



VALORACIÓN PARQUE ARAUCO S.A

Mediante método de flujos de caja descontados

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: Ignacio Arriagada Egnen

Profesor Guía: Mauricio Jara Bertín

Santiago, enero de 2020

Contenido

1.	Índice de tablas y gráficos	5
2.	Resumen Ejecutivo.....	8
3.	Metodología.....	9
3.1.	Principales métodos de valoración	9
3.1.1.	Modelo de descuento de dividendos.....	9
3.1.2.	Método de flujos de caja descontados.....	10
3.1.3.	Método de múltiplos	12
4.	Descripción de la empresa e industria	14
4.1.	Descripción de la empresa	14
4.1.1.	Filiales	15
4.1.2.	Accionistas	17
4.2.	Descripción de la industria.....	18
4.2.1.	Industria en Chile.....	18
4.2.2.	Industria en Perú	20
4.2.3.	Industria Colombia.....	24
5.	Descripción del financiamiento de la empresa	27
6.	Estimación de la estructura de capital de la empresa	28
6.1.	Deuda Financiera	28
6.2.	Patrimonio económico bursátil.....	28
6.3.	Valor Económico	29
6.4.	Estructura de capital objetivo.....	29
7.	Estimación del costo patrimonial y costo de capital de la empresa.....	31
7.1.	Estimación del beta patrimonial de la empresa.....	31
7.1.1.	Precios semanales de la acción	31
7.1.2.	Precios semanales del índice de mercado.....	31
7.1.3.	Retornos semanales para acción e índice de mercado.....	32
7.1.4.	Cálculo de beta de la acción.....	33

7.2.	Estimación del costo de capital de la empresa	34
7.2.1.	Supuestos básicos	34
7.2.2.	Costo de la deuda	34
7.2.3.	Beta de la deuda	35
7.2.4.	Beta de la acción	35
7.2.5.	Beta patrimonial sin deuda	35
7.2.6.	Beta patrimonial con deuda	37
7.2.7.	Costo patrimonial.....	37
7.2.8.	Costo de capital.....	38
8.	Análisis operacional del negocio e industria	39
8.1.	Estados Financieros	39
8.2.	Análisis de crecimiento	39
8.2.1.	Análisis de crecimiento empresa	39
8.2.2.	Análisis de crecimiento industria.....	41
8.3.	Análisis de costos de operación	44
8.4.	Análisis de cuentas no operacionales.....	45
8.5.	Análisis de activos.....	47
9.	Proyección de estado de resultados	50
9.1.	Proyección de ingresos de operación	50
9.2.	Proyección de costos de operación	52
9.3.	Proyección resultado no operacional	53
9.4.	Proyección impuestos.....	54
9.5.	Estado de Resultados proyectado	54
10.	Proyección de flujos de caja libre	55
10.1.	Ajustes de estado de resultados según proyecciones	55
10.2.	Estimación de inversión de reposición	56
10.3.	Estimación de nuevas inversiones (activo fijo)	56
10.4.	Estimación de inversión en capital de trabajo.....	57
10.5.	Estimación de déficit/exceso de capital de trabajo	58
10.6.	Identificación de activos prescindibles.....	58
10.7.	Flujo de caja libre proyectado.....	59

11.	Valoración económica de la empresa y de su precio de acción.....	61
12.	Conclusiones	62
13.	Bibliografía	63
14.	Anexos.....	64
14.1.	Ficha bonos Parque Arauco S.A	64

1. Índice de tablas y gráficos

Tabla 1. Bonos corporativos de emisión pública Parque Arauco S.A, Junio de 2019...	27
Tabla 2. Deuda Financiera de Parque Arauco, 2015-2019	28
Tabla 3. Estimación de patrimonio económico bursátil de Parque Arauco, 2015-2019	29
Tabla 4. Estimación del Valor Económico de Parque Arauco, 2015-2019.....	29
Tabla 5. Ratios para estructura de capital objetivo.....	30
Tabla 6. Estadística ratios estructura de capital	30
Tabla 7. Estructura de capital objetivo	30
Tabla 8. Cálculo de betas de la acción de PARAUCO según modelo de mercado	33
Tabla 9. Cálculo de impuesto promedio ponderado por ingresos. Ingresos en UF.....	36
Tabla 10. Estructura de capital para beta patrimonial	36
Tabla 11. Estados de Resultados Anuales Consolidados 2015-1S2019	39
Tabla 12. Ingresos por venta por país, Montos en UF	40
Tabla 13. Distribución de Ingresos por Arriendo (Fijo + Variable) y Otros Ingresos	41
Tabla 14. Área Bruta Locatario (ABL) y Ocupación por país.....	41
Tabla 15. Ingresos por Venta empresas de la industria en Chile 2015-1S2019, Montos en UF.....	44
Tabla 16. Costos de Venta y Gastos de Administración 2015-1S2019, Montos en UF	45
Tabla 17. Costo no operacional 2015-1S2019, Montos en UF.....	46
Tabla 18. Clasificación de Activos Operacionales y No Operacionales al 30.06.2019, Montos en UF	47
Tabla 19. Detalle Efectivo y Equivalentes al Efectivo al 30.06.2019, Montos en UF	48
Tabla 20. Detalle Otros Activos Financieros Corrientes y No Corrientes al 30.06.2019, Montos en UF	48
Tabla 21. Detalle Otros Activos No Financieros Corrientes y No Corrientes al 30.06.2019, Montos en UF	49
Tabla 22. Detalle saldo plusvalía al 30.06.2019, Montos en MCLP.....	49
Tabla 23. Crecimiento porcentual de ABL por país 2015-2019	51
Tabla 24. Proyección ABL por país 2019-2023, en metros cuadrados.....	51
Tabla 25. Crecimiento de tasa de ocupación por país 2015-2019.....	51
Tabla 26. Proyección Tasa de Ocupación por país 2019-2023, en %.....	51
Tabla 27. Crecimiento ingresos/m2 ocupado por país 2015-2019	51
Tabla 28. Proyección ingresos/m2 ocupado por país 2019-2023, en UF/m2	51
Tabla 29. Proyección Ingresos Operacionales por país 2019-2023, en UF.....	51
Tabla 30. Costos de Venta como proporción de ingresos, en %.....	52
Tabla 31. Gastos de administración como proporción de ingresos, en %	52

Tabla 32. Proyección costos de operación 2019-2023, montos en UF.....	52
Tabla 33. Costos no operacionales como porcentaje de ingresos por ventas 2015-2019, en %	53
Tabla 34. Impuesto efectivo como porcentaje de la Utilidad antes de impuestos 2015-2018	54
Tabla 35. Estado de Resultados proyectado Parque Arauco S.A 2019-2023, Montos en UF	54
Tabla 36. Proyección Estado de Resultados Parque Arauco S.A 2019-2023, Montos en UF	55
Tabla 37. Ajustes a Utilidad del ejercicio para obtener Flujo de Caja Bruto, Montos en UF	56
Tabla 38. Desarrollos futuros Parque Arauco S.A por tipo de proyecto.....	56
Tabla 39. Estimación de Plan de inversión de Parque Arauco.....	57
Tabla 40. Retorno de Capital de Trabajo Operacional Neto promedio 2015-2018, Montos en UF	58
Tabla 41. Estimación de déficit/exceso de CTON, Montos en UF	58
Tabla 42. Activos Prescindibles	59
Tabla 43. Flujo de caja libre proyectado de Parque Arauco S.A 2S2019-2023, Montos en UF.....	60
Tabla 44. Valoración económica de Parque Arauco S.A y estimación de precio de la acción	61
Gráfico 1. Distribución ingresos por país UDM, Junio 2019	15
Gráfico 2. Distribución EBITDA por país UDM, Junio 2019.....	15
Gráfico 3. GLA/cápita – Países LatAm vs promedio global	19
Gráfico 4. Ventas brutas de centros comerciales y crecimientos anuales, cifras en millones de soles	21
Gráfico 5. Evolución Área Arrendable, en miles de m ²	22
Gráfico 6. Inversión en nuevos centros comerciales, ampliaciones y remodelaciones .	23
Gráfico 7. Participación de mercado de centros comerciales en Perú en términos de ABL.....	24
Gráfico 8. Centros Comerciales con mayores ingresos en Colombia, cifras en miles de millones de pesos colombianos	25
Gráfico 9. Metros cuadrados de operadores internacionales de Centros Comerciales en Colombia	25
Gráfico 10. Precio de la acción de Parque Arauco S.A. Fuente datos: Bloomberg.....	31
Gráfico 11. Precios semanales del IPSA	32
Gráfico 12. Retornos semanales precio acción de Parque Arauco (PARAUCO).....	32
Gráfico 13. Retornos semanales índice de mercado IPSA.....	33
Gráfico 14. Ventas minoristas en América Latina.....	42

Gráfico 15. ABL por cada 1.000 habitantes (m2)	43
Gráfico 16. Perspectivas crecimiento PIB Mundial, Economías Avanzadas, Mercados Emergentes, América Latina, Chile, Perú y Colombia.....	43

2. Resumen Ejecutivo

En este informe se desarrollará una valorización de la empresa Parque Arauco S.A, sociedad anónima abierta perteneciente al Índice de Precio Selectivo de Acciones del mercado de valores de Chile, es decir, una de las 30 compañías más importantes de este país, y cuyo giro comercial está enfocado en el desarrollo y operación de centros comerciales, oficinas, hoteles y otros relacionados a la industria del real estate comercial.

El objetivo de la valoración es poder estimar el precio de la acción de Parque Arauco, que al 30 de junio de 2019 fue de CLP 1.880,90.

La metodología utilizada para la valoración fue la de Flujos de Caja Descontados, que consiste en una proyección del estado de resultados de la compañía, incorporando variables macroeconómicas y propias del negocio, que reflejan el crecimiento de las utilidades de la empresa.

La tasa de costo de capital utilizada para descontar los flujos de caja libre de la empresa hasta el año 2023 se obtuvo a través del modelo WACC (Weighted Average Cost of Capital) y fue estimada en un 4,47%.

El precio estimado para el precio de la acción de Parque Arauco a través del método de flujos descontados fue de CLP 2.450,63, es decir, un 30,3% más que el precio al cierre de junio, lo que refleja que el mercado está subvalorando el potencial de crecimiento de los activos de la compañía. En este sentido, se esperaría que el precio de la acción tienda al alza en el corto a mediano plazo.

3. Metodología

3.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración: el método múltiplos y de flujos de caja descontados. Este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

3.1.1. Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

¹ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maqueira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

Donde:

DPA= Dividendo por acción

Kp= rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (Kp - g)$$

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.³

3.1.2. Método de flujos de caja descontados

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los

³ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

3.1.3. Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos⁵:

Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
- Value/Sales

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en retail).

⁵ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

4. Descripción de la empresa e industria

4.1. Descripción de la empresa

Parque Arauco S.A. (PARAUCO) es una sociedad anónima abierta que está inscrita en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros con el N° 0403, y como tal, se encuentra supervisada por dicho organismo.

Se le aplican las disposiciones de la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores y de la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas, entre otras, junto con el resto de la normativa de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Por su parte, las filiales de Parque Arauco S.A. constituidas en países distintos de la República de Chile, están sometidas al ordenamiento jurídico de cada país respectivo.

El negocio de Parque Arauco consiste en el desarrollo y operación de inmuebles de uso comercial, introduciendo el concepto de centros comerciales en Chile en 1982 con la apertura del primer mall del país.

Actualmente, los activos de Parque Arauco están ubicados en zonas estratégicas y de alto potencial de crecimiento urbano en Chile, Perú y Colombia.

A junio de 2019, el portafolio de activos de la compañía se compone de 17 centros comerciales regionales, 10 centros vecinales, 7 outlets y 18 stripcenters.

Adicionalmente, y en línea con la orientación hacia el uso mixto inmobiliario, la empresa cuenta con 9 activos entre oficinas, centros médicos y hoteles, todos activos desarrollados en conjunto con los centros comerciales.

