 8 - WeWork como agregador de demanda.....	29
Ilustración 9 - Tamaño de la oportunidad de WeWork.....	30
Ilustración 10 - Ciclo de vida típico.....	31
Ilustración 11 - Métricas de la etapa BUILD	34
Ilustración 12 - Métricas de la etapa FILL	35
Ilustración 13 - Flujo de fondos acumulado típico	37
Ilustración 14 - Tabla comparativa	40
Ilustración 15 - Estados condensados	42
Ilustración 16 - Flujo de fondos proyectado.....	43
Ilustración 17 - Métricas de endeudamiento, ventas y EBITDA para comparables.....	45
Ilustración 18 - Parametrización de WK, Capex y D&A	45
Ilustración 19 - Determinación de la WACC	46
Ilustración 20 - Determinación del Beta de comparables	47
Ilustración 21 - Flujo de fondos descontado.....	48
Ilustración 22 - Análisis de sensibilidad	49
Ilustración 23 - Múltiplos de comparables	50
Ilustración 24 - Análisis de sensibilidad	51
Ilustración 25 - Comparativa entre WeWork & Regus.....	52

INTRODUCCIÓN

El año 2019 será recordado como el año en que varias compañías de renombre finalmente se convirtieron en públicas a través de su IPO (*Initial Public Offering*). Tales como Uber, Lyft, Pinterest, Zoom o Slack, comenzaron a cotizar públicamente en el mercado de Nueva York durante ese año. Pero 2019 también será recordado como el año del intento fallido de WeWork en alcanzar el mismo hito.

Tras ser fundada en 2010 y con un historial exitoso de sucesivas rondas de inversión en las que participaron fondos de la talla de Goldman Sachs, JP Morgan y Softbank, este *startup* dedicado al negocio inmobiliario, explotando el concepto de coworking, llegó a conseguir una valuación estimada de 47 mil millones de dólares. Esto fue recibido con incredulidad por parte del mercado en agosto de 2019, alegando que el valor estaba inflado por su último y mayor inversor, Softbank, dado que la compañía aún no generaba flujo de caja positivo (Sherman, 2019). Muy por el contrario, cada año perdía aun más. Los próximos meses fueron una pesadilla para su fundador y CEO, el israelí Adam Neumann, quien defendía esta valuación sosteniendo que WeWork no es una compañía de real estate más, sino más bien una tecnológica del estilo de Uber, de esta manera justificando la continua necesidad de capital para mantener sus operaciones hasta lograr cierto grado de expansión global.

A partir de la polémica generada por las pretensiones de su CEO y de su último inversor para salir a cotizar en bolsa, tanto la prensa especializada, como los analistas de Wall Street, comenzaron a notar otras irregularidades en la operación de WeWork, tales como:

- Adam Neumann era el único propietario de la marca y se la alquilaba a su compañía por un *fee* millonario (Gilbert, 2019).

- Había denuncias de acoso laboral, racismo y cuestionamientos por falta de liderazgo femenino en el directorio (Picker & Bosa, 2019).
- Relacionado a lo anterior, se descubrió un extenso historial de renuncias de directores de recursos humanos en los años previos, algunos alegando diferencias con Adam Neumann (Wolverton, 2019).
- El CEO y otros directivos recibieron importantes préstamos de parte de la compañía, algunos sin ser devueltos al momento de solicitar el IPO (Eadicicco, 2019).
- Adam Neumann, también, realizó un retiro de 700 millones de dólares en opciones de acciones previo al IPO, lo cual es llamativo dado que se esperaba las conserve para venderlas a un valor mayor luego de convertirse en una compañía pública (Brown, Farrell, & Das, 2019).

Todo esto derivó en el deterioro paulatino de la situación de WeWork. Primero se sugirió bajar la valuación a la mitad, luego la solicitud de IPO fue retirada por completo para terminar quedando al borde de la bancarrota, situación que demandó el salvataje de Softbank para poder levantar el quebranto y continuar con las operaciones (Farrell & Brown, 2019). Esto desencadenó en una gran reestructuración a nivel internacional, reduciendo gastos y cantidad de empleados. También sucedieron cambios a nivel directivo, con el eventual despido de su fundador, Adam Neumann (Farrell & Brown, 2019).

El presente trabajo se enfoca en analizar la valuación de WeWork como negocio, buscando entender si los argumentos de Adam Neumann y de Softbank eran válidos para sostener la valuación pretendida y cuál fue la lectura del mercado que precipitó el desenlace descrito. Para ello se hace un repaso de la base teórica utilizada para determinar la valuación apropiada y se estudia el modelo de negocio de WeWork para lograr entender cómo genera dinero y de qué manera estaba administrando sus recursos para crecer, y si esto era sustentable en el tiempo, o no.

En primer lugar, entonces, se expondrán diferentes métodos de valuación de empresas. Comenzando con el concepto del valor tiempo del dinero para luego profundizar en el concepto del valor presente de un flujo de fondos. Qué factores se toman en cuenta y qué consideraciones hace un inversor sofisticado para determinar el costo de su dinero. También se repasa el método de valuación por comparables, de qué se trata, las consideraciones que hace y aspectos a tener en cuenta para poder utilizarlo y obtener conclusiones útiles. Finalmente, el método utilizado por los fondos de Venture Capital como alternativa al método de descuento de un flujo de fondos.

En segundo lugar, se analizará en profundidad la compañía objeto del presente trabajo, WeWork. Se repasará brevemente su historia y se describirá su modelo de negocio, explicando qué ofrecen a sus clientes y de qué manera monetizan sus servicios. Para contextualizar esto, primero se describirá brevemente de qué se trata el negocio inmobiliario comercial, dentro del cual se encuentra WeWork y, particularmente, el modelo de negocio de *co-working*, una variante relativamente nueva sobre la cual se posiciona WeWork.

Finalmente, concluido el marco teórico, se realizará el análisis del caso utilizando lo expuesto en los capítulos previos para poder determinar diferentes valuaciones de la compañía. Estas debieran converger a un valor, o entorno acotado, y esto nos permitirá obtener conclusiones respecto si la valuación sugerida originalmente era correcta o si, efectivamente, el mercado la consideraba sobrevalorada y, debido a esto, el resultado de los hechos narrados.

MARCO TEÓRICO

CAPÍTULO 1 - Fundamentos Teóricos de la Valuación de Empresas

En este capítulo se explican los fundamentos teóricos para determinar el valor de una compañía. Cuáles son los elementos que ayudan a definirlo, las diferentes maneras de hacerlo y cómo influye el estadio de la compañía en la metodología a utilizar.

Existen diferentes métodos para determinar el valor intrínseco de una compañía dentro de los clasificados como fundamentales. Un gran grupo de estos modelos se basan en determinar el valor mediante el descuento de flujos de caja futuros, utilizando una tasa de descuento que lleva implícito el riesgo que representa su negocio. El otro grupo trata de utilizar índices de rendimiento financieros para ser comparados con los de otras compañías similares. Determinando, de esta manera, una valuación más bien relativa.

Para comenzar con el primer grupo, cabe primero explicar de qué trata el descuento de flujos de fondos. Siendo la posibilidad de recibir \$100 hoy o \$100 dentro de un año, siempre será preferible recibirlos hoy (Estrada, 2006, p. 5). Esto se debe a que, debido al paso del tiempo y la inflación, los \$100 a futuro tendrán un poder de compra inferior a los \$100 presentes. Al mismo tiempo, teniendo \$100 hoy, puedo depositarlos en el banco, por ejemplo, y obtener un interés que, al cabo de un año, haya protegido mi poder de compra frente a la inflación. Para graficar esto, si el banco me ofrece un interés de un 10% anual, voy a querer recibir al menos \$110 dentro de un año a cambio de resignar los \$100 hoy mismo. Así mismo, si la promesa es recibir el dinero dentro de dos años, el valor a recibir debiera ser de \$121 para poder resignar los \$100 durante ese tiempo. Obteniendo así otra conclusión: cuanto mayor es el horizonte temporal, menor valor actual tiene el dinero.

De igual manera, un inversor se encuentra ante esta problemática cuando decide invertir en una empresa. Ya sea desde la compra de una sola acción de una compañía con cotización pública hasta la totalidad del paquete accionario cuando ésta se encuentra en

manos de capital privado, por ejemplo. Debe decidir si resigna su capital actual para adquirir un vehículo que le generará una renta futura cuyo valor es mayor al de las alternativas de las cuales dispone. Para determinar este valor es imposible sumar directamente los flujos de fondos que se generarán en cada periodo futuro. Debe entonces establecer el flujo de fondos esperado para cada periodo futuro y descontarlo (obtener su valor equivalente actual) a una tasa que representa el riesgo que está enfrentando para obtener este flujo, y así poder sumar cada valor en términos presentes.

Del universo de modelos que trabajan con flujos de fondos descontados, tratamos el Flujo de Fondos Descontado hacia la Firma (*Discounted Cash-Flow to Firm* en inglés, o DCFF) y el método del *Venture Capital*. El primero hace diferencia frente a los otros modelos de flujos de fondos descontados en la determinación de la tasa de descuento. Dado que el flujo considerado va hacia la firma, se utiliza el costo ponderado del capital (*Weighted Average Cost of Capital* en inglés, o WACC) como tasa de descuento, la cual pondera el costo de endeudamiento (interés de los préstamos tomados para financiar el negocio) con el costo del capital, o sea, con la rentabilidad que buscan los inversores dado el riesgo que afrontan. El segundo método es una particularidad empleada para valuar compañías en estadios tempranos, las cuales probablemente no estén generando flujos de caja positivos (pierden dinero) pero, al mismo tiempo, poseen un gran potencial de generarlos a futuro y con tasas de crecimiento importantes. Este método pone su foco en el valor terminal del modelo de flujo de fondos. Es decir, qué valor tendría la compañía al final del periodo de estudio, cuando ya se esperaría que haya alcanzado un régimen con generación positiva de fondos.

1.1. Método DCFF

Consiste en armar un modelo de flujo de fondos futuros por un periodo de entre 5 y 10 años, por lo general, al final del cuál se determina el valor terminal de la empresa.

Este valor terminal representa el valor actual (en ese último periodo) de todos los flujos futuros que quedan por fuera de este análisis. Visto de otra manera, es el valor de venta del activo que tendrá en aquél último periodo de análisis. Este modelo se arma a partir de los estados contables de los años ya transcurridos, los cuales se extrapolan a futuro suponiendo tasas de crecimiento en las ventas, relaciones a cumplir entre costos y ventas, entre inversiones en bienes de capital y activos, y así con las demás líneas. Es de suponer entonces que, el valor obtenido luego de sumar todos los flujos descontados, no será un valor específico, sino una aproximación, y que será necesario efectuar análisis de sensibilidad de las variables supuestas para agregar un mejor entendimiento del resultado obtenido.

En resumen, la forma del modelo descripto queda (Estrada, 2006, p. 277):

$$EV = CF_1/(1+R)^1 + CF_2/(1+R)^2 + \dots + CF_T/(1+R)^T + TV/(1+R)^T$$

Describiendo cada elemento en detalle, tenemos:

$EV = Enterprise Value$, o valor de la empresa objetivo.

$CF_i = Cash Flow$, o flujo de fondos de la empresa para el periodo i , tomando i los valores 1 a T .

$TV = Terminal Value$, o valor terminal de la empresa en el periodo T . Suele determinarse como una perpetuidad a partir del flujo de fondos del último periodo del análisis.

$R = Tasa de descuento$, en este caso se utiliza el mencionado WACC, el cual se determina con la fórmula (Estrada, 2006, pp. 88-89):

$$WACC = E/A R_E + D/A R_D (1-tax)$$

Donde:

$A = Valor de los activos de la compañía.$

$E = Valor del equity de la compañía, o sea, del capital de los accionistas.$

$D = Valor de la deuda incurrida por la compañía.$

E/A ; D/A = equivalen a la proporción de capital y deuda, respectivamente, con la que se financia la empresa. En otras palabras, la estructura de capital, y de aquí que se llama “costo ponderado del capital”.

R_E = Tasa de rendimiento del capital esperado por los accionistas. En otras palabras, el costo del capital aportado por éstos.

R_D = Tasa de interés ponderada de todos los préstamos en los que incurrió la compañía para financiarse. O sea, el costo de endeudarse.

$(1 - \text{tax})$ = *Tax Shield* o escudo impositivo. Dado que los intereses de la deuda disminuyen el resultado, sobre el cual se computan los impuestos a la ganancia que debe pagar la firma, estos generan un efecto positivo sobre el mismo y sobre el flujo de fondos. Tal beneficio se ve reflejado reduciendo en el WACC el costo de la deuda en la medida del *Tax Shield*.

Respecto al rendimiento del capital esperado por los accionistas, el mismo debe reflejar el riesgo que están enfrentando por invertir en la compañía en cuestión. Esta tasa de rendimiento debe compensar dicho riesgo y el costo de oportunidad de invertir en otras opciones de menor riesgo, por ejemplo. De esta forma, la expresión es (Estrada, 2006, pp. 74-75):

$$R_E = R_F + \beta (R_M - R_F)$$

Donde:

R_F = Tasa libre de riesgo ofrecida en el mercado.

R_M = Prima de riesgo del mercado.

β = Beta perteneciente a la compañía en estudio. Es un valor estadístico que indica cuánto más volátil, o riesgosa, es esta compañía en relación a una cartera de compañías o, lo que es lo mismo, respecto al mercado.

Vemos en esta fórmula entonces que, los accionistas, pretenderán como mínimo un rendimiento igual a la tasa libre de riesgo. Para la misma debe considerarse el rendimiento de un bono soberano de duración igual al plazo de nuestro análisis. Se entiende que el Estado Nacional será la última institución de un país en faltar al servicio de su deuda. La tasa libre de riesgo por excelencia es la de un bono emitido por el Tesoro de EE.UU. Será el *T-Bond* de 10 años si decidimos extender nuestro análisis por este periodo de tiempo. Sobre esta tasa libre de riesgo se pretende un rendimiento que compense el riesgo que representa invertir en esta compañía. Para ello se agrega la prima de riesgo que representa el mercado, o sea, una cartera de compañías que actúan en el mismo ámbito que la compañía en cuestión. Ahora bien, dependiendo de la industria en la que actúe nuestra empresa y de su estructura de capital, la misma será más o menos riesgosa que el promedio del mercado. Esta diferencia se corrige con el β característico de nuestra empresa.

El β se establece para un periodo de tiempo y respecto de una cartera de activos particulares. Se representa con un número mayor a cero y es igual a uno cuando el activo en estudio mantiene una correlación perfecta con la mencionada cartera. Es decir, sus variaciones en valor a lo largo del tiempo son iguales a los del promedio de la cartera. Si el β asume valores menores a uno, significa que el activo es menos volátil en relación a la cartera. Sus variaciones, en promedio, son menores y su riesgo también. Si es mayor a uno, lo contrario. Como se mencionó anteriormente, la industria a la que pertenece la compañía puede ser un indicador de cómo será su β . Por ejemplo, la industria alimenticia suele ser menos volátil que la automotriz. En épocas de mercados alcistas, las empresas de la primera industria suben en valor menos que las de la segunda industria, y lo opuesto sucede en mercados a la baja. Otra razón es su estructura de capital, una empresa con mayor deuda será más riesgosa que una con menor apalancamiento, ambas dentro de la misma industria. Por ende, la primera tendrá un β mayor al de la menos endeudada.

1.2. Método del Venture Capital

El problema que enfrenta el método de Flujo de Fondos Descontados es cuando los mismos son negativos. Situación típicamente encontrada en *startups*, compañías en estadios muy tempranos, donde se necesitan inyecciones de capital durante los primeros años para mantener las operaciones diarias, realizar inversiones y expandir el negocio. Pero que prometen un gran crecimiento a futuro de sus ingresos. Aquí es donde invierten los fondos de *Venture Capital* y por eso deben realizar un análisis un tanto diferente al visto para compañías en estadios más avanzados.