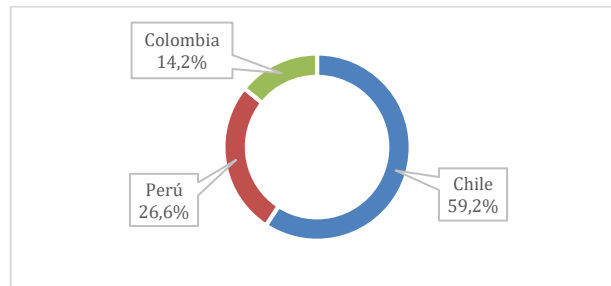
En total, la empresa controla un total de 1.061.500 m², con una ocupación del 95,5% y de sobre cuales tiene una propiedad de un 85,3%.

Del total de los metros cuadrados arrendables, un 47,2% está en Chile, un 38,2% en Perú y un 14,6% en Colombia.

La principal fuente de ingresos operacionales de la compañía proviene de los arriendos a locatarios, el cual representa un 84% del total, y de los cuales un 89% corresponde a renta fija y un 11% a renta variable, en función de las ventas de sus locatarios.

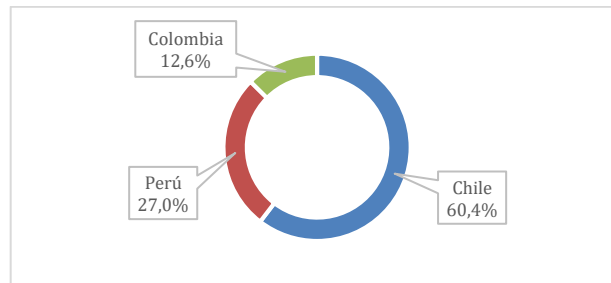
A junio de 2019, la compañía reportó ingresos de los últimos doce meses por un total de Ch\$ 198.882 millones. La distribución de estos ingresos por cada país donde opera se muestra en el Gráfico 1.

Gráfico 1. Distribución ingresos por país UDM, Junio 2019



Por otro lado, el Ebitda consolidado de Parque Arauco en los últimos doce meses al 30 de junio de 2019 fue de Ch\$ 146.279 millones. La distribución de contribución por país se muestra en el Gráfico 2.

Gráfico 2. Distribución EBITDA por país UDM, Junio 2019



4.1.1. Filiales

Parque Arauco S.A controla un total de 45 sociedades filiales distribuidas en los tres países donde tiene operaciones más una filial en Argentina sin actividad. A continuación

se describe brevemente el giro y particularidades de las principales entidades controladas.

Chile

- Arauco Malls Chile S.A: Desarrollo y operación de inmuebles comerciales para arriendo. Esta sociedad contiene al centro comercial Arauco Maipú.
- Inmobiliaria Paseo de la Estación S.A - Desarrollo y operación de inmuebles comerciales para arriendo. Esta sociedad contiene al centro comercial Arauco Estación.
- Arauco Centros Comerciales Regionales S.A - Desarrollo y operación de inmuebles comerciales para arriendo. Esta sociedad contiene a los centros comerciales Arauco El Bosque y Arauco Quilicura.
- Arauco Chillán SpA - Desarrollo y operación de inmuebles comerciales para arriendo. Esta sociedad contiene a los centros comerciales Arauco Chillán.
- Todo Arauco S.A - Desarrollo y operación de inmuebles comerciales para arriendo. Esta sociedad contiene los centros comerciales formato outlet del grupo: Buenaventura, Coquimbo, San Pedro de la Paz, Curauma.
- Centros Comerciales Vecinales Arauco Express S.A – Desarrollo y operación de inmuebles comerciales para arriendo. Esta sociedad contiene 15 stripcenters del portafolio ubicados en Santiago (11), Viña del Mar (1), Calama (1), Coquimbo (1) y Antofagasta (1)
- Desarrollos inmobiliarios San Antonio S.A – Desarrollo y operación de inmuebles comerciales para arriendo. Esta sociedad contiene al centro comercial Arauco San Antonio
- Todo Arauco S.A - Desarrollo y operación de inmuebles comerciales para arriendo. Esta sociedad contiene los centros comerciales formato outlet del grupo: Buenaventura, Coquimbo, San Pedro de la Paz, Curauma.
- Bulevar Rentas Inmobiliarias S.A - Desarrollo y operación de inmuebles comerciales para arriendo. Esta sociedad contiene al centro comercial Arauco Coronel.
- Parque Angamos SpA - Desarrollo y operación de inmuebles comerciales para arriendo. Esta sociedad contiene al centro comercial Parque Angamos.

Perú

- Arauco Holding Perú S.A.C – Sociedad de inversión
- Parque Lambramani S.A.C - Desarrollo y operación de inmuebles comerciales para arriendo. Esta sociedad contiene a los centros comerciales Larcomar, Parque Lambramani e InOutlet Lurín.

- Inmuebles Panamericana S.A - Desarrollo y operación de inmuebles comerciales para arriendo. Esta sociedad contiene a los centros comerciales Megaplaza Independencia.
- El Quinde Shopping Plaza S.A.C - Desarrollo y operación de inmuebles comerciales para arriendo. Esta sociedad contiene a los centros comerciales El Quinde Cajamarca.
- Inmobiliaria El Quinde S.A.C - Desarrollo y operación de inmuebles comerciales para arriendo. Esta sociedad contiene a los centros comerciales El Quinde Ica.
- Strip Centers del Perú S.A.C- Desarrollo y operación de inmuebles comerciales para arriendo. Esta sociedad contiene a los centros comerciales Viamix Malvinas, Viamix Chorrillos, Viamix Colonial, InOutlet Faucett

Colombia

- Eje Construcciones S.A.S - Desarrollo y operación de inmuebles comerciales y oficinas para arriendo. Esta sociedad contiene a los centros comerciales Parque Arboleda.
- Inversiones Colombianas Arauco S.A.S – Sociedad de inversión
- Parque Arauco Colombia S.A – Sociedad de inversión
- Inmobiliaria La Colina Arauco S.A.S - Desarrollo y operación de inmuebles comerciales para arriendo. Esta sociedad contiene a los centros comerciales Parque La Colina.
- Inversiones Inmobiliarias Bucaramanga Arauco S.A.S - Desarrollo y operación de inmuebles comerciales, hotel y oficinas para arriendo. Esta sociedad contiene a los centros comerciales Parque Caracolí además del Hotel Sonesta Bucaramanga.

4.1.2. Accionistas

Al 31 de diciembre de 2018 la empresa cuenta con 413 accionistas. Los doce mayores accionistas son:

1. Inmobiliaria Atlantis S.A – 25,57%
2. Banco Itaú Corpbanca por cuenta de inversionistas extranjeros – 9,92%
3. Santander Corredores de Bolsa Limitada – 9,38%
4. Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes – 6,46%
5. Banchile Corredores de Bolsa S.A - 5,45%
6. Banco Santander por cuenta de inversionistas extranjeros – 3,88%

7. Bolsa Electrónica de Chile Bolsa de Valores – 2,73%
8. AFP Habitat S.A para fondo de Pensión C – 2,48%
9. Bci corredor de bolsa S.A – 2,35%
10. Inversiones Ranco Uno S.A – 2,15%
11. AFP Provida S.A para Fondo de pensión C – 1,76%
12. Inversiones Ranco Dos S.A – 1,64%

4.2. Descripción de la industria

La industria a la cual pertenece Parque Arauco corresponde a la de bienes raíces para uso comercial, y principalmente concentrado en lo que es el negocio de desarrollo y operación de centros comerciales. Es natural entender que esta es una industria estrechamente relacionada con la industria del retail, dado que sus principales arrendatarios – también llamados clientes u operadores - se desenvuelven en el negocio de la venta de artículos al por menor.

Como se mencionó en la sección anterior, la compañía actualmente opera en tres países de Latinoamérica: Chile, Perú y Colombia. Por este motivo, en las sub secciones de este capítulo a continuación, se realizará un análisis más detallado de la industria por cada país o unidad de negocio.

4.2.1. Industria en Chile

Chile cuenta con una población de 19,1 millones de habitantes⁶, una inflación anual de 2,6%⁷ y un crecimiento del PIB para el año 2018 del 4,0%⁸. Las proyecciones de crecimiento del Banco Central para 2019 y 2020 son de 2,25%-2,75% y de 2,75%-3,75% respectivamente⁹.

⁶ Instituto Nacional de Estadísticas (INE), Estimaciones y Proyecciones de la Población de Chile 2002-2035, julio de 2019.

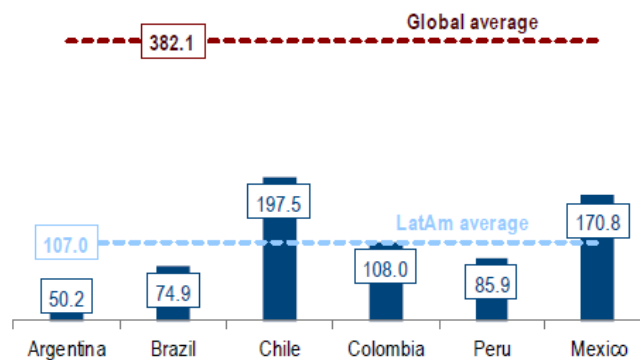
⁷ Instituto Nacional de Estadísticas (INE), Índice de Precios al Consumidor, 2018.

⁸ Banco Central de Chile, Cuentas Nacionales de Chile – PIB Regional 2018, Agosto de 2019

⁹ Banco Central de Chile, Informe de Política Monetaria (IPoM), Septiembre de 2019

Según estudio de BTG Pactual, que realiza un zoom a la industria de los centros comerciales en Latinoamérica, el GLA (*gross leaseable area*) per cápita en Chile es de 197,5 m²/habitante. Este se encuentra muy por debajo de del promedio global que alcanza los 382,1 m² por habitante, lo que se traduce en importantes oportunidades de crecimiento de la industria en el país.

Gráfico 3. GLA/cápita – Países LatAm vs promedio global



Fuente: LatAm shopping mall industry, BTG Pactual

Los principales competidores de Parque Arauco en la industria de centros comerciales son Mall Plaza, empresa ligada al grupo Falabella, y Cencosud Shopping Centers, ligada al grupo Cencosud. Es relevante destacar que Parque Arauco es el único de estos actores que se ha dedicado a este negocio en particular, ya que sus competidores se encuentran más diversificados en sus consolidados, integrando negocios financieros, retail, entre otros.

Plaza S.A o Mall Plaza, es una sociedad de inversión y renta inmobiliaria abierta a bolsa en julio de 2018. A marzo de 2019, la compañía opera un total de 1.652.00 m² de ABL (Área Bruta Locataria disponible para renta) distribuidos entre sus operaciones en Chile, Perú y Colombia. El formato de sus activos está concentrado en centros comerciales regionales, y actualmente cuenta con 22 activos: 17 en Chile, 3 en Perú y 2 en Colombia. En marzo de 2019 la compañía reportó una ocupación de 96% de sus activos en operación. Actualmente la empresa tiene 3 malls más en construcción por un total de 195.000 m² adicionales: 2 en Colombia (Barranquilla, Cali) y uno en Perú (Comas).

Por otro lado, Cencosud a través de su brazo inmobiliario Cencosud Shopping Centers concretó en junio de 2019 la apertura en bolsa más grande de la historia en Chile, recaudando más de USD 1.000 millones en la operación. Cencoshopp cuenta con un portafolio de activos que se compone de 10 Centros comerciales, 23 Power Centers y 1 Terreno. Es importante destacar que la compañía resalta el hecho de que el brazo inmobiliario no incluye el segmento Stand Alone, el cual se mantiene asociado al negocio de retail de la matriz. En total, operan un total de 1.255.679 m² de ABL con una ocupación de 99,5%. Dentro de sus principales activos se encuentran la cadena de malls Portal (La Dehesa, Florida Center, Rancagua, etc), Alto Las Condes y su centro comercial más emblemático Costanera Center inaugurado en junio de 2012.

Otro de los actores importantes de la industria en estos últimos años es VivoCorp (Corp Group Activos Inmobiliarios S.A, fundada en 2007, empresa operadora de renta inmobiliaria para uso comercial y que actualmente cuenta con un 370.628 m² de espacio arrendable (cifras a marzo de 2019). Entre sus principales activos se encuentran el Mall Vivo el Centro, Mall Vivo Panorámico, Mall Vivo Los Trapenses y el Mall Casa Costanera, el cual se tiene en sociedad junto con inmobiliaria Cosnav.

4.2.2. Industria en Perú

Perú cuenta con una población de 32,2 millones de habitantes de los cuales un 52,1% pertenecen a población adulta entre 21 a 59 años¹⁰. La inflación anual de 2018 fue de un 2,3% y el Banco Central de la Reserva proyecta un 2,5% para los periodos 2019 y 2020¹¹. Las proyecciones estimadas de crecimiento del PIB realizadas por el FMI son de 3,9% para 2019, 4,0% para 2020 y de 3,8% para 2024¹².

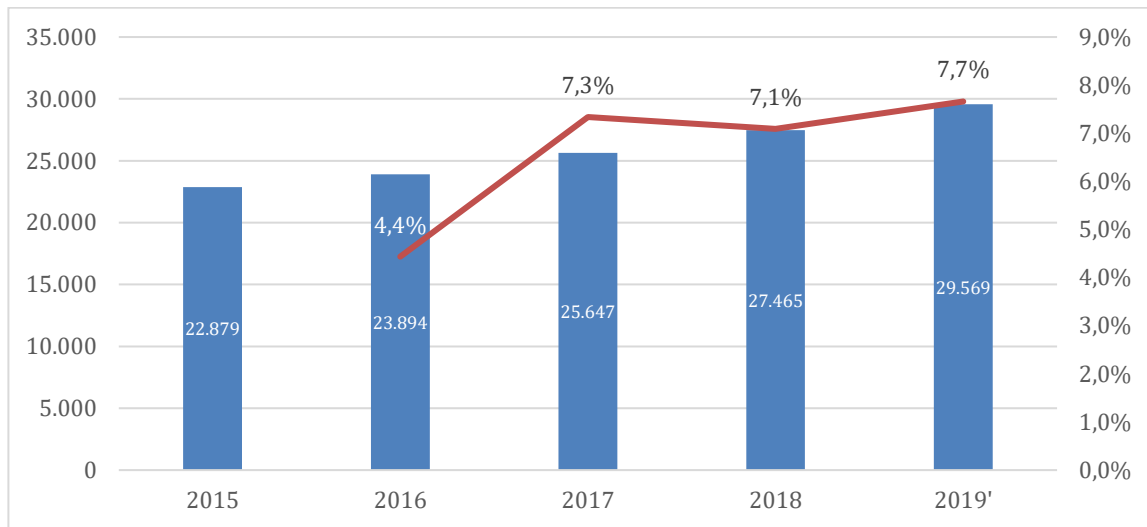
¹⁰ Instituto Nacional de Estadísticas e Informática (INEI). Informe de estadística poblacional 2018.

¹¹ Banco Central de la Reserva del Perú, 2019. Reporte de Inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2019-2020, Junio 2019.

¹² International Monetary Fund, 2019. World Economic Outlook: Growth Slowdown, Precarious recovery. Washington, DC, Abril 2019.

Según datos de la Asociación de Centros Comerciales del Perú (ACCEP), las ventas en centros comerciales en este país han venido creciendo a una tasa promedio de 6,3% entre 2015 y 2018, proyectando para 2019 un crecimiento de 7,7%, como se muestra en el Gráfico 4.

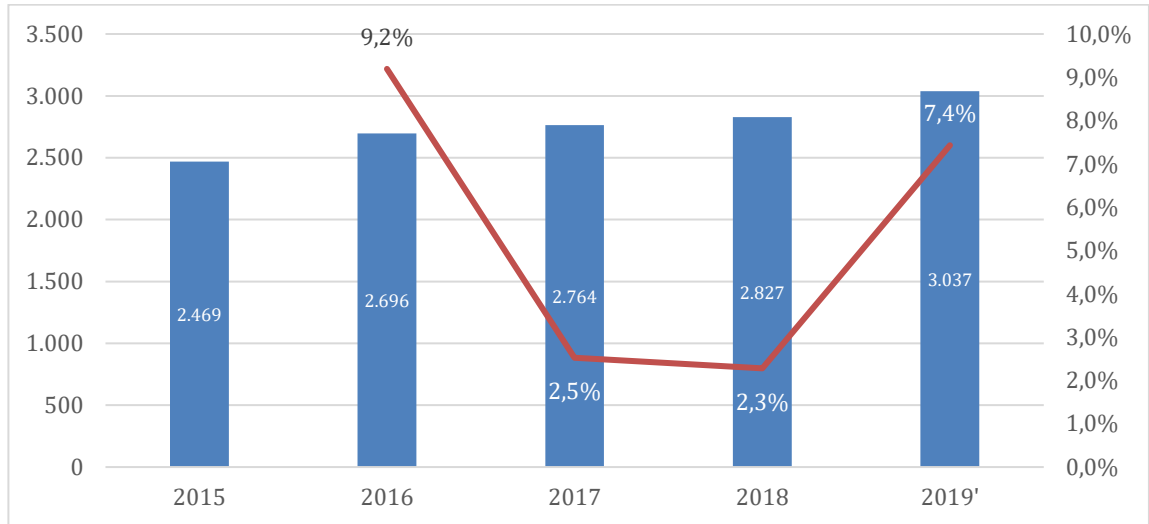
Gráfico 4. Ventas brutas de centros comerciales y crecimientos anuales, cifras en millones de soles



Fuente: Elaboración propia con datos de ACCEP, 2019

En 2018, el área arrendable disponible en todo el país fue de 2.827 miles de metros cuadrados. Esta cifra, se proyecta crecerá a 3.037 miles de m² en 2019, lo que representa un crecimiento del 7,4% con respecto a 2018, como se muestra en el Gráfico 5.

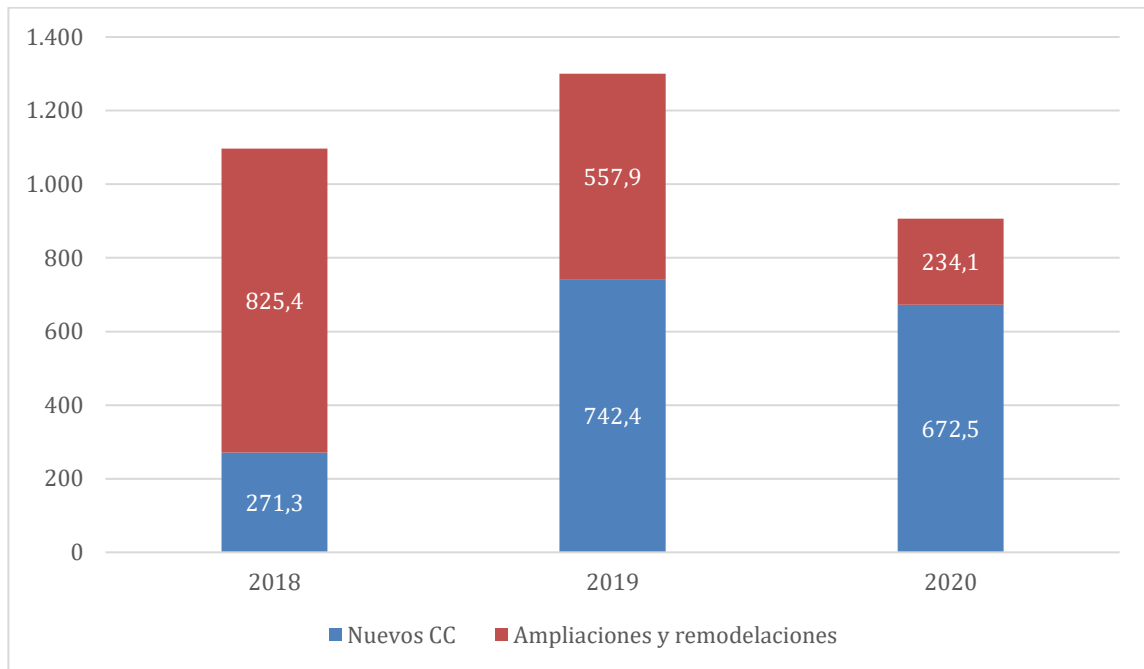
Gráfico 5. Evolución Área Arrendable, en miles de m²



Fuente: Elaboración propia con datos de ACCEP, 2019

Según fuentes de la ACCEP, Las inversiones previstas para el periodo 2019-2020 ascienden a 2,207 millones de soles. De este monto, 64% se destinará a la construcción de nuevos centros comerciales.

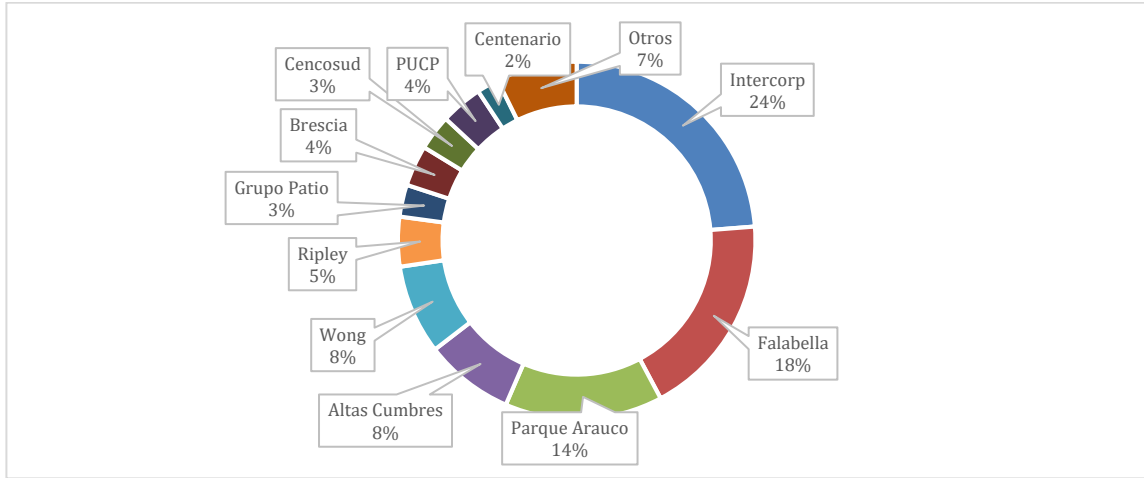
Gráfico 6. Inversión en nuevos centros comerciales, ampliaciones y remodelaciones



Fuente: Elaboración propia con datos de ACCEP, 2019

Finalmente, a nivel de competidores en la industria, Parque Arauco ocupa el tercer lugar de participación de mercado, en términos de ABL (área arrendable) con un 14% del total de los metros cuadrados disponibles para el arriendo. El primer lugar lo ocupa el grupo Intercorp, a través de su cadena de centros comerciales Real Plaza, seguido por el grupo Falabella, con sus centros comerciales de Mall Plaza y Open Plaza.

Gráfico 7. Participación de mercado de centros comerciales en Perú en términos de ABL



Fuente: Elaboración propia con datos de ACEP, 2019

4.2.3. Industria Colombia

Colombia cuenta con una población de 48,2 millones de habitantes, de los cuales un 68,2% corresponden al grupo de edad comprendido entre los 15 y los 65 años¹³.

En 2018, el país colombiano tuvo una inflación anual de 3,3%¹⁴. Según proyecciones del Banco de la República de Colombia, la inflación para 2019 sería de un 3,5% y de un 3,2% para 2020, esto según encuesta realizada a analistas externos.

El crecimiento del PIB para el año 2018 fue de un 2,7%. Las proyecciones estimadas de crecimiento del Fondo Monetario Internacional para 2019 es de un 3,5%, un 3,6% para 2020 y de un 3,6% igualmente para 2024.¹⁵

El inventario total de centros comerciales en Colombia aumentó 9,8% en 2018 a 3,2 millones de metros cuadrados repartidos en 101 centros comerciales.¹⁶ La nueva oferta de área proyectada es de 893.000 me en 15 centros comerciales, cifra que es 32% menor a la de 2017.

¹³ DANE, 2018. Censo Nacional de población y vivienda, Colombia.