En estas ocasiones, gran parte del valor de la compañía, sino todo, se encuentra en su valor terminal. Por eso este método hace foco en determinar el valor que tendrá la compañía al momento de la salida del inversor, sea de manera privada, mediante su venta a otra compañía, o haciéndola pública ofreciendo sus acciones en el mercado de capitales. Ese valor, el valor terminal, puede determinarse en función del flujo de fondos alcanzado, o de múltiplos financieros, en dicho momento. Estos múltiplos pueden obtenerse de compañías comparables tales como competidores que se encuentren cotizando públicamente o a partir de transacciones privadas de las cuales se tenga conocimiento.

Una vez obtenido el valor terminal al momento de la salida, el mismo debe llevarse a un valor presente para saber la magnitud del valor actual de la compañía objetivo. En este caso, en lugar de usar el WACC, el fondo de *Venture Capital* emplea una tasa de descuento bastante más alta y tiene que ver más con un deseo subjetivo de rendimiento anual, dado el riesgo afrontado, que con una tasa que representa con rigor el costo del capital. Algunos críticos del método la cuestionan de arbitraria y exagerada, dado que puede rondar entre 40% y 75% (Lerner & Willinge, 2011, pp. 7-8). Por otro lado, un fondo de VC argumentará los siguientes motivos para su empleo:

- Tratándose de compañías privadas, la compra/venta de sus acciones tiene una liquidez bastante más baja en relación a una compañía pública.

- Los fondos de VC también proveen servicios que contribuyen al valor final de la compañía en la que invierten. Estos pueden ser tales como asesoramiento estratégico, contacto con asesores especializados como abogados y estudios contables, acceso a futuras fuentes de financiación, respaldo, entre otros. Con todo esto, el inversor profesional espera ser retribuido en la tasa de retorno que obtendrá como resultado a su salida.
- Se argumenta que las proyecciones de los fundadores suelen ser exageradas y por demás optimistas, por ende, se busca compensarlas con una tasa de retorno alta.

Subyacente a todo esto se encuentra la noción de que el fondo de *Venture Capital* se enfrenta a oportunidades de inversión que, si bien cuentan con un gran potencial, traen consigo un gran riesgo, el cual se busca equiparar con un alto retorno.

Finalmente, en función del monto de la inversión a realizar, el fondo debe determinar qué porción del *equity* desea recibir a cambio. Esto ya es un análisis adicional a conocer el valor de la compañía e implica proyectar posibles diluciones de su participación a raíz de futuras rondas de inversión donde se sumarán nuevos accionistas.

1.3. Método de Comparables

En el método de comparables se buscan empresas similares, competidores de igual tamaño, que participan en los mismos mercados y cuyos valores se conocen. Generalmente serán compañías públicas, pero pueden existir casos de compañías privadas en los que se conozcan transacciones recientes y de donde pueda obtenerse información (Chaplinsky & Schill, 2009, pp. 13-16). En base a esto se determinan múltiplos de índole financiera, como ser a cuántos años de ganancias netas equivale el precio actual de la compañía. Esto sería el ratio Precio-Ganancias (*Price-Earnings* en inglés, o P/E). Cuanto más alto el P/E significa que se necesitan más años para repagar el precio pagado por la compañía, pero

también puede entenderse como que el mercado tiene expectativas de que las ganancias crezcan a futuro, haciendo que el P/E baje nuevamente a valores razonables. En consecuencia, teniendo dos compañías similares y sabiendo estos indicadores de cada una, podemos determinar cuál está relativamente más cara o barata respecto a la otra. O, alternativamente, queriendo determinar el valor de una compañía a partir de sus ganancias actuales, lograrlo a partir del múltiplo de una comparable e, incluso, a partir del promedio de varias.

Por supuesto que el ejercicio no es lineal dado que existen matices que hacen que el múltiplo de una compañía sea razonablemente mayor o menor a otras. Como ya se mencionó, las expectativas de crecimiento es una de las razones. La estructura de capital también puede influir: dado que las ganancias empleadas en determinar el múltiplo son luego del pago de intereses e impuestos, por lo tanto, una empresa más endeuda tendrá relativamente menos ganancias que otra con menor endeudamiento.

El mismo inconveniente para el método DCF se genera con éste en los casos de empresas con ganancias negativas, el uso del múltiplo P/E, por ejemplo, pierde sentido. En consecuencia, otros tipos de múltiplos cobran mayor relevancia, como ser los específicos de la industria a la que pertenece la compañía. Por ejemplo, para una telefónica puede determinarse un múltiplo en función de la cantidad de abonados, para un hotel su cantidad de habitaciones, para un centro comercial la superficie de renta.

En este capítulo se describieron tres métodos con los cuales puede valuarse un negocio. Cada uno de ellos nos dará un valor, no necesariamente los tres serán coincidentes y tampoco debe entenderse a cada uno de ellos como un valor específico. Dada la gran cantidad de variables involucradas, debe entenderse que habrá un entorno de valores alrededor del resultado obtenido que corresponderán a una valoración justa.

CAPÍTULO 2 – Modelo de Negocios de WeWork

En este capítulo se describirá cuál es la propuesta de valor de WeWork y cómo la monetiza. Pero primero, para entender el contexto y por qué resulta como algo novedoso, si acaso lo es, se describirá el negocio inmobiliario comercial tradicional junto con la alternativa, relativamente reciente, del *co-working*.

2.1. Negocio inmobiliario comercial

El negocio inmobiliario denominado comercial implica a todas las propiedades relacionadas a actividades lucrativas y que no implican la vivienda (Chen, 2020). Estas pueden clasificarse en cuatro grandes grupos: espacios de oficinas, para uso industrial, para alquiler de vivienda multifamiliar y locales comerciales. Para aclarar lo establecido al principio respecto de la vivienda, poseer un edificio completo para alquilar múltiples viviendas se considera una actividad comercial para el propietario y por eso su distinción respecto al hecho de poseer una sola vivienda o viviendas aisladas para su alquiler. Esta actividad puede que no sea usual en Argentina, pero sí se da en otros países.

Para especificar ejemplos dentro de la clasificación enumerada, tenemos:

- Espacio de oficinas: desde una oficina individual hasta un edificio completo dedicado al alquiler de pisos para oficinas.
- Uso industrial: galpones, parques industriales.
- Vivienda multifamiliar: edificio completo con unidades de vivienda para renta.
- Locales comerciales (*retail*): puede ser desde un único local, una galería comercial en alguna arteria principal de la ciudad o un centro comercial con decenas de locales comerciales junto con otras actividades.

En algunos casos es posible encontrar emprendimientos clasificados como “de usos mixtos”, donde se encuentran todos los tipos de la clasificación, excepto el industrial,

buscando sinergias en su uso y donde los usuarios puedan satisfacer todas sus necesidades (de vivienda, trabajo, compras, entretenimiento) en un solo lugar.

El *real estate* comercial se trata de un negocio que demanda gran cantidad de capital para invertir y cierta sofisticación de parte del inversor para operarlo. Es por esto que suelen encontrarse, invirtiendo en estos vehículos, personas de gran patrimonio, empresas o fondos de inversión dedicados a este fin específico. El ingreso de dinero se genera a través de la renta de los espacios generados y, eventualmente, a partir de la revalorización de los mismos al momento de su venta.

Respecto a la inversión en este negocio a través de fondos, en Argentina existen los fideicomisos financieros creados para este destino o, más recientemente, los fondos comunes de inversión cerrados con fines inmobiliarios. Esta metodología se encuentra mucho más desarrollada en el resto del mundo con fondos denominados REITs (*Real Estate Investment Trust*) en los países de habla inglesa o las FIBRAS (Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces) en México.

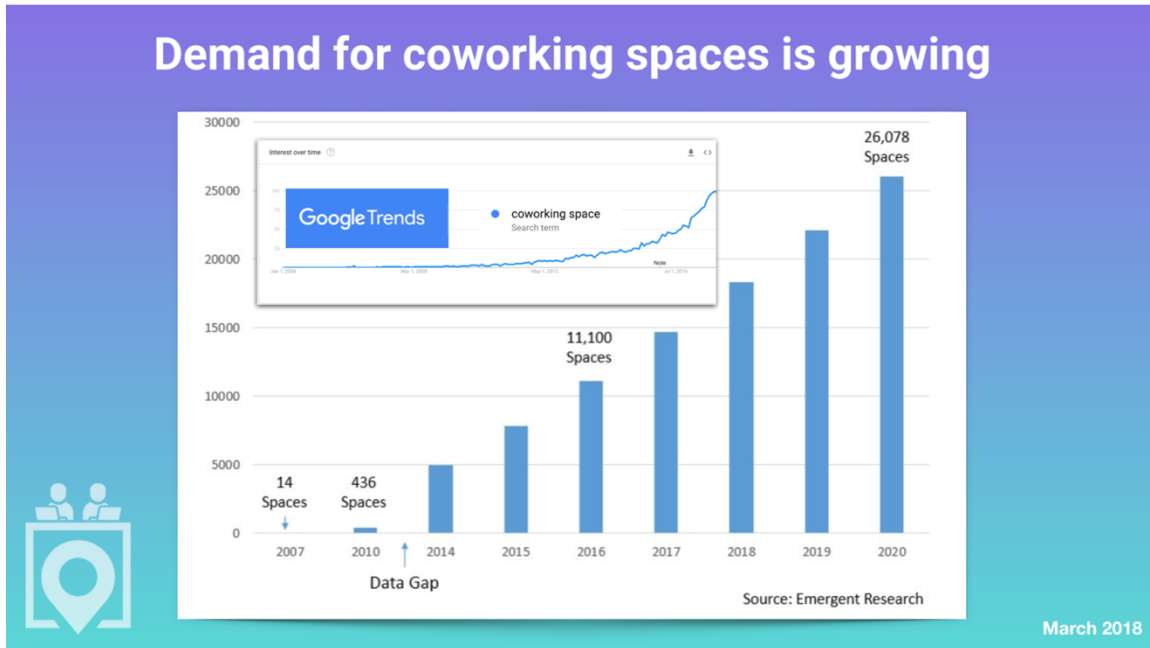
Para concentrarnos en los espacios de oficina, sector al que pertenece la compañía de estudio de este trabajo, consiste en adquirir o construir un edificio de oficinas y luego alquilar sus espacios a empresas para generar un ingreso recurrente de manera mensual. La dinámica del negocio establece que cuanto mayores las superficies a alquilar, mayores son los plazos de contrato (hasta de diez años). Esto es de interés para el inquilino dado que así congela el precio del alquiler por mayor tiempo, estableciendo las actualizaciones de la tarifa el primer día, sin verse afectadas por los vaivenes económicos durante la duración del contrato. Por otro lado, también es de interés para el propietario tener contratos largos dado que, de esta manera, reduce su costo de reacondicionar los espacios según el tipo o las necesidades de cada nuevo cliente. Esto se evidencia particularmente en el caso de alquiler de locales comerciales: no es lo mismo alquilar el mismo a un restaurant que a un estudio de danza. Ambos inquilinos tendrán necesidades diferentes en relación a las instalaciones que el propietario deberá proveer.

Respecto al tipo de contrato, el valor del alquiler puede incluir o no ciertas expensas, tales como impuestos a la propiedad, seguros, mantenimiento. Al mismo tiempo, puede negociarse al principio del contrato un reintegro, por parte del propietario, de los gastos de acondicionamiento del piso/oficina. Originalmente esta inversión la hará el inquilino, quien luego rendirá los gastos incurridos al propietario para que sean descontados de los primeros meses del contrato.

2.2. Co-working

El concepto de *co-working* es una alternativa al alquiler tradicional de oficinas que nació en San Francisco, EE.UU., en el año 2005 de la mano de Brad Neuberg. Actualmente, más de 15 años después, es un fenómeno global con un crecimiento anual del 24,2% (CoWorker, 2018). Se espera que, para el año 2022, 5,1 millones de personas recurran a esta opción para resolver su necesidad de lugar de trabajo en más de 30 mil espacios de coworking alrededor del mundo. En la Ilustración 1 se puede observar el crecimiento que ha tenido, en cantidad de puestos de trabajo disponibles, desde su creación en 2007.

Ilustración 1 - Evolución de espacios de co-working



Fuente: (CoWorker, 2018)

El co-working representa la intersección entre real estate, tecnología y comunidad y está moldeando la forma en la que trabajaremos en el futuro.

Al contrario del modelo tradicional de alquiler de oficinas, se trata de puestos de trabajo individuales que pueden alquilarse por muy corto plazo, como ser un mes. De esta manera, una persona logra compartir los costos de mantener una oficina con otros inquilinos. Estos inquilinos suelen ser, y principalmente lo eran en los inicios del co-working, emprendedores y *freelancers*. Los primeros, dada la imprevisibilidad del negocio que están comenzando, se benefician por contar con una gran flexibilidad en su estructura de costos fijos. Pueden agregar o eliminar puestos de trabajo libremente sin un impacto mayor al directamente relacionado. Tampoco tienen la obligación de comprometerse a plazos de alquiler largos. Por el lado de los *freelancers*, de igual manera, cuentan con la

libertad de trabajar desde donde lo deseen en el momento que les convenga. Incluso se produce un uso más eficiente de los espacios dado que, grandes superficies como ser las salas de reuniones, son compartidas entre negocios independientes reduciendo de esta manera los tiempos ociosos. Otros beneficios atractivos del co-working es que permite a uno enfocarse en su negocio, dado que todo lo relativo al mantenimiento de la oficina, reposición de insumos, pago de cuentas, entre otros, corren por cuenta del operador de la oficina. También son lugares que fomentan el *networking* y la creación de comunidad a partir de la dinámica propia de trabajo y de la producción de eventos con estos fines.

A continuación, “ver Ilustración 2”, se muestra una propuesta típica de servicios ofrecidos por un espacio de *co-working*. Luego, “ver Ilustraciones 3 y 4”, se observan un ejemplo del aspecto de un *co-working*, con muebles de diseño, mesas compartidas, una cafetería y demás aspectos que lo convierten en un lugar agradable; y una planta típica con la organización de los espacios de trabajo y salas de reuniones.

Ilustración 2 - Ejemplo de servicios propuestos por un co-working



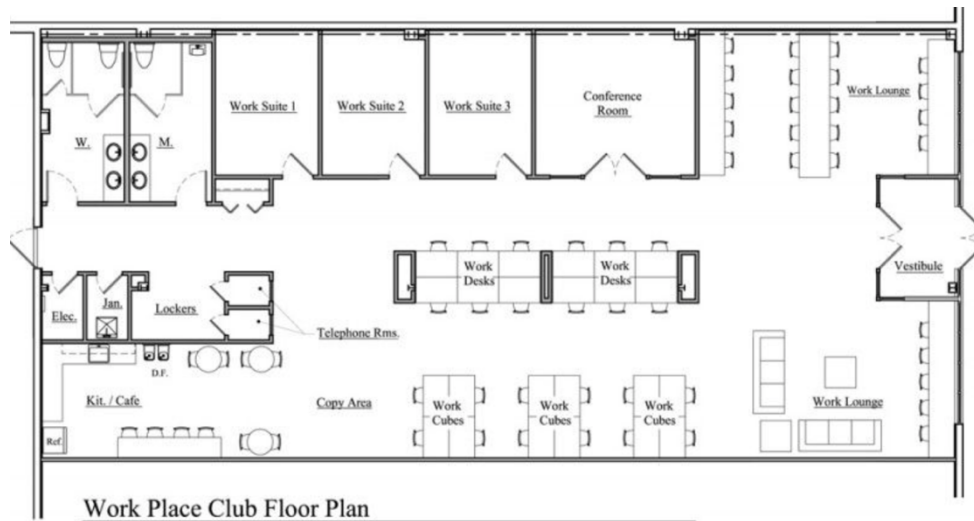
Fuente: (Huerta Coworking, 2021)

Ilustración 3 - Aspecto de un espacio de co-working



Fuente: (Regus, 2021)

Ilustración 4 - Planta típica de un espacio de co-working



Fuente: (NCHW, 2018)

Dicho esto, los *co-working* están vistos como el espacio ideal para emprender. Incluso grandes empresas hoy consagradas han tenido sus inicios en este tipo de oficinas, como ser Uber, Instagram o Indiegogo. No obstante, el abanico de clientes se está ampliando más allá de *startups* o unipersonales. Cada vez más empresas medianas y grandes están eligiendo estos espacios por todas las ventajas que ofrecen.