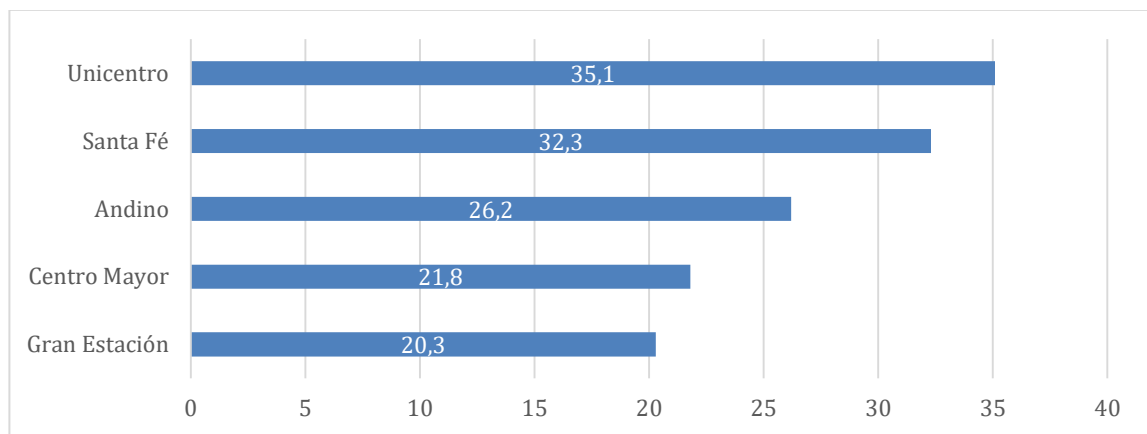
¹⁴ Banco de la República de Colombia, 2018.

¹⁵ International Monetary Fund, 2019. World Economic Outlook: Growth Slowdown, Precarious recovery. Washington, DC, Abril 2019.

¹⁶ Colliers International Colombia, 2019

Según análisis de Mall & Retail, en su estudio de ranking de centros comerciales colombianos, las ventas de la industria estuvieron cerca de los \$COP 40 billones con un crecimiento del 2,8%. Unicentro Bogotá ocupa el primer lugar en términos de ingresos con \$COP 35.107 millones, seguido por Santafé Bogotá con \$COP 32.317 millones y en tercer lugar el Centro Comercial Andino con ingresos por \$COP 26.281 millones.

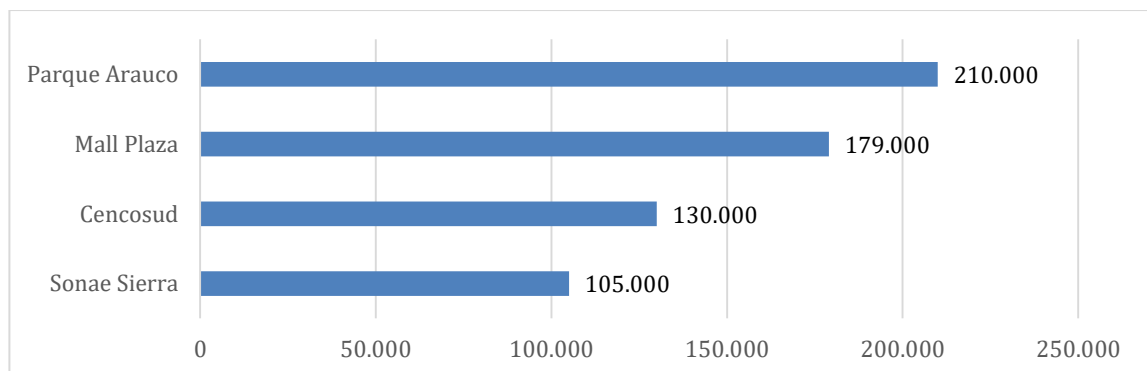
Gráfico 8. Centros Comerciales con mayores ingresos en Colombia, cifras en miles de millones de pesos colombianos



Fuente: Elaboración propia con datos de Mall & Retail, 2019

Con respecto al panorama de la inversión extranjera a través de operadores internacionales de centros comerciales, Parque Arauco es la compañía que se posiciona en primer lugar en términos de metros cuadrados en el país, seguido por Mall Plaza y Cencosud.

Gráfico 9. Metros cuadrados de operadores internacionales de Centros Comerciales en Colombia



Fuente: Elaboración propia con datos de Mall & Retail, 2019

En el Gráfico 9 se muestran los metros cuadrados de centros comerciales de los principales operadores extranjeros. En el caso de las cifras de Parque Arauco, incluyen la última inversión anunciada, Parque Alegre en la ciudad de Barranquilla de 55.000 m², que se espera comience a operar el primer semestre de 2021.

5. Descripción del financiamiento de la empresa

Parque Arauco define en su presentación de inversionistas que la estrategia de financiamiento de sus nuevas inversiones se compone de 50% deuda y 50% patrimonio.

Con respecto a los ratios financieros de la empresa, la deuda financiera bruta de Parque Arauco es de Ch\$ 1.048.412 millones, con un ratio de Deuda Financiera Neta/Patrimonio de 0,69 veces y la Deuda Financiera Neta/Ebitda de los últimos doce meses es de 5,04 veces.

La duración promedio de la deuda de la compañía es de 6,1 años, la que se compara con el promedio ponderado por ingresos de los contratos de arriendo que es de 5,1 años para el cierre de segundo trimestre de 2019.

En cuanto a la estructura de la deuda de Parque Arauco, un 61% corresponde a bonos corporativos, un 36% a créditos bancarios y un 3% a Leasings.

Respecto a las monedas en las cuales la compañía ha tomado deuda, un 77% está indexada a inflación de Chile (Unidades de Fomento), un 17% está soles peruanos y un 6% en pesos colombianos.

Actualmente Parque Arauco cuenta con 7 bonos corporativos en circulación, los que se resumen junto a sus principales características en la Tabla 1.

Se destaca el bono que tiene mayor plazo al vencimiento correspondiente a la serie O, que tiene una YTM a la última fecha de transacción de 1,88%.

Tabla 1. Bonos corporativos de emisión pública Parque Arauco S.A, Junio de 2019

Serie	Fecha emisión	Fecha Vencimiento	Moneda	Tipo de Bono	Tasa Cupón	Valor Nominal	YTM a fecha emisión	YTM a fecha última
BCPARC - K	01-09-2014	01-03-2039	UF	25 años / Bullet	3,65%	3.000.000	3,40%	2,05%
BCPARC - L	01-03-2015	01-03-2020	UF	5 años / Bullet	2,30%	2.000.000	2,20%	0,30%
BCPARC - O	01-03-2015	01-03-2040	UF	25 años / Amortizable	3,30%	4.000.000	3,30%	1,88%
BCPARC - P	01-10-2016	01-10-2023	UF	7 años / Amortizable	2,00%	3.000.000	1,73%	0,60%
BCPARC - R	01-10-2016	01-10-2037	UF	21 años / Amortizable	3,00%	2.000.000	2,48%	0,80%
BCPARC - V	05-08-2018	05-08-2028	UF	10 años / Bullet	2,55%	4.000.000	2,34%	1,04%
BCPARC - T	05-08-2018	05-08-2025	UF	7 años / Amortizable	1,65%	1.000.000	1,69%	0,95%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Parque Arauco e información disponible en Riskamerica

6. Estimación de la estructura de capital de la empresa

6.1. Deuda Financiera

La deuda financiera de Parque Arauco se compone de la suma de las cuentas de Otros pasivos financieros corrientes más los Otros pasivos financieros, no corrientes.

Con la información disponible en los estados financieros reportados por la compañía para los periodos comprendidos entre el ejercicio 2015 y el primer semestre de 2019, se construye la Tabla 2 con el cálculo de la Deuda Financiera Bruta (B) para todos los periodos en evaluación y en base a esto obtener la deuda promedio.

Tabla 2. Deuda Financiera de Parque Arauco, 2015-2019

<i>Montos en UF</i>	2015	2016	2017	2018	1S2019	Promedio
Otros pasivos financieros corrientes	3.042.042	2.977.925	1.236.566	4.348.738	6.052.402	3.531.534
Otros pasivos financieros, no corrientes	24.425.957	27.694.649	31.150.611	31.787.841	31.520.642	29.315.940
Deuda Financiera (B)	27.467.998	30.672.574	32.387.177	36.136.579	37.573.044	32.847.474

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Parque Arauco

6.2. Patrimonio económico bursátil

Para el cálculo del patrimonio económico bursátil, se obtiene el número de acciones suscritas y pagadas para los cierres de ejercicio de los periodos comprendidos entre el año 2015 y el primer semestre de 2019 que se reportó en los estados financieros de la compañía.

El número de acciones de cada periodo se multiplica por el precio de la acción al cierre de cada ejercicio, para así obtener el Patrimonio Económico Bursátil (P) de la compañía. Naturalmente, este valor obtenido en pesos chilenos es transformado a unidades fomento al precio de cierre de cada ejercicio, para efectos de trabajar con las mismas unidades, como se muestra en la Tabla 3.

Tabla 3. Estimación de patrimonio económico bursátil de Parque Arauco, 2015-2019

<i>Montos en UF</i>	2015	2016	2017	2018	1S2019	Promedio
Número de acciones suscritas y pagadas	819.464.670	893.863.060	897.746.765	902.157.216	905.715.882	883.789.519
Precio Acción al cierre (CLP)	1.065	1.484	1.863	1.524	1.881	1.563
Patrimonio Económico (P)	35.440.939	51.374.510	63.190.896	50.971.862	62.270.460	52.649.734

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Parque Arauco y Bloomberg

6.3. Valor Económico

Con el valor de la Deuda Financiera y el Patrimonio Económico de la compañía, es posible obtener el valor económico de los activos de Parque Arauco a través de la suma de estos dos factores (P+B), y se resume en la Tabla 4.

Tabla 4. Estimación del Valor Económico de Parque Arauco, 2015-2019

<i>Montos en UF</i>	2015	2016	2017	2018	1S2019	Promedio
Valor de Activos (P+B)	62.908.937	82.047.084	95.578.073	87.108.441	99.843.505	85.497.208

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Parque Arauco

6.4. Estructura de capital objetivo

Finalmente, con los factores obtenidos en los numerales anteriores, es posible obtener la estructura de capital objetivo de Parque Arauco, la que se usará luego para la estimación del costo de capital de la empresa.

Para esto, se construyen los ratios de Deuda/Valor Activos (B/V), Patrimonio/Valor Activos (P/V) y finalmente de Deuda/Patrimonio, como resultado de la división de los dos anteriores, para cada uno de los períodos observados. Los resultados se resumen en la Tabla 5.

Tabla 5. Ratios para estructura de capital objetivo

	2015	2016	2017	2018	1S2019
B/V	0,44	0,37	0,34	0,41	0,38
P/V	0,56	0,63	0,66	0,59	0,62
B/P	0,78	0,60	0,51	0,71	0,60

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Parque Arauco

Para poder escoger una estructura de capital objetivo, se realiza una estadística descriptiva de los datos para evitar utilizar ratios que presenten alta volatilidad asociada a precio de la acción más que a un cambio en la estructura de capital de la empresa.

Tabla 6. Estadística ratios estructura de capital

Ratios	Min	Max	Promedio	Mediana	Desv. Estandar
B/V	0,34	0,44	0,39	0,38	0,04
P/V	0,56	0,66	0,61	0,62	0,04
B/P	0,51	0,78	0,64	0,60	0,10

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Parque Arauco

Finalmente, para efectos de disminuir efecto de volatilidad por precio en la estructura de capital, se considerarán solo los ratios construidos con la información más reciente de los años 2017 a 2019, como se resume en la Tabla 7.

Tabla 7. Estructura de capital objetivo

Estructura de Capital	2017	2018	1S2019	Promedio
B/V	0,3389	0,4148	0,3763	0,3767
P/V	0,6611	0,5852	0,6237	0,6233
B/P	0,5125	0,7090	0,6034	0,6043

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Parque Arauco

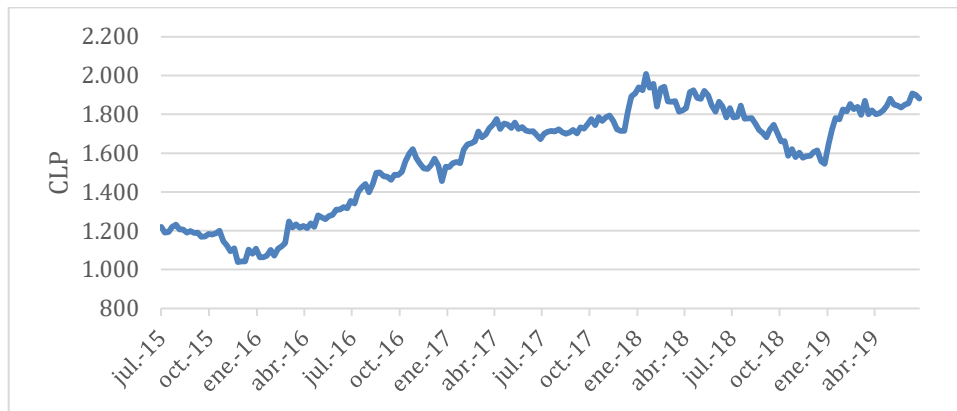
7. Estimación del costo patrimonial y costo de capital de la empresa

7.1. Estimación del beta patrimonial de la empresa

7.1.1. Precios semanales de la acción

En el Gráfico 10 se muestra el comportamiento del precio de cierre semanal de la acción de Parque Arauco con un horizonte de tiempo de 5 años, a partir de Julio de 2015.

Gráfico 10. Precio de la acción de Parque Arauco S.A. Fuente datos: Bloomberg

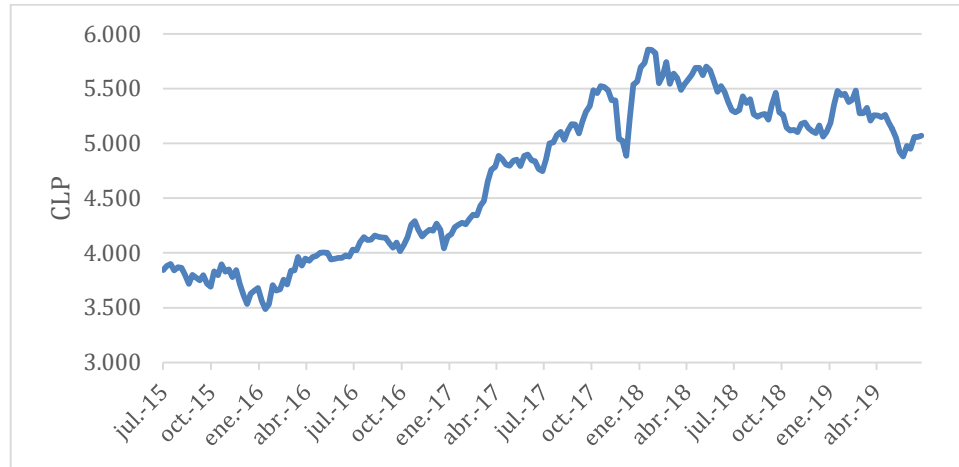


Fuente: Bloomberg

7.1.2. Precios semanales del índice de mercado

En el gráfico a continuación se muestran los datos de los precios semanales del índice de mercado correspondiente desde el 1 de Julio de 2015 al 30 de Junio de 2019.

Gráfico 11. Precios semanales del IPSA

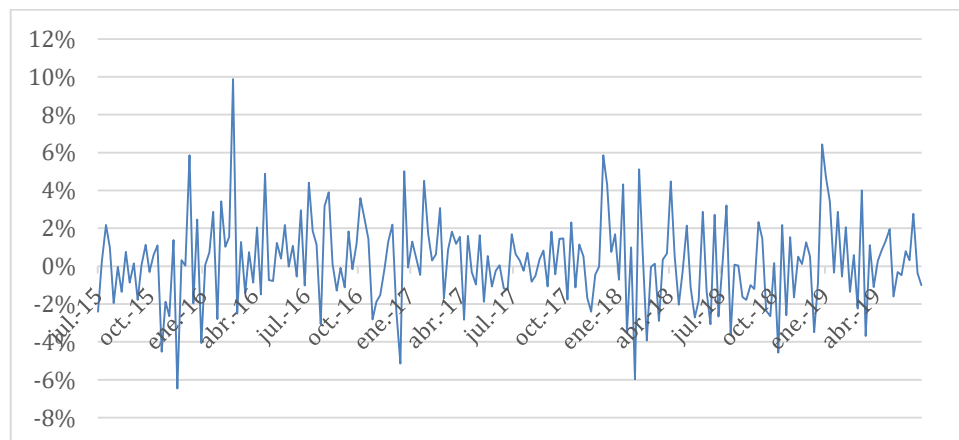


Fuente: Bloomberg

7.1.3. Retornos semanales para acción e índice de mercado

Con la información obtenida del precio de la acción, se construye la serie de retornos semanales expresados como la variación porcentual, como se puede apreciar en el Gráfico 12.

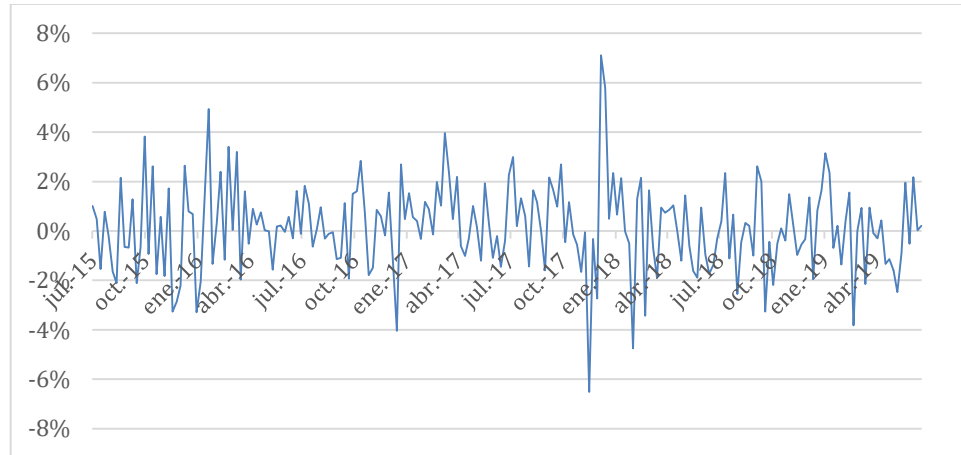
Gráfico 12. Retornos semanales precio acción de Parque Arauco (PARAUCO)



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de Bloomberg

De igual forma, se construye la serie de retornos semanales para el índice de mercado IPSA, como se muestra en el Gráfico 13.

Gráfico 13. Retornos semanales índice de mercado IPSA



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de Bloomberg

7.1.4. Cálculo de beta de la acción

Utilizando dos años de retornos semanales (104 datos), se estima mediante el modelo de mercado el beta de la acción para los años 2017 al 2019.

$$R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$$

Tabla 8. Cálculo de betas de la acción de PARAUCO según modelo de mercado

	2017	2018	2019
Beta de la Acción	0,8206	0,7909	0,7576
p-value	2,40735E-10	8,57652E-15	4,02841E-13
Presencia Bursátil	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de Bloomberg

7.2. Estimación del costo de capital de la empresa

7.2.1. Supuestos básicos

Para la estimación de costo de capital se utilizará una tasa libre de riesgo de 1,06% que corresponde a la BCU-30 al 27 de junio de 2019¹⁷. Se utiliza como referencia esta tasa, que corresponde a la de los instrumentos de deuda –bonos bullet - emitidos por el banco central, que corresponde a la base utilizada como referencia para la mayoría de las emisiones corporativas. Además, dado que la evaluación económica se está proyectando en términos reales, es necesario utilizar una tasa de referencia indexada a la inflación de Chile.

El premio por riesgo de mercado es de 6,96% para Chile, obtenida de los premios de mercado provistos por Damodarán a Enero de 2019¹⁸.

7.2.2. Costo de la deuda

Para determinar el costo de mercado de la deuda de la empresa, se utilizó como base la última transacción realizada sobre el bono serie O, que corresponde a la emisión corporativa de mayor madurez vigente con vencimiento en marzo de 2040.

La última transacción de este instrumento fue el día 3 de junio de 2019 a una tasa de UF +1,88%.

Luego,

$$k_b = 1,88\%$$

¹⁷ Fuente: Riskamerica, al 27 de junio de 2019

¹⁸ Fuente: Aswath Damodaran, Implied ERP by country, Enero 2019

7.2.3. Beta de la deuda

Con el costo de la deuda obtenido anteriormente, es posible obtener el beta asociado utilizando el modelo de CAPM, según la siguiente expresión:

$$k_b = r_f + [E(r_m) - r_f] * \beta_b$$

Como se mencionó en la sección 7.2.1, la tasa libre de riesgo (r_f) utilizada para el cálculo de costo de la deuda es de 1,06% y el premio por riesgo de mercado para Chile es de 6,96%.

Luego, reemplazando los términos en la ecuación del CAPM y despejando β_b , obtenemos:

$$1,88\% = 1,06\% + 6,96\% * \beta_b$$

$$\beta_b = 0,1178$$

7.2.4. Beta de la acción

Para el cálculo del Beta de la acción de Parque Arauco, o Beta Patrimonial con deuda $\beta_p^{C/D}$ se utilizan los resultados obtenidos en base a los retornos semanales, por 104 semanas, al 30 de junio de 2019.

$$\beta_p^{C/D} = 0,7576$$

7.2.5. Beta patrimonial sin deuda

Para desapalancar el beta patrimonial con deuda se utilizará el modelo de Rubinstein (1973):

$$\beta_p^{C/D} = (1 + (1 - \tau_c) \frac{B}{P}) * \beta_p^{\frac{S}{D}} - (1 - \tau_c) \frac{B}{P} * \beta_b$$

En este caso, para la tasa de impuestos corporativos τ_c se utilizará un promedio de las tasas de impuesto legales de los últimos tres años para los tres países donde la Empresa tiene operaciones, ponderado por el ingreso de la compañía en cada país.

En la Tabla 9 se resume este cálculo y el valor promedio obtenido a utilizar como τ_c en la ecuación de Rubenstein.

Tabla 9. Cálculo de impuesto promedio ponderado por ingresos. Ingresos en UF

	2017	2018	2019	Promedio
Tasa de impuestos corporativos Chile	25,5%	26,0%	27,0%	26,2%
Tasa de impuestos corporativos Perú	34,0%	33,0%	33,0%	33,3%
Tasa de impuestos corporativos Colombia	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%
Ingresos Chile	4.079.834	4.137.219	2.095.056	3.437.370
Ingresos Perú	1.920.273	1.858.431	955.314	1.578.006
Ingresos Colombia	856.096	980.589	485.873	774.186
Tasa promedio ponderada	28,4%	28,4%	29,0%	28,6%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Parque Arauco; Tasas de impuestos corporativos, KPMG

Luego, para desapalancar el beta patrimonial con deuda, el impuesto corporativo a utilizar será de 28,6%.

La estructura de capital B/P que se utilizará para desapalancar el beta patrimonial será el promedio de los ratios entre 2017 y 2019 y que como se muestra en la Tabla 10, es de 0,6043.

Tabla 10. Estructura de capital para beta patrimonial

Estructura de Capital	2017	2018	1S2019	Promedio
B/V	0,3389	0,4148	0,3763	0,3767
P/V	0,6611	0,5852	0,6237	0,6233
B/P	0,5125	0,7090	0,6034	0,6043

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Parque Arauco

Por último, reemplazando todos los términos en la ecuación de Rubinstein y reordenando, se obtiene el valor para el beta patrimonial sin deuda de la compañía:

$$0,7576 = (1 + (1 - 0,2860) * 0,6043) * \beta_p^S - (1 - 0,2860) * 0,6043 * 0,1178$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,5648$$

7.2.6. Beta patrimonial con deuda

Para obtener el costo patrimonial de Parque Arauco, es necesario obtener el Beta patrimonial con deuda apalancado a la estructura de capital objetivo de la compañía obtenida de la sección 6.4 . Esta estructura de capital será por consiguiente de un B/P= 0,6043

La tasa de impuestos corporativos de largo plazo que se utilizará es la tasa de impuesto efectiva más reciente, que corresponde a la pagada durante el ejercicio de 2018 y que es de un 27,8%.