Típicamente, el operador de un espacio de *co-working* es propietario o alquila una gran superficie destinada a oficina, idealmente en un lugar céntrico y con fácil acceso. Luego realiza una inversión para equipar el lugar con mobiliario, equipos de oficina como impresoras, creación de un espacio de cocina completo, entre otros. Finalmente se abre el lugar subalquilando cada espacio de trabajo individual. La modalidad suele ser mediante una membresía mensual que incluye el puesto de trabajo, cierta cantidad de horas para usar las salas de reuniones y los consumibles con los que se cuente en la cocina (café, frutas, agua, y demás). Las membresías pueden ser para ocupar un lugar en una mesa compartida algunos pocos días en la semana, un mismo lugar fijo durante todo el mes o, incluso, un box privado con acceso restringido donde el inquilino puede dejar sus pertenencias con seguridad. En la Ilustración 5 se representa un ejemplo de esto. En resumen, la oferta de espacios es muy amplia y apuntando a una plena flexibilidad. Incluso hay propuestas en las que solamente se ofrecen salas de reuniones donde un equipo que trabaja de manera remota puede sostener una reunión puntual o, también, un *freelancer* pueda contar con un lugar apropiado para reunirse con sus clientes cuando lo necesite.

Ilustración 5 - Ejemplo de paquetes y precios ofrecidos

TARIFAS		
Paga solo por lo que realmente necesitas		
<i>*Todas nuestras tarifas no incluyen IVA.</i>		
FIX	FLEX	OPEN CORPORATE
<p>€ 235*</p> <p><i>L-V de 8 a 21h</i></p> <hr/> <p>Precio por persona</p> <hr/> <p>Espacio fijo</p> <hr/> <p>4h – salas reunión/mes</p>	<p>€ 185*</p> <p><i>L-V de 8 a 21h</i></p> <hr/> <p>Precio por persona</p> <hr/> <p>Espacio flexible</p> <hr/> <p>3h – salas reunión/mes</p>	<p>€ 605*</p> <p><i>L-V de 8 a 21h</i></p> <hr/> <p>Precio para 4 personas (mínimo)</p> <hr/> <p>Espacio fijo</p> <hr/> <p>15 h – salas reunión/mes</p>
RESERVAR	RESERVAR	RESERVAR

Fuente: (CREC CoWorking, 2021)

2.3. La Compañía WeWork

2.3.1. Descripción general

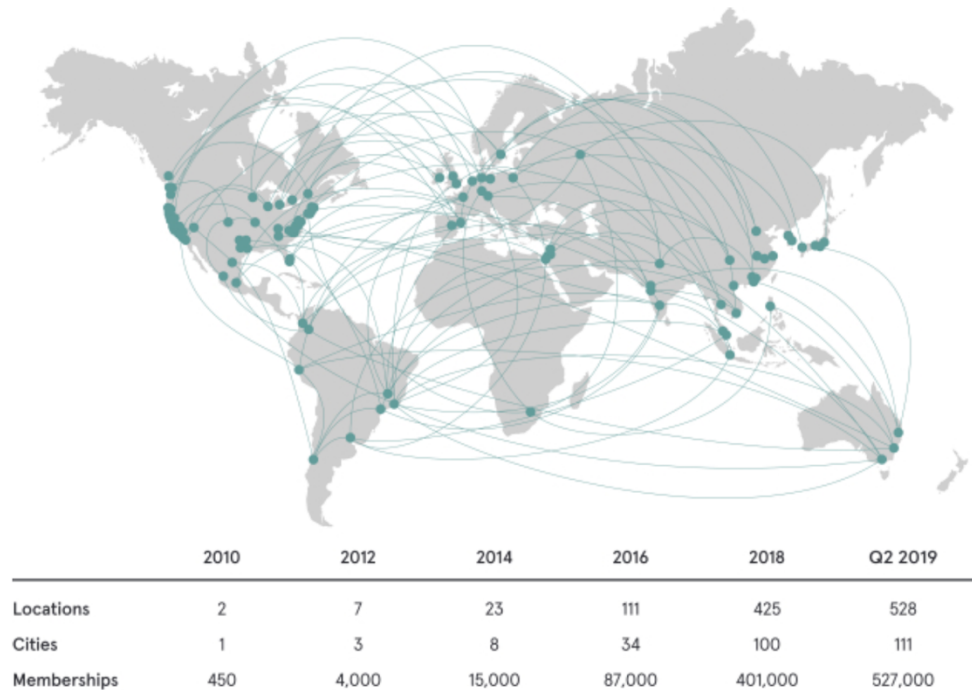
WeWork es fundada en el año 2010 por Adam Neumann y Miguel McKelvey luego de vender su primer emprendimiento de *co-working* en Nueva York, Green Desk. Su primer espacio fue ubicado en el barrio de SoHo, también en Nueva York. Los fundadores relatan que vieron la oportunidad luego de la crisis financiera del 2008 al encontrar que había muchos pisos de oficina vacantes y muchas personas comenzando nuevos emprendimientos (Sheftell, 2011). En la intersección de estos dos aspectos surge WeWork, brindando como propuesta de valor la comunidad que potencia a los emprendedores.

Se expandieron a otras ciudades de EE.UU. como San Francisco, Boston, Los Ángeles y Seattle. En 2014 lo hicieron internacionalmente, abriendo en Londres y Tel

Aviv. Más adelante en Shanghái y Ciudad de México (WeWork, 2019), “ver Ilustración 6”. A partir de este crecimiento, detectan que los empleados de organizaciones de cualquier tamaño pueden beneficiarse de estos tres pilares: comunidad, flexibilidad y eficiencia de costos. Entonces, en 2016 pivotan su foco a un espectro más amplio de clientes, principalmente los corporativos. Cada individuo en la base de clientes de WeWork es denominado “miembro” dado que accede al servicio a través de una membresía.

Ilustración 6 - Evolución de WeWork desde su fundación

Our Global Platform



Over 50%
of our members are outside of the United States

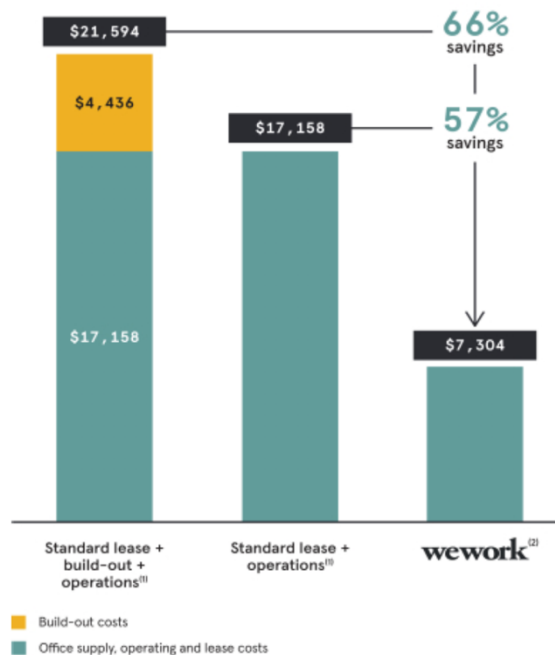
Fuente: (WeWork, 2019, p. 7)

2.3.2. Propuesta de Valor

Como ya se mencionó para el modelo de negocio de *co-working*, esta modalidad ofrece una reducción del costo de establecer un puesto de trabajo. WeWork declara en su prospecto que, en promedio para las 10 ciudades más representativas de sus mercados objetivo alrededor del mundo, ofrecen una reducción en el costo final de establecer un puesto de trabajo de entre 57 y 66%, “ver Ilustración 7”, respecto a la alternativa tradicional de armar una oficina:

Ilustración 7 - Ahorro respecto de oficina tradicional

Cost Per Employee: WeWork Versus Standard Lease



Fuente: (WeWork, 2019, p. 8)

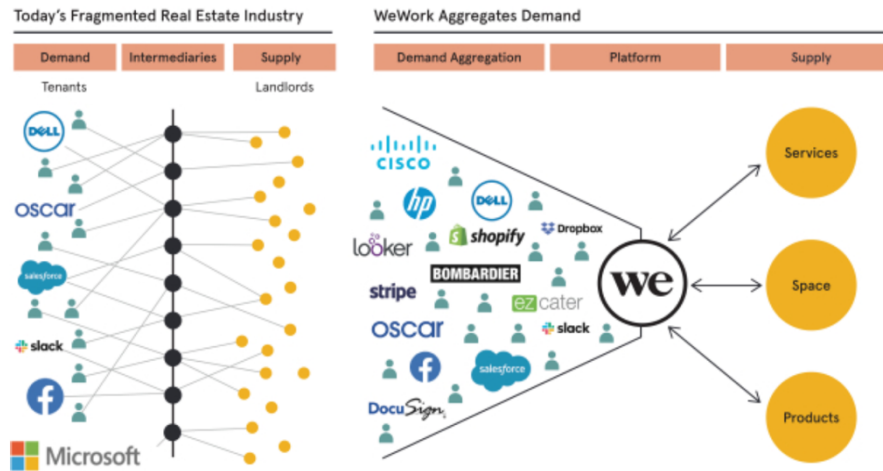
Dentro de la propuesta de valor específica de WeWork, ofrecen el soporte a sus miembros a través de un “equipo de comunidad” quienes, además de operar los espacios, crean una relación cercana y familiar con los mismos, logrando entender sus necesidades

profesionales y personales para poder ayudarlos a conectarse y potenciarse entre ellos. Esto se logra a través de organizar eventos y experiencias, recomendar servicios y, literalmente, presentarlos entre ellos para fomentar el *networking* entre los miembros de WeWork.

Otro aspecto transversal en la operación de WeWork es el empleo de la tecnología. Para agregar valor a sus miembros, WeWork ofrece una aplicación móvil que les permite de manera fácil reservar espacios de trabajo y salas de reuniones, conectarse directamente con otros miembros en búsqueda de asesoramiento o servicios, y descubrir nuevos eventos y actividades. Esto, sumado a un algoritmo detrás de la aplicación y a la gran cantidad de eventos que se realizan (un promedio superior a 2.500 por semana en el 2019), logra obtener una gran cantidad de datos que permite descubrir los temas de interés para cada miembro y así retroalimentar el servicio que se les brinda, generando una experiencia aun mejor.

Sumado a lo anterior, dada la escala de su plataforma global, WeWork es capaz de agregar demanda, “ver Ilustración 8”, y ubicar a cada individuo o compañía con el espacio de trabajo ideal, en el momento preciso y a un buen precio. Gracias a que lograron este rol de agregador de demanda, WeWork declara que son capaces de expandirse a las ciudades y a la velocidad que deseen.

Ilustración 8 - WeWork como agregador de demanda



Fuente: (WeWork, 2019, p. 11)

2.3.3. Tamaño del mercado objetivo

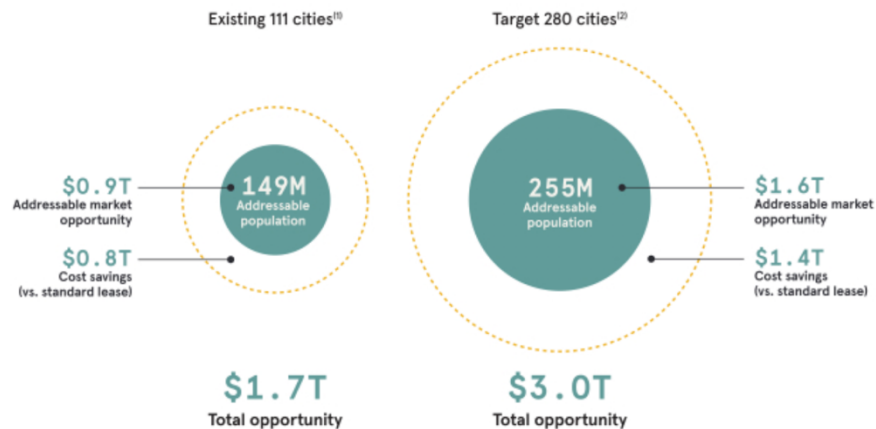
Respecto al tamaño de la oportunidad de negocio, WeWork establece que, en las 111 ciudades en las que tenía presencia al momento, hay un total de 149 millones de trabajadores que son potenciales miembros. Llegan a este número a través de estadísticas de organismos oficiales y abarcan el espectro más amplio de trabajadores de oficina, tanto privados o públicos y del sector que sea, dada la flexibilidad y capacidad de adaptarse a las necesidades de cualquier cliente. Como prueba de que esto es posible se apoyan en su actual base de clientes tan diversa a la que ya le ofrecen una variedad de servicios y soluciones que se adaptan a cada necesidad.

Además de estas 111 ciudades actuales donde puede sumar nuevas oficinas para terminar de absorber toda la demanda potencial, tienen detectadas otras 169 ciudades alrededor del mundo con interés estratégico para ampliar y enriquecer su portfolio de propiedades. Siguiendo la misma línea de pensamiento respecto a los clientes potenciales, el total de 280 ciudades representa un mercado objetivo de 255 millones de personas. En

términos de dinero, aplicando el ingreso percibido en promedio alrededor del mundo por cada miembro, los valores totales de mercado son de 945B USD para las 111 ciudades actuales y de 1.600B USD para el total de las ciudades objetivo.

Por otro lado, según estudios de CBRE Group y de Cushman & Wakefield, en 155 ciudades del mundo donde WeWork tiene oficinas, o interés de tenerlas, los empleadores gastan un promedio anual de 11.700 USD por empleado en costos de ocupación de oficinas. Aplicando este valor al total de clientes potenciales en las ciudades actuales, esto implica un valor total de 1.700B USD que los empleadores están dispuestos a pagar y de donde WeWork puede capturar valor por encima de lo deducido en los párrafos anteriores. Este mismo valor, para el total de las 280 ciudades que son de interés para WeWork alrededor del mundo, se convierte en una oportunidad de 3 trillones de dólares, “ver Ilustración 9”.

Ilustración 9 - Tamaño de la oportunidad de WeWork



Fuente: (WeWork, 2019, p. 12)

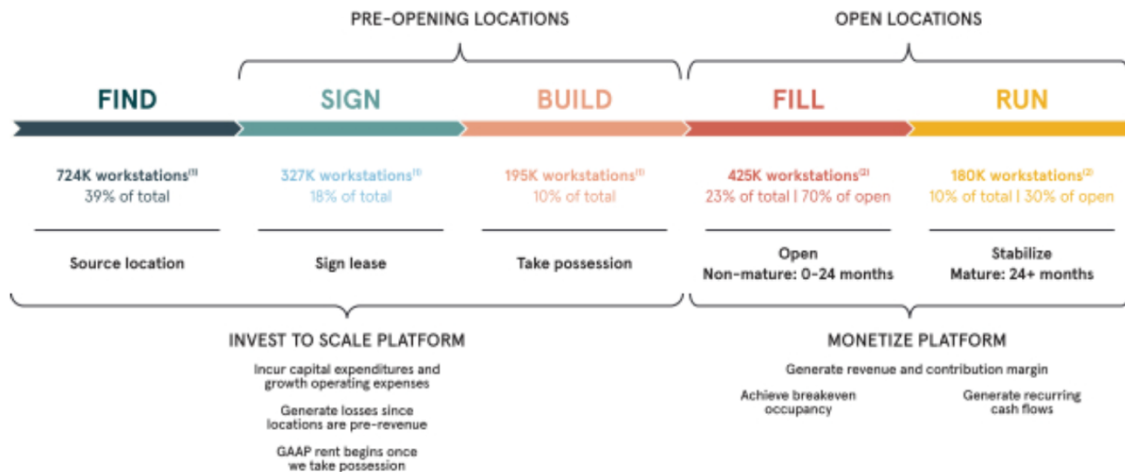
2.3.4. Modelo de Negocios

WeWork monetiza sus servicios principalmente a través del cobro de membresías. Esto representó el 83% de sus ingresos durante la primera mitad del 2019, según informan en su prospecto presentado para el IPO. Otro 5% provino de la venta de servicios

adicionales adquiridos por sus miembros, como ser horas extra para el uso de salas de reuniones, créditos para impresiones o comisiones cobradas sobre la venta de productos ofrecidos por socios comerciales de WeWork. Finalmente, un 12% de los ingresos se generaron por otros productos y servicios ofrecidos dentro del portfolio de We Company. Este último ítem de ingresos es visto por WeWork como una herramienta para profundizar su relación con los miembros, generar su retención en el largo plazo y atraer otros socios que puedan ofrecer sus productos y servicios a la amplia base de clientes con la que cuentan y así seguir alimentando este círculo virtuoso.

El ciclo de vida de una locación típica de WeWork está compuesto por cinco etapas, “ver Ilustración 10”. No es hasta la última de ellas que se logra un flujo de fondos positivo.

Ilustración 10 - Ciclo de vida típico



Fuente: (WeWork, 2019, p. 83)

A continuación, se describe cada una de estas cinco etapas:

FIND:

- Se consideran las propiedades para las cuales se ha intercambiado, con el propietario, una carta de intención o un borrador del contrato de alquiler.

- El equipo de *real estate* es el responsable de investigar el mercado para encontrar nuevas oportunidades que cuadren con los criterios de inversión de WeWork.
- Se ha incurrido en gastos de crecimiento y desarrollo de nuevos mercados, sin generar ingresos aún.
- En esta etapa se encontraban, a mediados de 2019, poco más de 3,7 millones de metros cuadrados. Esto representa, para los estándares de WeWork, unos 724 mil puestos de trabajos que podrían añadirse al portfolio de locaciones.

SIGN:

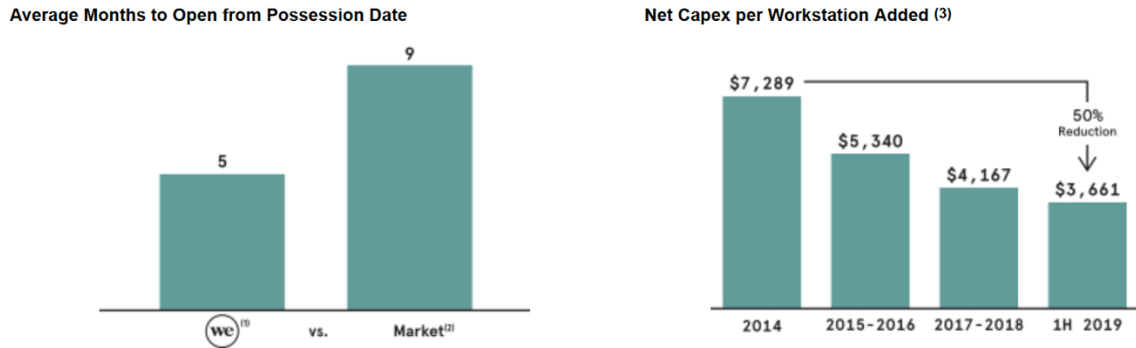
- Propiedades para las cuales ya se han firmado los contratos de alquiler. Pero aun no toman posesión de la propiedad.
- Los contratos suelen incluir un periodo inicial en el que no se paga alquiler para permitir los trabajos de acondicionamiento de la superficie. Adicionalmente, suele acordarse lo que, en EE.UU., se conoce como “*tenant improvement allowances*”. Esto significa que todos o parte de los gastos de acondicionamiento del espacio son reintegrados por el propietario a través de reducciones del alquiler durante los primeros meses del contrato.
- Estos espacios aun no representan inversiones de capital, solamente gastos de “crecimiento y desarrollo de nuevos mercados” por parte del equipo de *real estate*.
- WeWork informa que, a medida que se expanden, buscan contratos más eficientes, inclinándose hacia contratos de alquiler participativos. Esto implica que los gastos de acondicionamiento corren por cuenta del propietario en un 100% y el alquiler se paga en función de los ingresos generados por la propiedad y no como un valor fijo.
- Otra variante de lo anterior, como se está haciendo en India, es que el propietario sea responsable absoluto del espacio y de su acondicionamiento, según las especificaciones de WeWork, quienes solamente se ocupan de administrar el lugar y cobrar un *fee* fijo por esta tarea.

- WeWork sostiene que esta manera de ser eficientes con el empleo del capital es una habilidad clave para su crecimiento sustentable.

BUILD:

- Esta etapa se inicia con la toma de posesión de la propiedad.
- Aun no se generan ingresos. En cambio, la mayor parte de la inversión en capital es realizada para acondicionar el lugar.
- Además, se siguen haciendo gastos de “crecimiento y desarrollo de mercado” a través del equipo de diseño.
- Comienzan los gastos en “ventas y marketing” para crear una base de miembros previo a la inauguración de la oficina.
- WeWork informa que antes de esta etapa ya comienza a trabajar con todos los profesionales intervinientes (ingenieros, arquitectos, decoradores de interiores, diseñadores) para preparar el diseño de la planta de oficina de la manera más eficiente, tanto desde el lado de la construcción como de su mantenimiento.
- WeWork sostiene que, con toda la experiencia adquirida, han logrado reducir significativamente los tiempos de esta etapa a un plazo de entre 4 y 6 meses. Además, desde 2015 están implementando varias iniciativas orientadas a reducir la inversión de CapEx, como son generar una red de proveedores global, agruparse en ciudad para aprovechar las economías de escala e integrar verticalmente ciertas funciones del proceso. “Ver Ilustración 11”.

Ilustración 11 - Métricas de la etapa BUILD



Fuente: (WeWork, 2019, p. 87)

- Se hace la aclaración que, en cumplimiento con las GAAP (sigla en inglés para “principios de contabilidad generalmente aceptados”), el estado de resultados debe registrar el pago de los alquileres a partir de la toma de posesión a pesar de que el contrato de alquiler pueda considerar varios meses de condonación de la renta. Esto genera que, en la realidad, el flujo de caja sea mayor al reflejado contablemente.

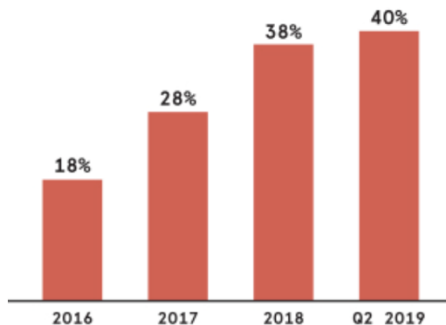
FILL:

- Inicia con la apertura de la oficina y se comienza a generar ingresos.
- En un plazo de hasta dos años, la operación entra en régimen. Para entonces, la totalidad de los espacios de la propiedad han sido inaugurados y la cantidad de miembros alcanzó un nivel estable.
- Se comienza a generar contribución marginal una vez que el nivel de ocupación de *breakeven* es alcanzado.
- Se reciben los reintegros acordados con el propietario por los gastos incurridos en el acondicionamiento del espacio.
- En esta etapa, el foco de WeWork es lograr la optimización del uso del espacio disponible y hacer crecer la venta de membresías.

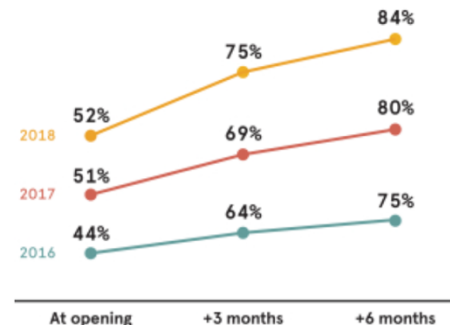
- WeWork concluye que, últimamente, su equipo de marketing y ventas se ha vuelto más eficiente en llenar las nuevas oficinas gracias a poner el foco en grandes compañías para captar nuevos clientes, “ver Ilustración 12”, puesto que éstas suelen cerrar contratos por plazos más largos. Dado que estas empresas suelen canalizar sus necesidades de espacio a través de agentes inmobiliarios y que WeWork espera seguir aumentando la proporción de este tipo de cliente dentro del total, sería lógico ver que los gastos de “marketing y ventas” vayan aumentando debido a las comisiones que deben pagarse a los agentes inmobiliarios mencionados. A su vez, WeWork tiene como estrategia el empleo de descuentos en sus membresías para ayudar a empujar la ocupación inicial y la elección de plazos más largos para los contratos.

Ilustración 12 - Métricas de la etapa FILL

Enterprise Membership Percentage



Occupancy by Year of Location Opening



Fuente: (WeWork, 2019, p. 88)

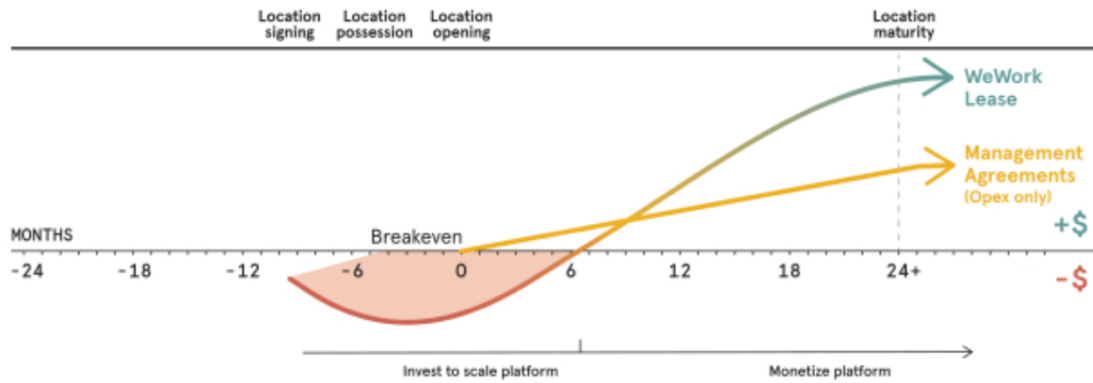
RUN:

- Comprende todas las oficinas con más de 24 meses de inauguradas, las cuales ya suelen contar con una cantidad de miembros estable. El nivel de ocupación a la fecha del prospecto era de un promedio del 89% luego de 18 meses, manteniéndose también después de los dos años.

- Se encuentran generando ingresos, contribución marginal y un flujo de fondos recurrente.
- Los gastos en inversiones de capital se encuentran al mínimo, debiéndose solamente a renovaciones de espacios.
- Los gastos de mantenimiento y reparación se consideran como gastos de operación del lugar.
- El manejo comercial pasa de estar en manos de un equipo centralizado a uno local, comprendido por un “equipo de comunidad” que es liderado por un responsable de ventas. El foco de este equipo es la retención de los clientes a través de generar una experiencia positiva. Esto, junto al manejo eficiente del espacio, es clave para el éxito de la operación.

Como resumen de las diferentes etapas a continuación se muestra un gráfico, “ver Ilustración 13”, que refleja, a lo largo del tiempo, el flujo de fondos acumulado para una propiedad. En amarillo se observa la variante de *Management Agreement* descrito anteriormente para el caso de India, por ejemplo.

Ilustración 13 - Flujo de fondos acumulado típico



Fuente: (WeWork, 2019, p. 84)

Con este capítulo, entonces, se ha explicado de qué consta el negocio de WeWork, cómo genera ingresos, para qué necesita realizar inversiones, qué lo diferencia de su competencia y cuáles son sus planes de expansión.

METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

Se utilizó una metodología cuantitativa, con bases de datos primarias aplicadas a un estudio de caso único: WeWork. Se busca explicar, desde un punto de vista en particular, el “por qué” del resultado narrado al comienzo de esta tesis. De esta manera, se parte de plantear el suceso observado: el fallido intento de salida al mercado por parte de WeWork; y de enunciar ciertos aspectos que, *prima facie*, indicarían cuáles podrían haber sido las razones de tal desenlace.

Acto seguido, se desarrolla el marco teórico. Primero con el enunciado de la teoría que sustentará el análisis a realizar y, luego, con una descripción del sujeto de estudio.

Finalmente, se conjugan ambos, la teoría y el modelo de negocios empleado por la compañía, junto con los datos observados al momento de los hechos, para poder realizar el análisis correspondiente y obtener las conclusiones del caso. Este mismo trabajo busca emular aquél realizado por el mercado en su momento para que el resultado sea el que es de conocimiento por todos.

De esta forma, las conclusiones de esta tesis nos ayudarán a explicar qué fue lo sucedido a mediados del año 2019 para que WeWork no pudiera comenzar con su cotización pública.

CAPÍTULO 3 – Valuación de WeWork

En el presente capítulo se realizará, a través de los diferentes métodos enumerados en el Capítulo 1, la valuación de WeWork como compañía para poder compararlo con la valuación pretendida al momento del IPO.

Para poder hacer esto se trabajará sobre los estados contables presentados por WeWork en su Formulario S-1 presentado ante la SEC (*Securities and Exchange Commission*, ente regulador del mercado de capitales en EE.UU.) para solicitar la cotización pública. Además, para ayudar con las proyecciones a futuro y poder realizar la valuación por comparables, se seleccionaron tres compañías que ya cotizan en bolsa y que son competidores de WeWork.

La primera compañía comparable es Regus, la única proveedora de espacios de *co-working* que cotiza públicamente. Originalmente fundada en Bruselas en 1989, nació con la idea de proveer espacios de oficina flexibles. En cinco años ya estaba expandiéndose internacionalmente, abriendo centros de negocios en San Pablo y Beijing. Finalmente, en el año 2000, comenzó a cotizar públicamente en el *London Stock Exchange*. Desde entonces, a través de agregar nuevas variantes a su propuesta de valor, Regus evolucionó a lo que, desde el año 2016, es International Workplace Group (IWG Plc., LSE: IWG). IWG es un grupo de quince compañías con eje en la provisión de espacios de trabajo flexibles, siendo Regus una de ellas. Tiene presencia en todo el mundo, con más de 3.300 ubicaciones estando casi el 80% de ellas distribuidas, en partes iguales, entre América y EMEA (Europa, Medio Oriente y África). Podría decirse que, luego de 30 años en el mercado, Regus es el modelo a seguir para WeWork.

La segunda compañía elegida es Boston Properties (NYSE: BXP), fundada en 1970 y pública desde 1997. Si bien tiene presencia sólo en EE.UU., se trata del mayor desarrollador que cotiza públicamente y cuyo foco es el desarrollo, propiedad y operación

de oficinas Clase A. Sus ubicaciones se concentran en cinco regiones del país: Boston, Nueva York, Washington D.C., Los Ángeles y San Francisco. Boston Properties se encuentra integrada verticalmente y se ocupa desde el desarrollo de la tierra hasta atender las necesidades de sus inquilinos, pasando por la gerencia de la construcción. Las oficinas Clase A son el tope de gama en la oferta de espacios de trabajo y adquieren esta distinción por destacarse en la calidad de la construcción, tratándose de edificios modernos y con arquitectura de vanguardia; su ubicación privilegiada les brinda fáciles accesos y son administrados por operadores especializados. Esto redonda en tarifas de alquiler altas e inquilinos de calidad y con solvencia.