Utilizando nuevamente la ecuación de Rubinstein, se obtiene el valor de beta patrimonial con deuda:

$$\beta_p^{C/D} = \left(1 + (1 - \tau_c) \frac{B}{P}\right) * \beta_p^S - (1 - \tau_c) \frac{B}{P} * \beta_b$$

$$\beta_p^{C/D} = (1 + (1 - 0,278) * 0,6043) * 0,5657 - (1 - 0,278) * 0,6043 * 0,1178$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,7598$$

7.2.7. Costo patrimonial

Para obtener el costo patrimonial, se utiliza nuevamente el modelo de CAPM, esta vez utilizando el valor del beta patrimonial con deuda obtenido en la sección anterior de 0,7612.

Luego,

$$k_p = r_f + [E(r_m) - r_f] * \beta_p^{C/D}$$

$$k_p = 1,06\% + 6,96\% * 0,7598$$

$$k_p = 6,35\%$$

7.2.8. Costo de capital

El costo de capital de Parque Arauco, será obtenido a través de la fórmula de Weighted Average Capital Cost (WACC), según la expresión:

$$k_0 = k_p * \left(\frac{P}{V}\right) + k_b * (1 - \tau_c) * \left(\frac{B}{V}\right)$$

Reemplazando los valores para k_b y k_p obtenidos de las secciones 7.2.2 y 7.2.7 respectivamente, la estructura de capital objetivo y la tasa de impuestos corporativos, se obtiene que el costo de capital, que se utilizará para descontar los flujos proyectados de este análisis es de 4,47%

$$k_0 = 6,35\% * 0,6233 + 1,88\% * (1 - 27,8\%) * 0,3767$$

$$k_0 = 4,47\%$$

8. Análisis operacional del negocio e industria

8.1. Estados Financieros

En la Tabla 11 a continuación, se presentan los resultados consolidados de Parque Arauco para los años 2015 a 2019, expresados en Unidades de Fomento.

Tabla 11. Estados de Resultados Anuales Consolidados 2015-1S2019

Montos en UF	2015	2016	2017	2018	1S2019
Ingresos ordinarios	5.837.855	6.150.776	6.856.203	6.976.239	3.536.244
Costo de ventas	(1.348.003)	(1.448.043)	(1.481.009)	(1.451.981)	(723.225)
Margen bruto	4.489.852	4.702.733	5.375.194	5.524.258	2.813.019
Gastos de administración	(597.414)	(597.009)	(622.867)	(581.388)	(311.020)
Otros ingresos por función	18.256	98.967	112.150	1.213.831	7.728
Otros egresos por función	(183.718)	(248.074)	(245.971)	(367.893)	(139.659)
Resultado directo de la operación	3.726.977	3.956.617	4.618.506	5.788.809	2.370.068
Depreciación y amortización	(120.124)	(137.611)	(147.135)	(122.834)	(82.407)
EBITDA	4.012.562	4.243.336	4.899.462	5.065.705	2.584.407
Ingresos financieros	141.288	265.208	215.934	293.218	258.460
Costos financieros	(1.206.160)	(1.397.933)	(1.433.797)	(1.348.093)	(698.769)
Participación empresas relacionadas	329.214	375.983	438.521	379.584	154.059
Diferencias de cambio	(172.275)	(22.010)	(3.027)	(254)	5.362
Unidades de reajuste	(589.935)	(446.834)	(403.167)	(667.123)	(360.213)
Ganancias (perdidas) que surgen del la diferencia entre el valor libro y el valor justo	1.329.852	2.124.360	1.931.436	1.831.445	-
Ingresos (gastos) no operacionales	(168.016)	898.773	745.900	488.776	(641.101)
Ganancia perdida antes de impuestos	3.558.961	4.855.390	5.364.406	6.277.585	1.728.967
Impuestos corrientes	(327.648)	(465.603)	(502.549)	(891.830)	(307.646)
Impuestos diferidos	(386.250)	(1.010.068)	(1.125.899)	(853.549)	(153.151)
Total utilidad (pérdida)	2.845.063	3.379.719	3.735.958	4.532.206	1.268.170

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Parque Arauco

8.2. Análisis de crecimiento

8.2.1. Análisis de crecimiento empresa

A continuación en la Tabla 12 se presenta un análisis del crecimiento en ingresos ordinarios -ingresos por ventas- de la compañía, para el periodo en evaluación separado por cada una de las regiones o divisiones donde la empresa tiene operaciones: Chile, Perú y Colombia.

Tabla 12. Ingresos por venta por país, Montos en UF

Ingresos por venta	2015	2016	2017	2018	1S2019
Chile	3.658.676	3.864.871	4.079.834	4.137.219	2.095.056
<i>Crecimiento Chile %</i>		5,6%	5,6%	1,4%	5,9%
Perú	1.791.610	1.902.506	1.920.273	1.858.431	955.314
<i>Crecimiento Perú %</i>		6,2%	0,9%	-3,2%	12,3%
Colombia	387.569	383.399	856.096	980.589	485.873
<i>Crecimiento Colombia %</i>		-1,1%	123,3%	14,5%	7,6%
Consolidado	5.837.855	6.150.776	6.856.203	6.976.239	3.536.244
<i>Crecimiento Consolidado %</i>		5,4%	11,5%	1,8%	7,8%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Parque Arauco y Reporte de resultados trimestrales publicado por la compañía

Los datos fueron obtenidos de la información pública que la compañía reporta de forma trimestral a los inversionistas, separando los ingresos por cada división o país, para todos los trimestres en su moneda local (CLP, PEN, COP). En el caso del último periodo 2019, dado que sólo se tiene información del primer semestre, el crecimiento que se muestra es con respecto a primer semestre de 2018.

Los ingresos por venta de Parque Arauco, para sus tres divisiones, se componen de Ingresos por Arriendos y Otros Ingresos.

- (a) Ingresos por Arriendos: son los ingresos provenientes de la explotación que corresponden a la facturación de arriendos mínimos y porcentuales por concepto de ocupación del espacio destinado para uso comercial.
- (b) Otros Ingresos: Corresponde a cobro de servicios básicos (Energía, Combustibles, Agua), Ingresos por estacionamientos y cuotas de incorporación. Estos ingresos si bien no son considerados dentro del core de la compañía, como los son los ingresos por arriendo, si son operacionales porque vienen de la mano de la actividad principal.

En la Tabla 13 a continuación, se muestra que los ingresos por arriendo representan un 85% de total de los ingresos de Parque Arauco, y dentro de estos, los ingresos por arriendo fijo representan un 86%.

Tabla 13. Distribución de Ingresos por Arriendo (Fijo + Variable) y Otros Ingresos

	2015	2016	2017	2018	1S2019	
Ingresos por Arriendos	4.959.064	5.198.323	5.822.956	5.978.325	2.982.920	
Arriendo Fijo	4.214.265	4.366.712	5.007.580	5.201.788	2.654.799	
Arriendo Variable	744.799	831.611	815.376	776.537	328.121	
Otros Ingresos	878.791	952.453	1.033.247	997.913	553.323	
Ingresos por venta	5.837.855	6.150.776	6.856.203	6.976.239	3.536.244	

	2015	2016	2017	2018	1S2019	Promedio
Ingresos por Arriendos	85%	85%	85%	86%	84%	85%
Arriendo Fijo	85%	84%	86%	87%	89%	86%
Arriendo Variable	15%	16%	14%	13%	11%	14%
Otros Ingresos	15%	15%	15%	14%	16%	15%
Ingresos por venta	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Parque Arauco

Uno de los principales indicadores de desempeño utilizados por la industria es el nivel de ocupación de los centros comerciales. En este sentido, en la Tabla 14 se muestra que en los últimos 5 años, Parque Arauco reportó una ocupación promedio consolidada de un 94%.

Tabla 14. Área Bruta Locatario (ABL) y Ocupación por país

ABL y Ocupación	2015	2016	2017	2018	1S2019
Chile	408.375	419.000	454.750	470.125	492.000
Ocupación Chile %	95%	96%	96%	96%	96%
Perú	335.625	367.625	391.500	404.125	403.500
Ocupación Perú %	94%	92,8%	90,9%	91,0%	93,0%
Colombia	71.500	95.000	145.375	155.500	155.125
Ocupación Colombia %	89,7%	92,3%	89,1%	88,7%	90,7%
Consolidado	815.500	881.625	991.625	1.029.750	1.050.625
Crecimiento Consolidado %	94,3%	94,4%	93,0%	93,1%	94,3%

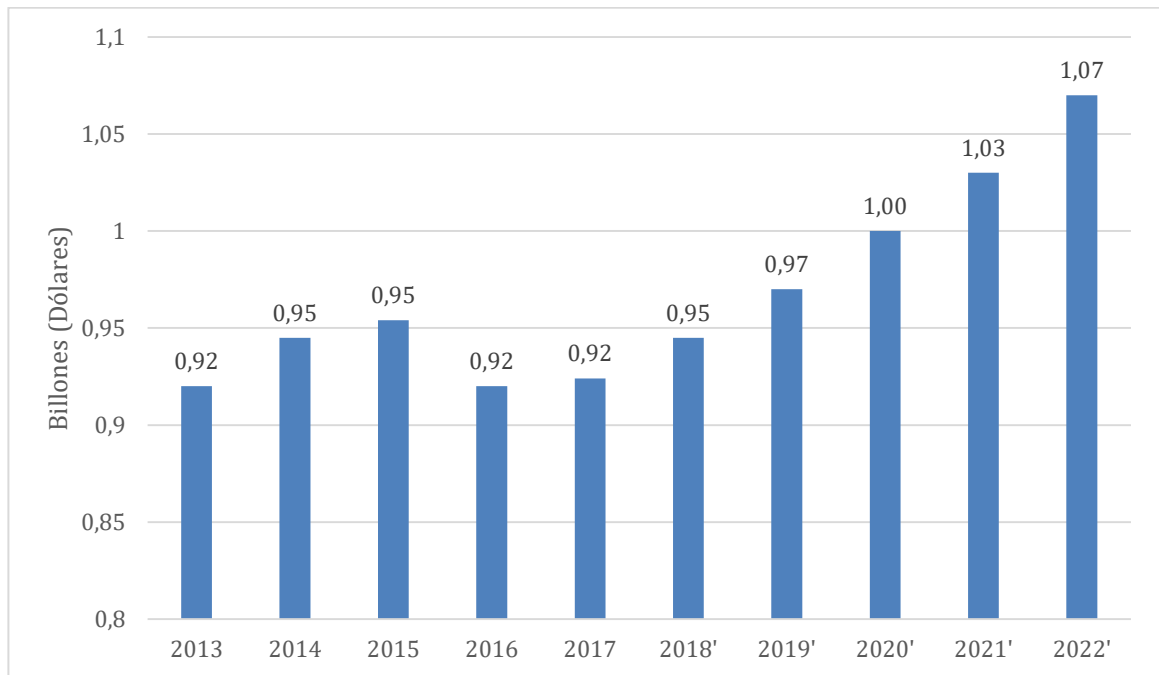
Fuente: Elaboración propia en base a Reporte de resultados trimestrales publicado por la compañía

8.2.2. Análisis de crecimiento industria

Según el reporte *Industry Insights* del International Council of Shopping Centers (ICSC, 2018) que analiza la industria de bienes raíces comerciales en América Latina, los gastos de consumo equivalen al 65% del PIB de la región, aportando 40 millones de empleos principalmente impulsado por la presencia de centros comerciales.

Por otro lado, de acuerdo a estadísticas de Euromonitor International, las ventas minoristas en América Latina totalizaron casi USD \$920 mil millones en 2017 y se espera que aumenten a USD \$1,1 billones para el 2022, una tasa de crecimiento promedio anual a cinco años del 3%.