Finalmente, la tercera compañía es Brookfield Office Properties (TSX: BPO.PRN), subsidiaria de Brookfield Property Partners L.P. (Nasdaq: BPY). Es una compañía multinacional de *real estate* comercial, siendo BPO la unidad de negocios dedicada a la operación de oficinas Clase A. Cuenta con casi 100 años de existencia y alcance mundial en la gestión de diversos activos en el ámbito del *real estate* comercial. Brookfield es propietaria de complejos de oficinas emblemáticos como, entre otros, Brookfield Place en Lower Manhattan, Nueva York; Canary Wharf, en Londres; y Potsdamer Platz en Berlín.

A continuación, “ver Ilustración 14”, se observa un cuadro comparativo de diferentes métricas entre WeWork y el resto de las compañías mencionadas.

Ilustración 14 - Tabla comparativa

	Presencia	Ciudades	Locaciones	Superficie (MM m2)	Clientes (MM)	Empleados	Ingresos '19 (MM USD)
WeWork	Mundial	111	528	4,19	0,53	12.500	3.672
Regus	Mundial	1.100	3.388	5,83	2,50	12.000	3.523
Boston Prop.	EE.UU.	5	196	4,85	N/A	760	2.898
Brookfield	Mundial	31	134	8,77	N/A	2.264	8.203

Fuente: Elaboración propia a partir de reportes financieros del año 2019

De esta tabla resumen se evidencian dos modelos de negocio diferentes, aunque las cuatro se dediquen a lo mismo. El primero es el propio de WeWork y Regus, donde se ve una gran atomización respecto a las ciudades y locaciones en las que están presentes con, consecuentemente, una baja superficie en cada una de ellas. Al mismo tiempo, la dotación de personal es elevada. El segundo grupo es el de los jugadores más tradicionales dentro del mercado de oficinas, con mucha superficie concentrada en menos locaciones (esto corresponde a que son propietarios de complejos de oficinas en lugar de un solo piso, por ejemplo). Además, su negocio se resuelve con una cantidad bastante menor de empleados.

3.1. Valuación por DCF

Para comenzar a realizar el análisis DCF de WeWork, como se dijo, se considerarán los estados contables de los últimos años. Los mismos se presentan en detalle en el Anexo 1 y, en las páginas siguientes se verán de manera condensada para simplificar. Se cuenta con informes auditados para los años 2016 a 2018. Para el año 2019 se provee un reporte con corte a fines de junio, sin auditar. Para poder realizar el ejercicio, se proyecta hacia el final del año 2019 manteniendo la tendencia de los anteriores. Luego, se proyectará el flujo de fondos hasta completar los 10 años manejando algunas métricas clave.

Entonces, en primer lugar, “ver Ilustración 15”, se presentan los estados contables de manera condensada. Luego, “ver Ilustración 16”, se presenta el flujo de fondos proyectados a partir de la información previa y con ciertas consideraciones que son explicadas a continuación.

Ilustración 15 - Estados condensados

Estados Condensados	AUDITADO			PROYECTADO
	Al 31 de diciembre,			
<i>(Valores en miles de US\$)</i>	2016	2017	2018	2019
Estado de resultados				
Ingresos	436.099	886.004	1.821.751	3.672.688
Costo de mercadería vendida	(433.167)	(816.459)	(1.627.917)	(3.155.299)
Ingresos netos	2.932	69.545	193.834	517.389
Costos administrativos y de ventas	(310.254)	(838.487)	(1.571.319)	(3.359.431)
EBITDA	(307.322)	(768.942)	(1.377.485)	(2.842.042)
Depreciación & Amort.	(88.952)	(162.892)	(313.514)	(583.881)
Ingreso (pérdida) operativo	(396.274)	(931.834)	(1.690.999)	(3.425.923)
Intereses	(9.874)	(5.928)	(146.034)	(394.831)
Otros ingresos (gastos)	(23.526)	(1.459)	(91.236)	530.702
Beneficio antes de impuestos	(429.674)	(939.221)	(1.928.269)	(3.290.052)
Impuestos (crédito fiscal)	16	(5.727)	(850)	(1.450)
Beneficio (pérdida) neto	(429.690)	(933.494)	(1.927.419)	(3.288.602)
Balance				
Efectivo		2.020.805	1.744.209	2.473.070
Capital de trabajo		(244.296)	(889.219)	(2.043.896)
Activos fijos (bruto)		2.629.156	4.940.279	7.533.836
Depreciación acumulada		(292.064)	(571.507)	(804.409)
Activos fijos (neto)		2.337.092	4.368.772	6.729.427
Otros activos		599.884	1.812.066	17.285.485
Total activos	N/A	4.713.485	7.035.828	24.444.086
Total deuda	N/A	6.015.936	9.494.404	20.487.207
Patrimonio neto	N/A	(1.302.451)	(2.458.576)	3.956.879
Otra información				
Inversiones en capital (Capex)	N/A	N/A	2.311.123	2.593.557
Deuda/Equity (D/E)	N/A	N/A	N/A	518%
Costo deuda promedio	N/A	N/A	N/A	7,54%

Fuente: Elaboración propia a partir del informe S-1 de WeWork, (WeWork, 2019).

Ilustración 16 - Flujo de fondos proyectado
DCFF WeWork - 10 AÑOS

(US\$ en millones)	Histórico			Proyectado			
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
				1	2	3	4
Ingresos	\$436	\$886	\$1.822	\$3.673	\$6.611	\$9.916	\$14.874
% Crecimiento anual	N/A	103%	106%	102%	80,0%	50,0%	50,0%
EBITDA	(\$307)	(\$769)	(\$1.377)	(\$2.842)	(\$3.305)	(\$2.975)	(\$2.231)
% Margen de EBITDA	-70,5%	-86,8%	-75,6%	-77,4%	-50,0%	-30,0%	-15,0%
D&A	(\$89)	(\$163)	(\$314)	(\$584)	(\$926)	(\$1.190)	(\$1.487)
EBIT	(\$396)	(\$932)	(\$1.691)	(\$3.426)	(\$4.231)	(\$4.165)	(\$3.719)
Menos: Impuestos (sobre EBIT)	(\$16)	\$5.727	\$850	\$1.450	\$888	\$875	\$781
Más: D&A	\$89	\$163	\$314	\$584	\$926	\$1.190	\$1.487
Menos: Capex	(\$799)	(\$1.332)	(\$2.311)	(\$2.594)	(\$2.644)	(\$2.975)	(\$3.719)
Menos: Cambios en Capital de Trabajo	(\$922)	(\$922)	(\$922)	(\$852)	(\$331)	(\$496)	(\$744)
Flujo de caja a firma (FCF)	(\$2.044)	\$2.704	(\$3.760)	(\$4.837)	(\$5.392)	(\$5.571)	(\$5.913)
% Crecimiento anual				NM	11,5%	3,3%	6,1%

(US\$ en millones)	Proyectado						CAGR '19-'28
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
	5	6	7	8	9	10	'19-'28
Ingresos	\$18.593	\$23.241	\$26.727	\$30.202	\$33.826	\$36.194	29%
% Crecimiento anual	25,0%	25,0%	15,0%	13,0%	12,0%	7,0%	
EBITDA	\$0	\$1.162	\$2.673	\$4.530	\$8.457	\$12.668	-218%
% Margen de EBITDA	0,0%	5,0%	10,0%	15,0%	25,0%	35,0%	-192%
D&A	(\$1.673)	(\$2.092)	(\$2.405)	(\$2.718)	(\$3.044)	(\$3.257)	21%
EBIT	(\$1.673)	(\$930)	\$267	\$1.812	\$5.412	\$9.410	-212%
Menos: Impuestos (sobre EBIT)	\$351	\$195	(\$56)	(\$381)	(\$1.137)	(\$1.976)	NM
Más: D&A	\$1.673	\$2.092	\$2.405	\$2.718	\$3.044	\$3.257	21%
Menos: Capex	(\$3.719)	(\$2.324)	(\$1.336)	(\$1.510)	(\$1.691)	(\$1.810)	-4%
Menos: Cambios en Capital de Trabajo	(\$930)	(\$1.162)	(\$1.336)	(\$1.510)	(\$1.691)	(\$1.810)	9%
Flujo de caja a firma (FCF)	(\$4.297)	(\$2.129)	(\$56)	\$1.130	\$3.937	\$7.072	-204%
% Crecimiento anual	-27,3%	-50,5%	-97,4%	-2112%	249%	79,6%	

Fuente: Elaboración propia.

En la imagen previa, la información presentada entre años 2016 y 2019, como fue dicho anteriormente, provienen de los estados contables presentados por WeWork. Luego, a partir del año 2020, se generan proyecciones ajustando los valores en celeste, los cuales actúan para determinar el resto de los valores para el año correspondiente. El detalle del racional para determinar los valores de entrada es el siguiente:

- Crecimiento anual: El crecimiento de ventas mayor al 100% de los últimos años es insostenible en el largo plazo. Por eso se proyecta una disminución progresiva de dicho crecimiento para los futuros años hasta alcanzar un valor en línea con el de las compañías comparables, “ver Ilustración 17”.

- Margen de EBITDA: dada la instancia actual de crecimiento agresivo, y de que muchas locaciones aun no lograron llegar a un estado de régimen, el margen de EBITDA es negativo. Se proyecta llevarlo a un valor positivo en los próximos cinco años y, luego, que aumente hasta un valor próximo, aunque por debajo, al de sus competidores, “ver Ilustración 17”.
- Depreciación & Amortización: Este valor se parametriza como un porcentaje sobre las ventas. En los últimos años viene en descenso, “ver ilustración 18”, y se proyecta que el mismo siga bajando hasta alcanzar un nivel relativo en línea con el de Regus, compañía comparable que está en un nivel de D&A relativo intermedio entre las otras dos comparables (ver Anexos II a IV).
- Impuestos: Tal como WeWork comenta en su Informe S-1, la tasa vigente es del 21%. De manera simplificada, en el flujo de fondos, se establece que el mismo se suma como un beneficio cuando el EBIT es negativo y, por el contrario, se descuenta al generar un resultado positivo.
- Capex y cambios en capital de trabajo: de igual manera que con D&A, estas dos líneas se parametrizan en función de las ventas. Si bien ambos valores vienen con una tendencia en descenso, aun tienen valores altos, “ver Ilustración 18”. Por lo tanto, se los lleva a valores acordes a los de sus competidores.

Ilustración 17 - Métricas de endeudamiento, ventas y EBITDA para comparables

(En US\$ MM)	Endeudamiento			Margen de		Crecim. anual	
	D/PN	Deuda/EBITDA		EBITDA		2018-2019	
	2019	2018	2019	2018	2019	Ventas	EBITDA
Regus	182%	23,6x	5,6x	15%	55%	15%	325%
Brookfield	733%	17,6x	14,0x	77%	85%	13%	26%
Boston Prop.	74%	10,1x	9,5x	57%	57%	7%	6%
Prom.	329%	17,1x	9,7x	50%	66%	12%	119%
MIN	74%	10,1x	5,6x	15%	55%	7%	6%
MAX	733%	23,6x	14,0x	77%	85%	15%	325%

Fuente: Elaboración propia a partir de reportes financieros

Ilustración 18 - Parametrización de WK, Capex y D&A

Ratios	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Chg Work. Cap % of Revenue	-211,3%	-104,0%	-50,6%	-23,2%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
Capex % of Revenue	-183,1%	-150,4%	-126,9%	-70,6%	-40,0%	-30,0%	-25,0%
D&A % of Revenue	-20,4%	-18,4%	-17,2%	-15,9%	-14,0%	-12,0%	-10,0%

Ratios	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Chg Work. Cap % of Revenue	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
Capex % of Revenue	-20,0%	-10,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
D&A % of Revenue	-9,0%	-9,0%	-9,0%	-9,0%	-9,0%	-9,0%

Fuente: Elaboración propia.

El siguiente paso para poder realizar el descuento de este flujo de fondos construido es determinar el costo ponderado del capital (WACC, explicado en el Capítulo 1). En la Ilustración 19 se muestra la obtención de la WACC a utilizar. Mención aparte merece la determinación del beta, uno de los componentes de la WACC, el cual puede observarse en la Ilustración 20. En la misma se detallan las consideraciones realizadas: se parte del beta publicado en el sitio web Yahoo Finance para las tres empresas comparables. Este valor se

trataría del beta apalancado (o *levered*, en inglés) dado que se observa para el nivel de apalancamiento, o endeudamiento, presente en la estructura de capital de cada compañía. Por lo tanto, hay que desapalancarlo, en función de la relación deuda/*equity* y de la tasa de impuestos afrontada por cada empresa. De esta forma, obtenemos el beta desapalancado (o *unlevered*, en inglés), para el supuesto en que cada compañía se encontrara con una estructura de capital con 100% de *equity*. El promedio de estos tres valores es el utilizado como base para el beta de WeWork. Por supuesto que queda pendiente apalancarlo, por el nivel de endeudamiento presente en WeWork, para poder utilizar este beta en la determinación de la WACC.

Ilustración 19 - Determinación de la WACC

WACC		Escenario Actual	Fuente
ESTRUCTURA CAPITAL	D/E Target	518%	Ver Ilustración 15
	% Deuda	84%	
	% Equity	16%	
COSTO DEUDA ("Kd")	Kd pre-tax	7,54%	Formulario S-1, pág. 351
	Tax rate	21%	Formulario S-1, pág. 286
	Kd after-tax	5,96%	
COSTO EQUITY ("Ke")	US Treasury (10 Yr)	2,0%	Tasa T-Bond al 30 de junio, 2019
	Beta	2,25	
	Equity Risk Premium	8,5%	Rendimiento anual S&P 500 2014-19
	Ke	21,2%	
	Beta Estimates		
	Beta Unlevered (β_u)	0,44	Promedio entre comparables
	Target D/E	518%	
Beta Re-levered (β_e)	2,25		
WACC	Tasa de Descuento	8,42%	

Fuente: Elaboración propia

Ilustración 20 - Determinación del Beta de comparables

COMPETIDORES	Regus	Brookfield	Boston Prop.
Beta Levered	2,02	1,44	1,26
D/E (del Beta actual)	1645%	160%	174%
Tax	14,6%	26,0%	21,0%
Beta Unlevered (β_u)	0,13	0,66	0,53

Fuente: Elaboración propia

Finalmente, para completar el flujo de fondos descontado y determinar el valor presente neto del mismo, es necesario calcular el valor terminal al final del periodo considerado. Como se mencionó en el Capítulo 1, esto se trata de una perpetuidad y, entre los factores involucrados, se encuentra la tasa de crecimiento al infinito del flujo de fondos. Para una primera iteración, se considera esta tasa igual al 2,5% anual. A continuación, “ver Ilustración 21”, se presenta el flujo de fondos descontado con el valor presente del mismo.

Ilustración 21 - Flujo de fondos descontado
DCFF WeWork - 10 AÑOS

(US\$ en millones)	Histórico			Proyectado			
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
				1	2	3	4
Flujo de caja a firma (FCF)	(\$2.044)	\$2.704	(\$3.760)	(\$4.837)	(\$5.392)	(\$5.571)	(\$5.913)
% Crecimiento anual				NM	11,5%	3,3%	6,1%
Valor Terminal (VT)							
Factor de descuento (@ WACC)				0,92	0,85	0,78	0,72
DCF FCFF (@8,4% WACC)	(\$16.264)			(\$4.461)	(\$4.587)	(\$4.371)	(\$4.279)

(US\$ en millones)	Proyectado						CAGR
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
	5	6	7	8	9	10 '19-'28	
Flujo de caja a firma (FCF)	(\$4.297)	(\$2.129)	(\$56)	\$1.130	\$3.937	\$7.072	-204%
% Crecimiento anual	-27,3%	-50,5%	-97,4%	-2112%	249%	79,6%	
Valor Terminal (VT)						Valor Terminal = \$122.417	
Factor de descuento (@ WACC)	0,67	0,62	0,57	0,52	0,48	0,45	
DCF FCFF (@8,4% WACC)	(\$2.868)	(\$1.311)	(\$32)	\$592	\$1.902	\$3.151	
DCF TV (@8,4% WACC)	(\$54.536)					VP del Valor Terminal = \$54.536	

DCFF RESUMEN

FCF	(\$16.264)	-42%
TV	\$54.536	142%
Valor Total	\$38.272	100%

Fuente: Elaboración propia

Se observa que todo el valor obtenido se encuentra en el valor terminal del flujo de fondos. Esto es lógico para una compañía con flujo de fondos negativo en la actualidad pero, al mismo tiempo, representa un gran riesgo dado que, al final del periodo, deben materializarse todas las suposiciones hechas para lograr este valor terminal. Por otro lado, una vez obtenido el valor presente, se puede realizar un análisis de sensibilidad sobre algunas variables para ver cómo lo afectan. Se realiza entonces un ejercicio de sensibilidad alrededor de la tasa “g” de crecimiento y de la WACC, “ver Ilustración 22”, determinando valores presentes del flujo de fondos para niveles de tasas por encima y por debajo de los utilizados originalmente.

Ilustración 22 - Análisis de sensibilidad

		SENSIBILIDAD VALUACIÓN TOTAL				
		Long-term FCF Growth ("g")				
		0,0%	1,0%	2,5%	3,0%	5,0%
WACC	7,0%	\$34.949	\$44.108	\$65.480	\$76.166	\$172.337
	8,0%	\$24.636	\$30.953	\$44.737	\$51.170	\$98.342
	8,4%	\$21.147	\$26.613	\$38.272	\$43.592	\$80.420
	9,0%	\$17.002	\$21.525	\$30.918	\$35.092	\$62.228
	10,0%	\$11.215	\$14.547	\$21.212	\$24.069	\$41.208

Fuente: Elaboración propia

De este cuadro pueden observarse varios aspectos. Por un lado, al nivel de WACC determinado, la valuación pretendida por WeWork en el IPO (47 mil millones de USD), lleva implícita una tasa de crecimiento a perpetuidad algo mayor al 3% anual, más precisamente del 3,3%. Esto puede argumentarse como una tasa relativamente alta, sobretodo contrastando con lo expuesto por Luis Pereiro en su trabajo sobre Venture Capital (Pereiro, 2015, pp. 9-10), donde presenta una lista de tasas de crecimiento para diferentes industrias. Si bien no figura el co-working como tal, pueden tomarse como aproximaciones la industria de insumos y equipamiento de oficinas, con un crecimiento estimado del 0,51% a perpetuidad; o la industria del gerenciamiento de propiedades, con un 2,01% de crecimiento anual. Como se observa, ambas tasas son bastante más bajas que la implícita para la valuación actual y, junto con la WACC actual, arrojan valuaciones de entre 23.762 y 33.863 mil millones de USD.

3.2. Valuación por Venture Capital

Para trabajar con este método, primero se mostrarán múltiplos de las compañías comparables necesarios para ser aplicados en el proceso, “ver Ilustración 23”.

Ilustración 23 - Múltiplos de comparables

(En US\$ MM)	Market Value						
	Equity Market Cap			Net Debt			Firm Value
	# Shares (MM)	Stock Price	Equity Market Cap	Debt & Min.	Cash	Net Debt	
Regus	10	\$ 583,7	\$ 5.896	\$ 10.737	\$ 89	\$ 10.648	\$ 16.544
Brookfield	508	\$ 26,3	\$ 13.371	\$ 97.945	\$ 1.677	\$ 96.268	\$ 109.639
Boston Prop.	155	\$ 136,6	\$ 21.179	\$ 15.592	\$ 692	\$ 14.900	\$ 36.079

(En US\$ MM)	P&L				Multiples			
	Sales		EBITDA		Sales		EBITDA	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019
Regus	\$ 3.051	\$ 3.523	\$ 455	\$ 1.931	5,4x	4,7x	36,4x	8,6x
Brookfield	\$ 7.239	\$ 8.203	\$ 5.558	\$ 6.977	15,1x	13,4x	19,7x	15,7x
Boston Prop.	\$ 2.717	\$ 2.898	\$ 1.549	\$ 1.644	13,3x	12,4x	23,3x	21,9x
	Promedio				11,3x	10,2x	26,5x	15,4x
	MIN				5,4x	4,7x	19,7x	8,6x
	MAX				15,1x	13,4x	36,4x	21,9x

Fuente: Elaboración propia a partir de reportes financieros

Para emplear el método se considera el múltiplo EBITDA de Regus, la comparable que más alineada está con el modelo de negocios de WeWork. Luego, este múltiplo se aplica al EBITDA del último año de la proyección, obteniendo así el valor terminal del periodo proyectado:

$$TV = 8,6 \times 12.668 \text{ MM USD} = 108.945 \text{ MM USD}$$

Este valor debe ser traído al presente a través de una tasa de descuento apropiada para un fondo de *venture capital*, digamos por ejemplo, una tasa del 30% anual:

$$VPN = TV / (1+30\%)^{10} = 7.903 \text{ MM USD}$$

De la misma manera que con el método anterior, se pueden realizar un análisis de sensibilidad alterando un par de variables. Lo más evidente, en este caso, es variar el múltiplo de EBITDA y la tasa de descuento (TIR) aplicada, “ver Ilustración 24”.

Ilustración 24 - Análisis de sensibilidad

SENSIBILIDAD VALUACIÓN TOTAL				
		Múltiplo EBITDA		
		8,6x	15,4x	21,9x
TIR	20,0%	\$17.595	\$31.507	\$44.806
	25,0%	\$11.698	\$20.947	\$29.789
	30,0%	\$7.903	\$14.151	\$20.124
	40,0%	\$3.766	\$6.744	\$9.591
	50,0%	\$1.889	\$3.383	\$4.811

Fuente: Elaboración propia

Realizado el análisis de sensibilidad, se observa que, desde este punto de vista, WeWork está pretendiendo una valuación que lleva implícitos al mismo tiempo dos cosas: primero un múltiplo EBITDA mayor al de Boston Properties, el desarrollador de oficinas Clase A de mayor tamaño en el mercado; y, por otro lado, una tasa de descuento algo menor al 20%, un valor bastante inferior para lo pretendido por un fondo que invierte en una compañía que, si bien cuenta con un gran potencial, actualmente no genera flujo de fondos positivo y representa un gran riesgo.

3.3. Valuación por Comparables

Con esta metodología se hará nuevamente una comparativa entre WeWork y Regus, dado que sus modelos de negocio son similares y, por lo tanto, las métricas que manejan son las mismas. En el siguiente cuadro, “ver Ilustración 25”, se exponen diferentes estadísticas de ambas compañías.

Ilustración 25 - Comparativa entre WeWork & Regus

	Valuación (MM USD)	Ingresos '19 (MM USD)	Superficie (MM m2)	Puestos de trabajo (PT)	Superficie por PT (m2)	Ingreso por año por m2	Ingreso por año por PT
WeWork	n/a	3.672	4,19	604.000	6,94	\$ 876	\$ 6.079
Regus	16.544	3.523	5,83	547.000	10,66	\$ 604	\$ 6.441

Fuente: Elaboración propia a partir de reportes financieros del año 2019

Se observa que las dos tienen un nivel de ingresos comparable y que Regus está valuada en 4,7 veces sus ventas. A su vez, WeWork tiene un 10% más de puestos de trabajo, lo que significa que genera menos ingresos por cada uno de ellos. Por el contrario, es más eficiente con el uso del espacio, dado que realiza más ventas por metro cuadrado de superficie.

Entonces, podría estimarse un múltiplo de 4,2 veces sus ventas (un 10% menor al de Regus) para valorar a WeWork, considerando la menor eficiencia respecto a la cantidad de puestos de trabajo, situando la misma en 15.422 millones de USD. Esto funcionaría como un tope de la valuación dado que, al momento de estas estadísticas, Regus estaba generando un EBITDA y flujo de fondos positivos, mientras que WeWork no.

CONCLUSIONES

Habiendo concluido el proceso de valuación de WeWork a través de diferentes metodologías y con diferentes puntos de vista llegamos, por supuesto, a tres valores, o entornos de valores dispares. Pero aun siendo entre ellos distintos, su promedio se encuentra bastante apartado de los 47 mil millones de dólares pretendidos por WeWork y sus inversores al momento de salir a cotizar en el mercado de valores. A continuación, repasaremos los resultados obtenidos.

En primer lugar, al realizar el análisis por medio del descuento de flujo de fondos llegamos a un valor, para el caso base, de 38 mil millones de USD, casi un 20% por debajo del valor de referencia, algo considerable. Pero, como se mencionó hacia el final de este análisis, se partió de considerar una tasa de crecimiento a perpetuidad que quizás no coincide con las que se encuentran en el mercado dentro de la industria correspondiente. Esas tasas son en verdad más bajas que la empleada. En consecuencia, nuestra valuación más real de WeWork rondaría entre 24 y 34 mil millones de dólares. O sea, en promedio, un 38% por debajo de la valuación pretendida. Esto siempre y cuando consideremos que la WACC a la que se descontó el flujo de fondos coincide con la que hubiera tenido un inversor diversificado en aquel momento. Y, por supuesto, que todas las presunciones respecto a crecimiento de ventas, porcentaje de EBITDA, inversión en Capex, entre otros, fueran realizables.

Acto seguido, mediante el método del Venture Capital, obtuvimos un valor de casi 8 mil millones de dólares. Bien podría estirarse hasta los 14 mil millones, pero más probablemente, se encontraría por debajo del obtenido. En promedio, estaríamos en una valuación de más del 80% menor que la propuesta.

Por último, el método de comparables arroja una valuación, en el mejor de los casos, de 15 mil millones de dólares. O sea, de poco menos que un tercio de la valuación inicial.

En definitiva, el análisis elaborado en esta tesis concluye que el mercado efectivamente hizo esta misma lectura, entendiendo que la verdadera valuación de WeWork, como negocio, se encuentra entre un 38 y un 80% debajo de lo pretendido validar por la compañía y sus inversores, principalmente Softbank, su mayor accionista. Así fue, entonces, que la propuesta generó la polémica mediática que se conoce para finalmente fracasar a la hora de conseguir inversores que suscriban las nuevas acciones que pretendían emitirse con la oferta pública inicial.

Lista de referencias

- Sheftell, J. (22 de Julio de 2011). Obtenido de NY Daily News:
<https://www.nydailynews.com/life-style/real-estate/wework-alternative-working-home-swanky-buildings-nyc-article-1.1044412?pgno=1#ixzz2e46Iipo5>
- WeWork. (2019). *FORM S-1*. Washington, D.C.: UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION.
- Chen, J. (10 de Octubre de 2020). Obtenido de Investopedia:
<https://www.investopedia.com/terms/c/commercialrealestate.asp>
- CoWorker. (21 de Abril de 2018). Obtenido de CoWorker:
<https://www.coworker.com/mag/what-is-coworking>
- Huerta Coworking. (2021). Obtenido de Huerta Coworking:
<https://huertacoworking.com/palermo/>
- Regus. (2021). Obtenido de Regus: <https://www.regus.com/es-es>
- NCHW. (8 de Mayo de 2018). Obtenido de NCHW:
<https://nchwenergyaccounts.wordpress.com/2018/05/08/co-living-co-working-and-co-existing-shared-spaces-in-college-and-beyond-a-discussion-on-design-influences/>
- CREC CoWorking. (Febrero de 2021). Obtenido de CREC: <https://crec.cc/coworking-poble-sec/>
- Sherman, A. (22 de octubre de 2019). *CNBC*. Recuperado el febrero de 2021, de www.cnbc.com: <https://www.cnbc.com/2019/10/22/wework-47-billion-valuation-softbank-fiction.html>
- Gilbert, B. (4 de septiembre de 2019). *Business Insider*. Recuperado el febrero de 2021, de www.businessinsider.com: <https://www.businessinsider.com/wework-ceo-gives-back-millions-from-we-trademark-after-criticism-2019-9>

- Picker, L., & Bosa, D. (14 de agosto de 2019). *CNBC*. Recuperado el febrero de 2021, de [www.cnbc.com: https://www.cnbc.com/2019/08/14/wework-doesnt-have-a-single-woman-director-according-to-ipo-filing.html](https://www.cnbc.com/2019/08/14/wework-doesnt-have-a-single-woman-director-according-to-ipo-filing.html)
- Wolverton, T. (27 de agosto de 2019). *Business Insider*. Recuperado el febrero de 2021, de [www.businessinsider.com: https://www.businessinsider.com/wework-lost-nearly-dozen-hr-managers-some-blame-ceo-report-2019-8](https://www.businessinsider.com/wework-lost-nearly-dozen-hr-managers-some-blame-ceo-report-2019-8)
- Eadicicco, L. (14 de agosto de 2019). *Business Insider*. Recuperado el febrero de 2021, de [www.businessinsider.com: https://www.businessinsider.com/wework-ipo-company-loaned-7-million-ceo-adam-neumann-2019-8](https://www.businessinsider.com/wework-ipo-company-loaned-7-million-ceo-adam-neumann-2019-8)
- Brown, E., Farrell, M., & Das, A. (18 de julio de 2019). *The Wall Street Journal*. Recuperado el febrero de 2021, de [www.wsj.com: https://www.wsj.com/articles/wework-co-founder-has-cashed-out-at-least-700-million-from-the-company-11563481395](https://www.wsj.com/articles/wework-co-founder-has-cashed-out-at-least-700-million-from-the-company-11563481395)
- Farrell, M., & Brown, E. (22 de octubre de 2019). *The Wall Street Journal*. Recuperado el 2021 de febrero, de [www.wsj.com: https://www.wsj.com/articles/softbank-to-take-control-of-wework-11571746483?mod=e2tw](https://www.wsj.com/articles/softbank-to-take-control-of-wework-11571746483?mod=e2tw)
- Estrada, J. (2006). *Finanzas en Pocas Palabras*. Prentice-Hall.
- Lerner, J., & Willinge, J. (2011). *A Note on Valuation in Private Equity Settings*. Harvard Business School. Boston, MA: Harvard Business School Publishing.
- Chaplinsky, S., & Schill, M. J. (2009). *Methods of Valuation for Merger & Acquisitions*. University of Virginia. Charlottesville, VA: Darden Business Publishing.
- Pereiro, L. E. (2015). The Venture Capital Premium: A New Approach. *The Journal of Private Equity*, 9-10.