Gráfico 14. Ventas minoristas en América Latina

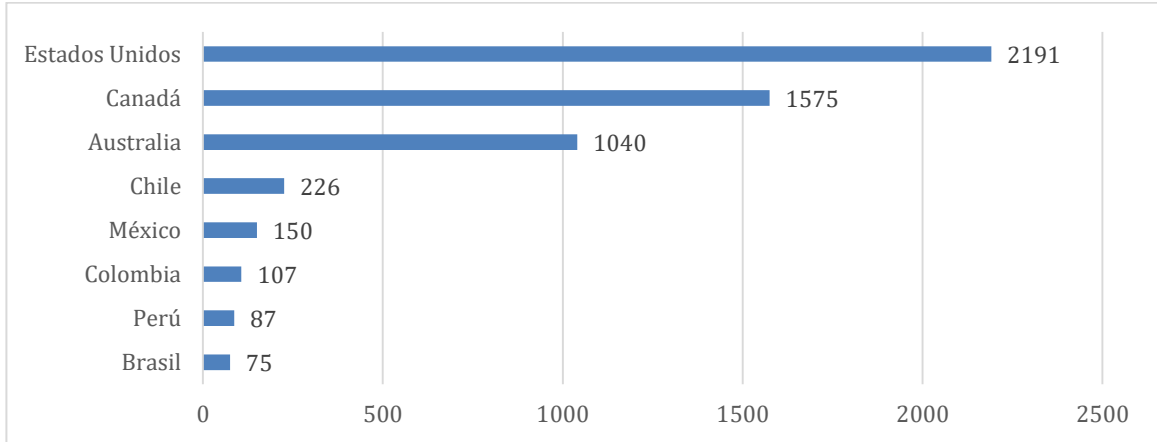


Fuente: Euromonitor Internacional

En este mismo informe, se muestra que la población latinoamericana ha crecido un 12% en la última década, impulsado por las altas tasas de natalidad. Esto, según explican, lleva a una demografía de los consumidores significativamente más joven, con una edad media de la región de 30 años.

Con respecto a la oferta de bienes raíces comerciales, América Latina tiene casi 60 millones de metros cuadrados de área bruta arrendable en centros comerciales, en un ratio de aproximadamente 99 metros cuadrados por cada 1.000 habitantes (ICSC, 2018). Cuando comparamos esta cifra con los 2.191 m² por cada 1.000 habitantes que tiene Estados Unidos, vemos que aún existen importantes oportunidades de crecimiento para la industria en la región.

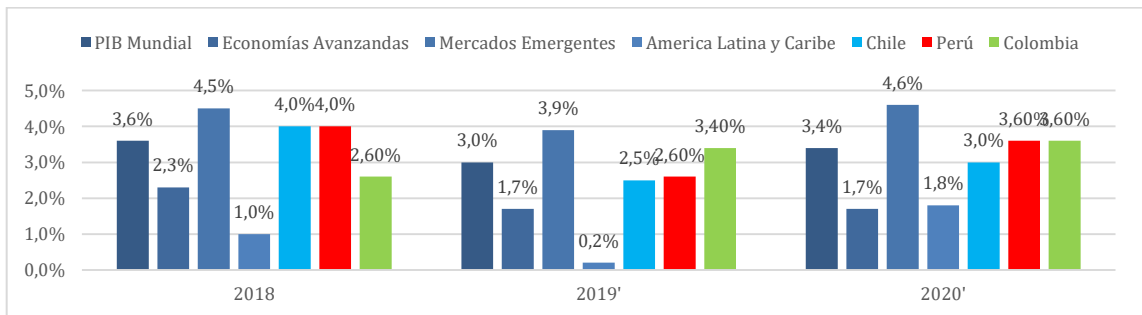
Gráfico 15. ABL por cada 1.000 habitantes (m2)



Fuente: International Council of Shopping Centers, 2017, Cámara Chilena de Centros Comerciales, Análisis Parque Arauco (Chile), ACEP (Perú), ACE Colombia (Colombia), ABRASCE (Brasil)

El crecimiento real del PIB, según datos del Fondo Monetario internacional, presenta una fuerte desaceleración en los últimos trimestres explicado por un debilitamiento sustancial en la actividad manufacturera. Las crecientes tensiones comerciales y geopolíticas han agudizado la incertidumbre que rodea el comercio mundial y la cooperación internacional. En línea con esto, para 2019 se prevé un crecimiento mundial de 3,0%, según el informe de perspectivas de la economía mundial del FMI (FMI, 2019). Se prevé que el crecimiento repunte a 3,4% en 2020, gracias a la mejora proyectada del desempeño económico de mercados emergentes de América Latina, Medio Oriente y algunas economías emergentes y en desarrollo de Europa, que se encuentran sometidas a tensiones macroeconómicas.

Gráfico 16. Perspectivas crecimiento PIB Mundial, Economías Avanzadas, Mercados Emergentes, América Latina, Chile, Perú y Colombia



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del FMI, Octubre de 2019

El Gráfico 16 muestra que las perspectivas de crecimiento para los países donde Parque Arauco tiene operaciones – Chile, Perú y Colombia – son positivas para 2020, alzándose con crecimientos por sobre el promedio de América Latina y el Caribe que es sólo de un 1,8%.

Respecto a las perspectivas de crecimiento de la industria, comparando con los crecimientos en ingresos por ventas de los principales competidores de la industria en Chile, en la Tabla 15 se resumen los indicadores promedio para Mall Plaza, Cencosud Shopping Centers y Vivo Corp.

Tabla 15. Ingresos por Venta empresas de la industria en Chile 2015-1S2019, Montos en UF

Ingresos por venta	2015	2016	2017	2018	1S2019	Promedio
Mall Plaza	9.902.235	10.007.518	10.555.182	11.388.233	5.695.553	
<i>Crecimiento Mall Plaza %</i>		1,1%	5,5%	7,9%	4,4%	4,7%
Cencosud Shopping Centers			2.164.238	3.182.229	4.152.052	
<i>Crecimiento Cencoshop %</i>				47,0%	288,5%	167,8%
Vivo Corp		1.511.765	1.648.950	1.879.542	862.077	
<i>Crecimiento Vivo Corp %</i>			9,1%	14,0%	-10,1%	4,3%
Parque Arauco Chile	3.658.676	3.864.871	4.079.834	4.137.219	2.095.056	
<i>Crecimiento PASA Chile %</i>		5,6%	5,6%	1,4%	5,9%	4,6%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de las compañías.

Se debe destacar que para el caso del año 2019, al contarse solamente con la información correspondiente a los resultados del primer semestre, los porcentajes de crecimiento fueron calculados en base al primer semestre del año 2018.

Se puede observar que el crecimiento en ventas para las compañías líderes en la industria del *real estate* comercial en Chile, en promedio se encuentra en torno al 4-5%. Esto a excepción de Cencosud Shopping Centers, quienes atribuyen el abrupto crecimiento de los últimos periodos a la inclusión de 32 nuevos activos en Chile en noviembre de 2018.

8.3. Análisis de costos de operación

Los costos de operación de Parque Arauco S.A, están en función de la actividad principal que desarrolla la compañía que corresponde a la operación de centros comerciales y menor medida oficinas y hoteles. Se incluyen dentro de los costos de operación los Costos de Venta y los Gastos de Administración:

- i. Costos de Venta: Costos de Personal, Contribuciones, Mantención, Aseo, Seguridad, Servicios Básicos, Habilitación de Locales.
- ii. Gastos de Administración: Depreciación, Amortización, Honorarios, Otros gastos del personal, Gastos Viajes, Publicidad y Marketing, Comunicaciones e informática, Provisión de incobrables.

En los estados financieros de la compañía se muestra un desglose de los principales costos de venta y gastos de administración, en las categorías: Depreciación, Amortización, Remuneraciones, Provisión deudores incobrables y Otros, este último principalmente asociado al neteo de ingresos, costos y gastos relacionados con el cobro de gastos comunes a los locatarios. En la Tabla 16 se resume la evolución de los costos de operación de la compañía de los últimos 5 años.

Tabla 16. Costos de Venta y Gastos de Administración 2015-1S2019, Montos en UF

Costos y Gastos	2015	2016	2017	2018	1S2019*
Depreciación	(24.005)	(21.715)	(27.393)	(36.168)	(20.847)
Amorización	(96.018)	(116.043)	(119.742)	(86.913)	(61.572)
Remuneraciones	(745.486)	(751.762)	(827.557)	(846.316)	(437.935)
Provisión deudores incobrables	(19.942)	(24.321)	(41.419)	(45.386)	(20.437)
Otros (**)	(1.060.303)	(1.131.428)	(1.087.566)	(1.018.837)	(493.493)
Total Costos y Gastos	(1.945.754)	(2.045.270)	(2.103.676)	(2.033.619)	(1.034.283)
<i>Crecimiento anual</i>		<i>5,1%</i>	<i>2,9%</i>	<i>-3,3%</i>	<i>3,5%</i>

(*) Corresponde a los resultados del primer semestre de 2019. Para el cálculo de crecimiento, se considera el crecimiento con respecto al primer semestre de 2018

(**) Incluye principalmente neteo de ingresos, costos y gastos relacionados con el cobro de gastos comunes efectuado a los locatarios

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Parque Arauco

8.4. Análisis de cuentas no operacionales

Las cuentas del resultado no operacional o cuentas no operacionales son aquellas que no guardan directa relación con el giro principal de la empresa.

En la Tabla 17 se muestra la evolución de los últimos 5 años de estas cuentas para la compañía, identificando si estas son de carácter recurrente o no recurrente.

Tabla 17. Costo no operacional 2015-1S2019, Montos en UF

Costo no operacional	Carácter	2015	2016	2017	2018	1S2019*
Otros ingresos por función	No recurrente	18.256	98.967	112.150	1.213.831	7.728
Otros gastos por función	No recurrente	(183.718)	(248.074)	(245.971)	(367.893)	(139.659)
Ingresos Financieros	Recurrente	141.288	265.208	215.934	293.218	258.460
Costos Financieros	Recurrente	(1.206.160)	(1.397.933)	(1.433.797)	(1.348.093)	(698.769)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	Recurrente	329.214	375.983	438.521	379.584	154.059
Diferencias de cambio	Recurrente	(172.275)	(22.010)	(3.027)	(254)	5.362
Resultado por unidades de reajuste	Recurrente	(589.935)	(446.834)	(403.167)	(667.123)	(360.213)
Ganancias (pérdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de los activos financieros reclassificados medidos a su valor razonable	Recurrente	1.329.852	2.124.360	1.931.436	1.831.445	-
Gasto por impuesto a las ganancias	Recurrente	(713.898)	(1.475.672)	(1.628.448)	(1.745.379)	(460.797)
Total costo no operacional		(1.047.375)	(726.006)	(1.016.369)	(410.665)	(1.233.829)
Crecimiento anual			-30,7%	40,0%	-59,6%	182,9%

(* Corresponde a los resultados del primer semestre de 2019. Para el cálculo de crecimiento, se considera el crecimiento con respecto al primer semestre de 2018

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Parque Arauco

A continuación se describirá brevemente el contenido de cada una de las cuentas no operacionales según lo reportado en los estados financieros de la compañía:

- i. Otros ingresos y gastos por función: Utilidad venta de activo fijo, indemnización o devolución de seguros, impuestos extraordinarios, sanciones y multas, gasto de indemnización y finiquito, gastos de estudios y proyectos, baja de activo fijo, deducibles de siniestros.
- ii. Ingresos financieros: Proviene de las inversiones de los excedentes de caja de la sociedad, principalmente en depósitos a plazo, pactos, fondos mutuos y fiducias. Al 31 de diciembre de 2018 y 2017 la tasa efectiva anual fue de 3,35% y 4,76% respectivamente.
- iii. Costos Financieros: Corresponde al devengo de intereses de las obligaciones financieras que la sociedad mantiene en unidades de fomento, pesos chilenos, pesos colombianos y soles peruanos. Al 31 de diciembre de 2018 y 2017 la tasa efectiva anual de fue de 4,01% y 4,78% respectivamente.
- iv. Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación: Corresponde a la inversión bajo acuerdos conjuntos en Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A
- v. Diferencias de cambio: Corresponde al resultado ponderado de los movimientos por activos y pasivos en moneda extranjera generados en el periodo.

- vi. Resultado por unidades de reajuste: Corresponde principalmente a préstamos bancarios, arrendamientos financieros y emisión de bonos en moneda reajutable.
- vii. Ganancias (pérdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de los activos financieros reclasificados medidos a su valor razonable: Surge de la revalorización de los activos de la compañía contabilizados como propiedades de inversión.
- viii. Gasto por impuesto a las ganancias: Corresponde a la suma de los impuestos corrientes e impuestos diferidos de la compañía.