ANEXO I – Estados contables de WeWork
Consolidated Statements of Operations

pág. 249/312 de Form S-1

	AUDITED			UNAUDITED	
	December 31,			6-Months Ended June 30,	
<i>(Amounts in thousands, except share and per share amounts)</i>	2016	2017	2018	2018	2019
Revenue:					
Membership and service revenue	434.355	866.898	1.697.336	713.956	1.348.772
Other revenue	1.744	19.106	124.415	49.815	186.648
Total Revenue	436.099	886.004	1.821.751	763.771	1.535.420
Expenses:					
Location operation expenses (exclusive of dep. & amort.)	433.167	814.782	1.521.129	635.968	1.232.941
Other operation expenses (exclusive of dep. & amort.)	-	1.677	106.788	42.024	81.189
Pre-opening location expenses	115.749	131.324	357.831	156.983	255.133
Sales & marketing expenses	43.428	143.424	378.729	139.889	320.046
Growth & new market development expenses	35.731	109.719	477.273	174.091	369.727
General & administrative expenses	115.346	454.020	357.486	155.257	389.910
Depreciation & amortization	88.952	162.892	313.514	137.418	255.924
Total expenses	832.373	1.817.838	3.512.750	1.441.630	2.904.870
Loss from operations	(396.274)	(931.834)	(1.690.999)	(677.859)	(1.369.450)
Interest and other income (expense), net:					
Income (loss) from equity method and other investments	(359)	(30.900)	(12.638)	878	(2.558)
Interest expense	(12.351)	(15.459)	(183.697)	(20.118)	(51.841)
Interest income	2.477	9.531	37.663	16.255	33.892
Foreign currency gain (loss)	(23.167)	29.441	(78.598)	(43.421)	4.271
Gain from change in fair value of related party financial inst.	-	-	-	-	486.151
Total interest and other income (expense), net	(33.400)	(7.387)	(237.270)	(46.406)	469.915
Pre-tax loss	(429.674)	(939.221)	(1.928.269)	(724.265)	(899.535)
Income tax benefit (provision)	(16)	5.727	850	1.373	(5.117)
Net loss	(429.690)	(933.494)	(1.927.419)	(722.892)	(904.652)
Net loss attributable to noncontrolling interests:					
Redeemable noncontrolling interests - mezzanine	-	49.500	292.134	85.592	218.398
Noncontrolling interest - equity	-	-	24.493	9.170	(3.422)
Net loss attributable to WeWork Companies Inc.	(429.690)	(883.994)	(1.610.792)	(628.130)	(689.676)
Net loss per share attributable to Class A and Class B common stockholders:					
Basic	(2,66)	(5,54)	(9,87)	(3,87)	(4,15)
Diluted	(2,66)	(5,54)	(9,87)	(3,87)	(4,15)
Weighted-average shares used to compute net loss per share attributable to Class A and Class B common stockholders, basic and diluted	161.324.940	159.689.116	163.148.918	162.482.366	166.301.575
Pro forma net loss per share attributable to Class A and Class B common stockholders:					
Basic			(4,41)		(3,20)
Diluted			(4,41)		(3,20)
Weighted-average shares used to compute pro forma net loss per share attributable to Class A and Class B common stockholders, basic and diluted			338.368.587		365.154.863

Consolidated Balance Sheets

Pág. 247/310 de Form S-1

	AUDITED		UNAUDITED	
	December 31,		June 30,	
	2017	2018	2019	2019 - Pro Forma
<i>(Amounts in thousands, except share and per share amounts)</i>				
ASSETS				
Current Assets:				
Cash and cash equivalents (1)	2.020.805	1.744.209	2.473.070	2.473.070
Accounts receivable and accrued revenue	35.582	99.525	181.049	181.049
Lease incentives receivable	117.779	232.243	-	-
Due from related parties	1.200	2.500	1.412	1.412
Other current assets	251.730	385.601	376.792	376.792
Total current assets	2.427.096	2.464.078	3.032.323	3.032.323
Property and equipment, net	2.337.092	4.368.772	6.729.427	6.729.427
Lease right-of-use assets, net	-	-	15.112.851	15.112.851
Restricted cash (1)	150.314	419.733	575.602	575.602
Deferred lease acquisition costs, net	31.031	69.387	-	-
Equity method and other investments	57.217	218.435	186.009	186.009
Goodwill	156.117	681.017	862.948	862.948
Intangible assets, net	84.519	159.143	183.528	183.528
Other assets	120.686	264.351	364.547	364.547
Total assets (1)	5.364.072	8.644.916	27.047.235	27.047.235
LIABILITIES				
Current Liabilities:				
Accounts payable and accrued expenses	314.267	826.396	1.294.504	1.294.504
Members' service retainers	195.081	396.857	498.934	498.934
Capital lease obligations, current portion	1.649	1.958	-	-
Loans payable to related parties	26.088	-	-	-
Deferred revenue	48.849	113.237	170.457	170.457
Other current liabilities	64.653	270.640	639.254	639.254
Total current liabilities	650.587	1.609.088	2.603.149	2.603.149
Deferred rent	1.636.587	2.831.747	17.916.797	17.916.797
Long-term debt, net	-	748.814	1.342.660	1.342.660
Convertible related party liabilities, net	-	949.985	2.665.197	-
Capital lease obligations	50.764	50.785	-	-
Other liabilities	64.104	91.173	113.943	113.943
Deferred income taxes	4.469	2.567	-	-
Total liabilities (1)	2.406.511	6.284.159	24.641.746	21.976.549
Commitments and contingencies (Note23)				
Convertible preferred stock	3.405.435	3.498.696	3.591.086	-
Redeemable noncontrolling interests	854.577	1.320.637	1.113.807	1.113.807
EQUITY				
WeWork Companies Inc. shareholders' equity (deficit):				
Common stock Class A, par value \$0,001	30	31	41	247
Common stock Class B, par value \$0,001	132	134	129	129
Additional paid-in capital	407.804	797.963	1.402.693	7.714.110
Accumulated other comprehensive income (loss)	(9.924)	15.511	18.045	18.045
Accumulated deficit	(1.700.493)	(3.311.285)	(3.999.260)	(4.054.600)
Total WeWork Companies Inc. shareholders' equity (deficit)	(1.302.451)	(2.497.646)	(2.578.352)	3.677.931
Noncontrolling interests	-	39.070	278.948	278.948
Total equity (deficit)	(1.302.451)	(2.458.576)	(2.299.404)	3.956.879
Total liabilities and equity	5.364.072	8.644.916	27.047.235	27.047.235

Consolidated Statements of Cash Flows

Pág. 254 a 256/316 a 318 de Form S-1

	AUDITED			UNAUDITED	
	2016	2017	2018	2018	2019
<i>(Amounts in thousands)</i>					
Cash Flows from Operating Activities:					
Net loss	(429.690)	(933.494)	(1.927.419)	(722.892)	(904.652)
Adjustments to reconcile net loss to net cash from op. activities:					
Depreciation & amortization	88.952	162.892	313.514	137.418	255.924
Impairment of property & equipment	-	6.797	29.572	4.451	9.483
Stock-based compensation expense	22.660	295.362	69.400	27.845	188.335
Cash paid to settle employee stock awards	-	-	(13.939)	-	-
Issuance of common stock for services rendered	1.594	7.327	18.957	8.439	10.477
Noncash interest expense	2.436	3.673	127.716	3.196	12.456
Provision for allowance for doubtful accounts	2.317	4.546	6.722	3.017	4.700
(Income) loss from equity method and other investments	359	30.900	12.638	(878)	2.558
Foreign currency (gain) loss	23.415	(29.419)	80.587	43.481	(4.657)
Change in fair value of financial instruments	-	-	-	-	(486.151)
Contingent consideration fair market value adjustment	-	-	76.439	18.856	(43.078)
Changes in operating assets and liabilities:					
Operating lease right-of-use assets	-	-	-	-	(3.488.841)
Current and long-term lease obligations	-	-	-	-	4.266.836
Accounts receivable and accrued revenue	(13.877)	(22.052)	(69.403)	(45.809)	(83.263)
Lease incentives receivable	46.234	(64.948)	(121.734)	(33.686)	-
Deferred lease acquisition costs	(7.630)	(18.258)	(40.352)	(15.134)	-
Other assets	(29.534)	(88.467)	(211.690)	(77.461)	(111.217)
Accounts payable and accrued expenses	12.862	96.360	147.627	58.854	112.541
Deferred rent	451.344	752.063	1.278.348	492.772	-
Deferred revenue	5.505	35.348	54.782	30.476	76.921
Other liabilities	(42)	13.391	1.618	(17.308)	(17.083)
Deferred income taxes	-	(8.029)	(10.112)	-	-
Net cash provided by (used in) operating activities	176.905	243.992	(176.729)	(84.363)	(198.711)
Cash Flows from Investing Activities:					
Purchases of property and equipment	(776.074)	(1.023.953)	(2.055.020)	(701.265)	(1.266.748)
Capitalized software	(2.317)	(8.393)	(8.891)	(2.924)	(17.732)
Sale of software license	-	-	9.000	9.000	-
Change in security deposits with landlords	(9.578)	(67.124)	(95.463)	(57.217)	(88.854)
Proceeds from sale or redemption of investments	-	12.800	2.202	2.202	-
Contribution to investments	(19.703)	(56.483)	(121.626)	(4.802)	(19.708)
Loans to employees and related parties	(10.273)	9.796	(1.859)	(5.150)	(2.820)
Cash used for acquisitions	(580)	(243.410)	(204.141)	(128.017)	(966.911)
Net cash used in investing activities	(818.525)	(1.376.767)	(2.475.798)	(888.173)	(2.362.773)

Consolidated Statements of Cash Flows

Pág. 254 a 256/316 a 318 de Form S-1

	AUDITED			UNAUDITED	
	December 31,			6-Months Ended June 30,	
<i>(Amounts in thousands)</i>	2016	2017	2018	2018	2019
Cash Flows from Financing Activities:					
Principal payments for property and equipment acquired under capital leases	(1.116)	(1.350)	(1.869)	(913)	(1.646)
Proceeds from issuance of debt	-	-	768.795	702.000	633.309
Proceeds from issuance of convertible related party liabilities	-	-	1.000.000	-	2.500.000
Repayments of debt	-	-	(1.085)	-	(1.339)
Bond repurchase	-	-	-	-	(32.352)
Debt and equity issuance costs	(1.306)	(3.568)	(23.227)	(14.744)	(35.508)
Loans payable to related parties	-	26.088	(27.552)	(27.552)	-
Proceeds from sale of Series F Preferred Stock and associated warrants	679.901	-	-	-	-
Proceeds from sale of Series G Preferred Stock	-	1.697.761	-	-	-
Proceeds from exercise of stock options and warrants	1.228	8.939	3.505	1.468	34.293
Proceeds from issuance of noncontrolling interests	-	900.003	747.907	(2.804)	243.483
Payments for contingent consideration and holdback of acquisition proceeds	-	-	(14.436)	-	(11.623)
Change in members' service retainers	49.201	96.442	206.431	88.339	101.641
Net cash used in financing activities	727.908	2.724.315	2.658.469	745.794	3.430.258
Effects of exchange rate changes on cash, cash equivalents and restricted cash	(2.261)	(763)	(13.119)	2.726	15.956
Net increase (decrease) in cash, cash equivalents and restricted cash	84.027	1.590.777	(7.177)	(224.016)	884.730
Cash, cash equivalents and restricted cash - Beginning of period	496.315	580.342	2.171.119	2.171.119	2.163.942
Cash, cash equivalents and restricted cash - End of period	580.342	2.171.119	2.163.942	1.947.103	3.048.672

ANEXO II – Estados contables de Regus
Cuenta de Resultados

USD en Millions except per share data.

	2016	2017	2018	2019
Fin Ejercicio Fiscal	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19
USD/GBP Rate (Year close)	1,23	1,35	1,27	1,33
Turnover	2.747	3.176	3.051	3.523
Expenses	2.518	2.954	2.890	3.145
EBITDA	463	501	455	1.931
EBIT	224	213	155	375
Operating Profit (reported)	229	221	160	378
Operating Profit (adjusted)	0	0	0	0
Investment Income	-1,0	-1,1	-1,8	3,6
Exceptional Items	0	0	0	0
Net Interest	-14	-19	-19	-308
Pre-tax Profit	214	202	139	73
Tax	43	48	38	-30
Net Profit	171	154	101	103
Intereses minoritarios	0	0	0	0
Profit For Financial Year	171	154	134	599
Ordinary Dividends	-53	-65	-68	-77
Non Equity Dividends	0	0	0	0
Retained Profit	117	88	66	522
Per Share Data				
DPS p	5,72	7,16	7,49	8,65
Normalized EPS p	18,08	16,61	11,05	11,31
Reported EPS p	18,08	16,61	11,05	11,31
Investment Ratios				
Margen Operativo	8,3%	7,0%	5,3%	10,7%
DPS Growth %	0,12	0,14	0,11	0,1
Dividend Cover x	2,82	2,82	1,79	1,89
Norm EPS Growth %	0,3	-0,16	-0,29	-0,02
Reported EPS Growth %	0,17	-0,16	-0,06	3,28
Otro				
Market Cap at B/S Date	2.790,02	3.163,41	2.374,60	5.122,02

Balance

USD en Millions except per share data.

	2016	2017	2018	2019
Fin Ejercicio Fiscal	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19
USD/GBP Rate (Year close)	1,23	1,35	1,27	1,33
Activos				
Activos no corrientes				
Intangible (goodwill)	907,9	961,3	916,6	957,1
Tangible	1.469,1	1.845,7	2.224,0	9.563,6
Investments	16,7	16,7	15,5	18,4
Otro	139,0	140,3	148,5	340,5
Total	2.532,7	2.964,1	3.304,5	10.879,5
Activo Corriente				
Acción	-	-	-	1,7
Debtors	563,7	641,7	771,4	802,3
Cash and Securities	47,7	61,7	82,3	77,5
Total	740,5	896,9	1.040,4	1.028,4
Held for Disposal	-	-	-	-
Total Activo	3.273,2	3.861,0	4.344,9	11.907,9
Liabilities and Equity				
Pasivo				
Current	1.455,2	1.653,3	1.815,5	2.845,8
Non-Current	905,3	1.225,3	1.575,4	7.891,0
Total	2.360,5	2.878,6	3.390,9	10.736,8
Equity				
Share Capital	11,3	12,4	11,7	12,2
Reserves	904,9	1.023,4	1.036,4	1.314,3
Shareholders Funds	912,7	982,4	954,0	1.171,1
Minorities	-	-	-	-
Total	912,7	982,4	954,0	1.171,1
Total Liabilities and Equity	3.273,2	3.861,0	4.344,9	11.907,9
Net Borrowings	200,0	412,7	590,6	9108,4
Investment Ratios				
Net Tangible Asset Val PS	-2,82	-0,01	2,86	8,85
ROCE	12,31	9,65	6,13	4,14
ROE	20,94	15,51	14,29	55,23
Gross Gearing	27,14	48,29	70,53	784,41
Liquidez	5,23	6,28	8,63	6,62
Interest Cover x	21,93	18,79	9,77	1,24
Quick Ratio r	0,42	0,43	0,47	0,31
Current Ratio r	0,51	0,54	0,57	0,36
Borrowings				
Total Borrowings	247,7	474,4	672,8	9.185,9
Due < 1 Yr	9,6	11,5	12,6	1.312,8
Due 1-2 Yrs	8,5	12,0	11,0	10,8
Due 2-5 Yrs	229,6	444,4	643,0	453,9
Due > 5 Yrs	-	6,5	6,2	7.408,4

Flujo de Caja

USD en Millions except per share data.

	2016	2017	2018	2019
Fin Ejercicio Fiscal	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19
USD/GBP Rate (Year close)	1,23	1,35	1,27	1,33
Flujo de caja operativo	571,2	558,4	695,7	1.267,8
Taxation	(38,7)	(30,2)	(47,1)	(64,9)
Investing Activities	(380,2)	(523,9)	(741,0)	40,6
Net Outflow/Inflow	152,3	4,2	(92,5)	1.243,4
Financing	(187,1)	(3,5)	107,8	(1.252,2)
Variación neta de tesorería	(34,8)	0,7	15,4	(8,8)
Foreign Exchange Adjustments	17,8	5,9	2,4	5,6
Opening Balance	78,6	67,6	69,9	91,8
Closing Balance	61,6	74,3	87,6	88,6
Investment Ratios				
Cash Flow PS p	56,41	57,02	70,94	132,34
CAPEX PS p	-41,60	-50,80	-81,47	-54,02
CAPEX (MM)	(392,78)	(470,83)	(748,22)	(491,31)
CAPEX as % of Revenue	-14,3%	-14,8%	-24,5%	-13,9%

ANEXO III – Estados contables de Boston Properties
Cuenta de Resultados

Fiscal year is January-December. All values USD Millions.

	2016	2017	2018	2019
Sales/Revenue	2.551	2.602	2.717	2.898
Sundry Revenue/Income	28	35	55	40
Trading Account Income	-	-	-	-
Trust Income, Commissions & Fees	-	-	-	-
Commission & Fee Income	-	-	-	-
<i>Sales Growth</i>	-	2,00%	4,42%	6,66%
Total Expense	2.164	2.091	2.192	1.675
Total Interest Expense	413	374	378	419
Selling, General & Admin. Expenses	135	137	146	162
Depreciation & Amortization Expense	694	618	646	2
<i>D & A Expense as % of Revenue</i>	-27,21%	-23,75%	-23,78%	-0,07%
Other Operating Expense	-	-	-	-
Operating Income	387	511	525	1.223
<i>Operating Income Growth</i>	-	32,04%	2,7%	132,95%
<i>Operating Income Margin</i>	15,17%	19,64%	19,32%	42,20%
Non-Operating Income (Expense)	161	34	200	79
Non-Operating Interest Income	7	6	11	19
Miscellaneous Non Operating Expense	146	17	187	14
Equity in Affiliates (Pretax)	8	11	2	47
Unusual Expense	3	-	30	56
Pretax Income	545	545	695	1.246
<i>Pretax Income Growth</i>	-	0,00%	27,5%	79,3%
<i>Pretax Margin</i>	21,4%	20,9%	25,6%	43,0%
Other After Tax Income (Expense)	-	-	-	-
Consolidated Net Income	545	545	695	1.246
Minority Interest Expense	57	100	130	130
Net Income	488	445	565	1.116
<i>Net Income Growth</i>	-	-8,81%	27,0%	97,52%
<i>Net Margin</i>	19,13%	17,10%	20,79%	38,51%
Net Income After Extraordinaries	488	445	565	1.116
Preferred Dividends	11	11	11	11
Net Income Available to Common	477	434	554	1.105
EPS (Basic)	3,26	2,93	3,70	3,30
<i>EPS (Basic) - Growth</i>	-	-10,1%	26,3%	-10,8%
Basic Shares Outstanding	154	154	154	155
EPS (Diluted)	3,26	2,93	3,70	3,30
<i>EPS (Diluted) Growth</i>	-	-10,1%	26,3%	-10,8%
Diluted Shares Outstanding	154	154	155	155
EBITDA	1.494	1.503	1.549	1.644

Balance

Fiscal year is January-December. All values USD Millions.

	2016	2017	2018	2019
Assets				
Cash & Short Term Investments	420	505	639	692
Cash Only	420	505	639	692
<i>Cash & Short Term Investments Growth</i>	-	20,2%	26,5%	8,3%
Short-Term Receivables	93	92	186	209
<i>Short Term Receivables Growth</i>	-	-1,08%	102,2%	12,4%
Investments - Total	15.949	16.536	16.780	17.659
Investment Property	15.925	16.507	16.752	17.622
Other Investments	24	29	28	37
Investment in Unconsolidated Subs.	775	620	956	956
Net Property, Plant & Equipment	-	-	-	-
Other Assets (Including Intangibles)	1.614	1.619	1.695	1.769
Other Assets	928	940	1.016	1.080
Intangible Assets	-686	-679	-679	-689
Total Assets	18.851	19.372	20.256	21.285
<i>Total Assets Growth</i>	-	2,76%	4,56%	5,08%
<i>Return On Average Assets</i>	2,59%	2,30%	2,79%	5,24%
Liabilities & Shareholders' Equity				
Total Debt	9.796	10.271	11.007	12.236
ST Debt & Current Portion LT Debt	1.613	307	327	343
Short Term Debt	-	-	-	-
Current Portion of Long Term Debt	1.613	307	327	343
Long-Term Debt	8.183	9.964	10.680	11.893
LT Debt excl. Capitalized Leases	8.183	9.964	10.680	11.480
Capitalized Lease Obligations	-	-	-	223
<i>Total Debt Growth</i>	-	4,85%	7,17%	11,2%
<i>Total Debt / Total Assets</i>	52,0%	53,0%	54,3%	57,5%
Other Liabilities	1.124	998	1.035	1.026
Other Liabilities (excl. Deferred Income)	1.124	998	1.035	1.026
Total Liabilities	10.920	11.269	12.042	13.262
<i>Total Liabilities Growth</i>	-	3,20%	6,86%	10,1%
Preferred Stock (Carrying Value)	-	-	-	-
Redeemable Preferred Stock	200	200	200	200
Common Equity (Total)	5.586	5.614	5.683	5.485
Common Stock Par/Carry Value	2	2	2	2
Additional Paid-In Capital/Capital Surplus	6.333	6.378	6.408	6.295
Retained Earnings	-694	-712	-676	-761
Other Appropriated Reserves	-	-	-	-
Treasury Stock	-3	-3	-3	-3
<i>Common Equity / Total Assets</i>	29,6%	29,0%	28,1%	25,8%
Total Shareholders' Equity	5.586	5.614	5.683	5.485
<i>Total Shareholders' Equity / Total Assets</i>	29,6%	29,0%	28,1%	25,8%
<i>Return On Average Total Equity</i>	8,7%	7,9%	9,9%	20,3%
Accumulated Minority Interest	2.146	2.288	2.331	2.330
Total Equity	7.732	7.902	8.014	7.815
Liabilities & Shareholders' Equity	18.651	19.372	20.256	21.285

Flujo de Caja

Fiscal year is January-December. All values USD Millions.

	2016	2017	2018	2019
Operating Activities				
Funds from Operations	1.139	1.203	1.271	1.412
<i>Funds from Operations Growth</i>	-	5,6%	5,7%	11,1%
Changes in Working Capital	-104	-304	-121	-230
<i>Changes in Working Capital as % of Revenue</i>	-4,08%	-11,68%	-4,45%	-7,94%
Receivables	-24	-56	-14	-82
Accounts Payable	31	21	3	25
Other Accruals	54	-161	5	1
Other Assets/Liabilities	-149	-98	-113	-162
Net Operating Cash Flow	1.035	899	1.150	1.182
<i>Net Operating Cash Flow Growth</i>	-	-13,14%	27,9%	2,8%
Investing Activities				
Capital Expenditures	-881	-1036	-1095	-984
Capital Expenditures (Fixed Assets)	-881	-1.036	-1.095	-984
<i>Capital Expenditures Growth</i>	-	17,6%	5,7%	-10,14%
<i>Capital Expenditures as % of Revenue</i>	-34,54%	-39,82%	-40,30%	-33,95%
Net Assets from Acquisitions	-	-	-	-187
Sale of Fixed Assets & Businesses	12	52	47	36
Purchase/Sale of Investments	-448	139	-5	-8
Purchase of Investments	-778	-181	-460	-239
Sale/Maturity of Investments	330	320	455	231
Other Uses	-	-	-	-24
Other Sources	-	-	-	-
Net Investing Cash Flow	-1.317	-845	-1.053	-1.167
Financing Activities				
Cash Dividends Paid - Total	-672	-527	-588	-666
Common Dividends	-672	-527	-588	-666
<i>Cash Dividend Growth</i>	-	21,6%	-11,6%	-13,3%
Change in Capital Stock	0	0	-1	14
Sale of Common & Preferred Stock	0	0	-1	14
Proceeds from Stock Options	0	0	-1	14
Issuance/Reduction of Debt, Net	641	596	723	789
Change in Current Debt	1.990	-377	297	849
Change in Long-Term Debt	-1.349	973	426	-60
Issuance of Long-Term Debt	9	2.852	1.237	367
Reduction in Long-Term Debt	-1.358	-1.879	-811	-427
Other Funds	-55	-54	-98	-99
Other Uses	-55	-54	-98	-99
Net Financing Cash Flow	-86	15	36	38
<i>Net Financing Cash Flow Growth</i>	-	-117,4%	140,0%	5,6%
Miscellaneous Funds	366	-	-	-
Net Change in Cash	-2	69	133	53
Free Cash Flow	153	-137	56	198
<i>Free Cash Flow Growth</i>	-	-189,5%	-140,9%	253,6%
<i>Free Cash Flow Yield</i>	-	-	-	-

ANEXO IV – Estados contables de Brookfield Office Properties
Cuenta de Resultados

Fiscal year is January-December. All values USD Millions.

	2016	2017	2018	2019
Sales/Revenue	5.352	6.135	7.239	8.203
Interest Income	70	232	152	344
Sundry Revenue/Income	1.929	1.964	2.044	3.274
<i>Sales Growth</i>	-	14,63%	18,00%	13,32%
Total Expense	4.921	5.690	4.453	4.491
Total Interest Expense	1.681	1.967	2.464	2.924
Selling, General & Admin. Expenses	569	614	1.032	882
Depreciation & Amortization Expense	240	275	308	341
<i>D & A Expense as % of Revenue</i>	-4,48%	-4,48%	-4,25%	-4,16%
Depreciation	231	267	291	329
Amortization of Intangibles	9	8	17	12
Other Operating Expense	1	138	26	82
Operating Income	431	445	2.786	3.712
<i>Operating Income Growth</i>	-	3,25%	526,1%	33,24%
<i>Operating Income Margin</i>	8,05%	7,25%	38,49%	45,25%
Unusual Expense	-692	-1.254	-2.466	-596
Pretax Income	1.123	1.699	2.788	1.384
<i>Pretax Income Growth</i>	-	51,29%	64,1%	-50,36%
<i>Pretax Margin</i>	20,98%	27,69%	38,51%	16,87%
Income Taxes (Benefit)	-575	192	81	196
Income Tax - Current - Domestic	136	172	299	164
Income Tax - Deferred - Domestic	-711	20	-218	32
Equity in Affiliates	1.019	961	947	1.969
Other After Tax Income (Expense)	101	22	98	80
Consolidated Net Income	2.818	2.490	3.752	3.237
Minority Interest Expense (Income)	2.057	2.332	2.890	2.273
Net Income	761	158	862	964
<i>Net Income Growth</i>	-	-79,2%	445,6%	11,8%
<i>Net Margin</i>	14,22%	2,58%	11,91%	11,75%
Net Income After Extraordinaries	761	158	862	964
Preferred Dividends	-	-	-	15
Net Income Available to Common	761	158	862	949
EPS (Basic)	2,29	0,48	2,28	1,89
<i>EPS (Basic) - Growth</i>	-	-78,9%	370,5%	-16,9%
Basic Shares Outstanding	332	326	378	501
EPS (Diluted)	2,24	0,48	2,26	1,88
<i>EPS (Diluted) Growth</i>	-	-78,6%	370,8%	-16,8%
Diluted Shares Outstanding	366	327	396	508
EBITDA	2.352	2.687	5.558	6.977

Balance

Fiscal year is January-December. All values USD Millions.

	2016	2017	2018	2019
Assets				
Cash & Short Term Investments	1.769	1.728	3.919	1.677
Cash Only	1.769	1.728	3.919	1.677
<i>Cash & Short Term Investments Growth</i>	-	-2,32%	126,8%	-57,21%
Short-Term Receivables	487	606	1.849	839
<i>Short Term Receivables Growth</i>	-	24,44%	205,1%	-54,62%
Investments - Total	50.439	52.128	81.103	77.126
Investment Property	-	-	80.196	75.511
Other Investments	50.439	52.128	907	1.615
Investment in Unconsolidated Subs.	17.215	20.069	22.966	20.764
Net Property, Plant & Equipment	5.357	5.457	7.506	7.278
Other Assets (Including Intangibles)	2.860	4.359	5.177	3.959
Other Assets	828	1.998	2.572	1.478
Intangible Assets	1.902	2.267	2.288	2.203
Total Assets	78.127	84.347	122.520	111.643
<i>Total Assets Growth</i>	-	7,96%	45,3%	-8,88%
<i>Return On Average Assets</i>	0,97%	0,19%	0,70%	0,86%
Liabilities & Shareholders' Equity				
Total Debt	29.709	32.958	54.552	48.873
ST Debt & Current Portion LT Debt	3.780	5.746	3.666	6.497
Short Term Debt	3.780	5.746	3.666	6.454
Current Portion of Long Term Debt	-	-	-	43
Long-Term Debt	25.929	27.212	50.886	42.376
LT Debt excl. Capitalized Leases	25.929	27.212	50.886	41.487
Provision for Risks & Charges	231	216	352	78
<i>Total Debt Growth</i>	-	10,94%	65,52%	-10,41%
<i>Total Debt / Total Assets</i>	38,0%	39,1%	44,5%	43,8%
Deferred Taxes	2.455	2.888	2.378	2.515
Deferred Taxes - Credit	2.761	3.230	2.378	2.515
Deferred Taxes - Debit	306	342	-	-
Other Liabilities	11.571	13.161	18.498	15.242
Other Liabilities (excl. Deferred Income)	10.869	12.148	18.188	14.896
Deferred Income	702	1.013	310	346
Total Liabilities	43.966	49.223	75.780	66.708
<i>Total Liabilities Growth</i>	-	11,96%	54,0%	-11,97%
Common Equity (Total)	7.542	7.401	12.357	13.698
Common Stock Par/Carry Value	5.747	5.617	8.991	9.681
Retained Earnings	2.087	1.880	2.236	2.541
Other Appropriated Reserves	-419	-236	-525	-483
Unappropriated Reserves	127	140	1.655	1.959
<i>Common Equity / Total Assets</i>	9,7%	8,8%	10,1%	12,3%
Total Shareholders' Equity	7.542	7.401	12.357	13.698
<i>Total Shareholders' Equity / Total Assets</i>	9,7%	8,8%	10,1%	12,3%
<i>Return On Average Total Equity</i>	10,1%	2,1%	7,0%	7,0%
Accumulated Minority Interest	26.619	27.723	34.383	31.237
Total Equity	34.161	35.124	46.740	44.935
Liabilities & Shareholders' Equity	78.127	84.347	122.520	111.643

Flujo de Caja

Fiscal year is January-December. All values USD Millions.

	2016	2017	2018	2019
Operating Activities				
Funds from Operations	1.059	917	849	1.435
<i>Funds from Operations Growth</i>	-	-13,41%	-7,4%	69,0%
Changes in Working Capital	-314	-278	508	-811
<i>Changes in Working Capital as % of Revenue</i>	-5,87%	-4,53%	7,02%	-9,89%
Net Operating Cash Flow	745	639	1.357	624
<i>Net Operating Cash Flow Growth</i>	-	-14,23%	112,4%	-54,0%
Investing Activities				
Capital Expenditures	-215	-271	-492	-372
Capital Expenditures (Fixed Assets)	-215	-271	-492	-372
<i>Capital Expenditures Growth</i>	-	26,0%	81,5%	-24,39%
<i>Capital Expenditures as % of Revenue</i>	-4,02%	-4,42%	-6,80%	-4,53%
Net Assets from Acquisitions	-146	-532	-	-1.147
Sale of Fixed Assets & Businesses	115	-	4.746	1.492
Purchase/Sale of Investments	-3.250	-1.615	-9.480	-167
Purchase of Investments	-8.176	-7.350	-16.140	-7.353
Sale/Maturity of Investments	4.926	5.735	6.660	7.186
Other Uses	-31	-	-	-
Other Sources	147	52	-	-
Net Investing Cash Flow	-3.380	-2.366	-5.226	-194
Financing Activities				
Cash Dividends Paid - Total	-293	-301	-410	-573
Common Dividends	-293	-301	-410	-573
<i>Cash Dividend Growth</i>	-	-2,7%	-36,2%	-39,8%
Change in Capital Stock	-59	-136	420	-121
Repurchase of Common & Preferred Stk.	-59	-136	-81	-554
Sale of Common & Preferred Stock	-	-	501	433
Proceeds from Stock Options	-	-	501	433
Issuance/Reduction of Debt, Net	1.865	2.982	8.963	2.250
Change in Long-Term Debt	1.865	2.982	-	-
Issuance of Long-Term Debt	16.769	17.403	-	-
Reduction in Long-Term Debt	-14.904	-14.421	-	-
Other Funds	1.539	-817	-3.280	-3.848
Other Uses	-1.457	-3.208	-3.280	-3.848
Other Sources	2.996	2.391	-	-
Net Financing Cash Flow	3.052	1.728	5.693	-2.292
<i>Net Financing Cash Flow Growth</i>	-	-43,38%	229,5%	-140,3%
Exchange Rate Effect	4	34	-27	29
Net Change in Cash	421	35	1.797	-1.833
Free Cash Flow	530	368	865	252
<i>Free Cash Flow Growth</i>	-	-30,57%	135,1%	-70,9%
<i>Free Cash Flow Yield</i>	-	-	-	-