8.5. Análisis de activos

Tabla 18. Clasificación de Activos Operacionales y No Operacionales al 30.06.2019, Montos en UF

Activos	Carácter	30.06.2019
Activos corrientes		
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	No Operacional	11.126.466
Otros Activos Financieros, Corrientes	No Operacional	83
Otros Activos No Financieros, Corrientes	No Operacional	1.547.282
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, Neto, Corrientes	Operacional	934.177
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, Corrientes	Operacional	32
Activos por impuestos corrientes	Operacional	229.690
Total Activos Corrientes		13.837.732
Activos no Corrientes		
Otros Activos Financieros, No Corrientes	No Operacional	258.519
Otros activos no financieros, No Corrientes	No Operacional	797.758
Derechos por cobrar no corrientes	Operacional	1.911
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	Operacional	0
Inversiones en asociadas contabilizadas por el método de la participación	Operacional	3.977.386
Activos intangibles distintos de la plusvalía	Operacional	589.180
Plusvalía	No Operacional	578.573
Propiedades, Planta y Equipo, Neto	Operacional	526.044
Propiedades de inversión	Operacional	65.376.886
Activos por impuestos diferidos	Operacional	1.408.677
Total Activos No Corrientes		73.514.934
Total Activos		87.352.666

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Parque Arauco

Como se puede extraer de la Tabla 18, los activos no operacionales de la compañía corresponden a Efectivo y Equivalentes al Efectivo, Otros Activos Financieros

(Corrientes y no corrientes), Otros Activos No Financieros (Corrientes y No Corrientes) y Plusvalía. A continuación una breve descripción de cada uno de estos activos en función de lo reportado por la Sociedad en sus estados financieros al 30.06.2019:

- i. Efectivo y Equivalentes al Efectivo: Se compone de Efectivo en Caja, Saldos en Bancos, Depósitos a plazo corrientes y Otros. El saldo al 30.06.2019 de cada ítem es el siguiente:

Tabla 19. Detalle Efectivo y Equivalentes al Efectivo al 30.06.2019, Montos en UF

Conceptos	30.06.2019	%
Efectivo en Caja	9.690.549	87%
Saldo en bancos	147.124	1%
Depósitos a plazo corrientes	1.049.167	9%
Otro Efectivo y Equivalentes al efectivo	239.626	2%
Total Activos	11.126.466	100%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Parque Arauco

Como se puede apreciar en la Tabla 19, la mayor parte del efectivo (87%) se compone de Efectivo en Caja. Esto se explica mayormente porque la compañía tuvo operaciones importantes de venta de participación minoritaria de sociedades en el primer semestre de 2019 de activos en Chile que generaron una utilidad por casi Ch\$70.000 millones de utilidad después de impuestos¹⁹. Se asume para este análisis por consiguiente que el Efectivo en Caja no corresponde a un activo operacional de la compañía y que su alto valor se explica por un proceso puntual de la empresa al cierre del primer semestre de 2019.

- ii. Otros Activos Financieros: Corresponden a Creditítulos y Fondos Mutuos según la siguiente distribución:

Tabla 20. Detalle Otros Activos Financieros Corrientes y No Corrientes al 30.06.2019, Montos en UF

Conceptos	Corrientes	No Corrientes
Creditítulos	83	192.363
Fondos Mutuos	-	66.156
Otros Activos Financieros	83	258.519

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Parque Arauco

¹⁹ Fuente: Hechos Esenciales de Parque Arauco, 2019. Publicados en www.parauco.com

- iii. **Otros Activos No Financieros:** Corresponden a anticipos de proyectos, gastos anticipados, anticipo a proveedores y remanente de IVA crédito por adquisición de activo.

Tabla 21. Detalle Otros Activos No Financieros Corrientes y No Corrientes al 30.06.2019, Montos en UF

Conceptos	Corrientes	No Corrientes
Anticipos proyecto	145.000	128.770
Gastos anticipados	128.039	85.177
Otros activos (1)	315.685	583.812
Remanente IVA CF (2)	958.557	-
Otros Activos No Financieros	1.547.282	797.758

(1) Considera anticipo de proveedores por M\$5.472.684

(2) Incluye impuesto asociado a compra de Open Plaza El Bosque por M\$7.599.815

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Parque Arauco

- iv. **Plusvalía:** De acuerdo a lo estipulado por la compañía en sus estados financieros, es la que se genera en la adquisición de acciones en sociedades. En el caso de la situación financiera al 30 de junio de 2019, el saldo es el siguiente:

Tabla 22. Detalle saldo plusvalía al 30.06.2019, Montos en MCLP

Sociedad	30.06.2019
Parque Arauco Internacional S.A	14.381.199
Arauco Centros Comerciales Regionales SpA	1.762.889
Total	16.144.088

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de Parque Arauco

9. Proyección de estado de resultados

9.1. Proyección de ingresos de operación

A partir del análisis de la sección 8.2.1, se puede deducir que la principal fuente de ingresos de operación de Parque Arauco proviene de los arriendos de espacio para uso comercial.

En línea con lo anterior, para la proyección de ingresos de la compañía se utilizará la siguiente metodología:

- i. Calcular la tasa anual de crecimiento de metros cuadrados disponibles para arriendo (ABL) de la compañía por cada país y obtener tasa de crecimiento promedio para proyectar los próximos 5 años. En el caso de Colombia, en vez del promedio se utilizará la tasa de crecimiento del último periodo 2018, ya que para los años 2016 y 2017 existen crecimientos superiores a la tasa normal asociados a la apertura de dos activos: Parque La Colina y Arauco Premium Outlet Sopó. (Ver Tabla 23 y Tabla 24)
- ii. Calcular el crecimiento de tasa de ocupación de los metros cuadrados de cada país. Se calculará el promedio de puntos porcentuales que aumentó la tasa de ocupación en cada uno de los tres países y se utilizará para proyectar los próximos 5 años. Multiplicando tasa de ocupación por los metros cuadrados proyectados del punto anterior se obtiene la proyección de metros cuadrados ocupados proyectado hasta 2023. (Ver Tabla 25 y Tabla 26)
- iii. Calcular el ratio de Ingresos/m² ocupado anual por cada país y proyectar en base a los promedios los próximos 5 años. (Ver Tabla 27 y Tabla 28)
- iv. Multiplicar la proyección de ratios de Ingresos/m² por los metros cuadrados ocupados proyectados para finalmente obtener los Ingresos Operacionales proyectados de la compañía por país para 2019-2023. (Ver Tabla 29)

Tabla 23. Crecimiento porcentual de ABL por país 2015-2019

Crecimiento ABL por país	2015	2016	2017	2018	1S2019	Promedio
Chile		2,6%	8,5%	3,4%	9,6%	6,0%
Perú		9,5%	6,5%	3,2%	-0,3%	4,7%
Colombia		32,9%	53,0%	7,0%	-0,5%	23,1%
Consolidado		8,1%	12,5%	3,8%	4,1%	7,1%

Tabla 24. Proyección ABL por país 2019-2023, en metros cuadrados

ABL por país	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Chile	408.375	419.000	454.750	470.125	500.500	530.647	562.610	596.498	632.427
Perú	335.625	367.625	391.500	404.125	404.250	423.397	443.450	464.453	486.452
Colombia	71.500	95.000	145.375	155.500	154.750	165.528	177.057	189.388	202.578
Consolidado	815.500	881.625	991.625	1.029.750	1.059.500	1.119.572	1.183.117	1.250.340	1.321.457

Tabla 25. Crecimiento de tasa de ocupación por país 2015-2019

Crecimiento Ocupación por país	2015	2016	2017	2018	1S2019	Promedio
Chile		0,677 pp	0,018 pp	0,126 pp	0,225 pp	0,262 pp
Perú		-0,958 pp	-1,940 pp	0,112 pp	3,888 pp	0,275 pp
Colombia		2,576 pp	-3,239 pp	-0,368 pp	4,070 pp	0,760 pp
Consolidado		0,074 pp	-1,317 pp	0,034 pp	2,377 pp	0,292 pp

Tabla 26. Proyección Tasa de Ocupación por país 2019-2023, en %

Ocupación por país	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Chile	95,5%	96,2%	96,2%	96,3%	96,7%	96,9%	97,2%	97,4%	97,7%
Perú	93,8%	92,8%	90,9%	91,0%	93,5%	93,8%	94,1%	94,3%	94,6%
Colombia	89,7%	92,3%	89,1%	88,7%	91,9%	92,6%	93,4%	94,1%	94,9%
Consolidado	94,3%	94,4%	93,0%	93,1%	94,8%	95,1%	95,4%	95,8%	96,1%

Tabla 27. Crecimiento ingresos/m2 ocupado por país 2015-2019

Crecimiento Ingresos/m2 ocupado por país	2015	2016	2017	2018	1S2019	Promedio
Chile		2,2%	-2,8%	-2,0%	-3,6%	-1,5%
Perú		-2,1%	-3,2%	-6,4%	7,9%	-0,9%
Colombia		-27,6%	51,2%	7,5%	3,4%	8,6%
Consolidado		-2,6%	0,5%	-2,1%	0,9%	-0,8%

Tabla 28. Proyección ingresos/m2 ocupado por país 2019-2023, en UF/m2

Ingresos/m2 ocupado por país	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Chile	9,4	9,6	9,3	9,1	9,0	8,9	8,7	8,6	8,5
Perú	5,7	5,6	5,4	5,1	5,0	5,0	4,9	4,9	4,8
Colombia	6,0	4,4	6,6	7,1	7,7	8,4	9,1	9,9	10,8
Consolidado	7,6	7,4	7,4	7,3	7,3	7,3	7,4	7,4	7,5

Tabla 29. Proyección Ingresos Operacionales por país 2019-2023, en UF

Ingresos por país (UF)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Chile	3.658.676	3.864.871	4.079.834	4.137.219	4.352.381	4.555.808	4.768.708	4.991.522	5.224.708
Perú	1.791.610	1.902.506	1.920.273	1.858.431	1.892.211	1.969.325	2.049.565	2.133.056	2.219.930
Colombia	387.569	383.399	856.096	980.589	1.097.972	1.286.302	1.506.835	1.765.060	2.067.403
Consolidado	5.837.855	6.150.776	6.856.203	6.976.239	7.342.563	7.811.436	8.325.109	8.889.639	9.512.041

9.2. Proyección de costos de operación

Para la proyección de costos de operación se realizará una distinción entre costos de ventas y gastos de administración.

Para el caso de los costos de venta, se obtiene a partir de los datos históricos cuál es el porcentaje de los ingresos por ventas que representa esta línea en el estado de resultados. Luego, para proyectar finalmente se utiliza como base la proporción de ingresos del último ejercicio 2018, que como se desprende de la Tabla 30 corresponde a un 20,8%.

Los gastos de administración de la compañía, por la naturaleza del negocio, están fuertemente relacionados a los ingresos de ésta. Por esto, igual que en el caso anterior, para proyectar se calcula el porcentaje de ingresos histórico que han representado los gastos de administración y se utiliza como driver de crecimiento el correspondiente al último ejercicio de 2018 como se aprecia en la Tabla 31.

Finalmente, la proyección de costos de operación es la que se muestra en la Tabla 32.

Tabla 30. Costos de Venta como proporción de ingresos, en %

Costos y Gastos - Proporción ingresos	2015	2016	2017	2018	1S2019
Costos de Venta	23,1%	23,5%	21,6%	20,8%	20,5%

Tabla 31. Gastos de administración como proporción de ingresos, en %

Costos y Gastos - Proporción ingresos	2015	2016	2017	2018	1S2019
Gastos de Administración	10,2%	9,7%	9,1%	8,3%	8,8%

Tabla 32. Proyección costos de operación 2019-2023, montos en UF

Costos y Gastos	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Costos de Venta	(1.348.003)	(1.448.043)	(1.481.009)	(1.451.981)	(1.528.224)	(1.625.812)	(1.732.724)	(1.850.221)	(1.979.763)
Gastos de Administración	(597.414)	(597.009)	(622.867)	(581.388)	(611.917)	(650.992)	(693.800)	(740.847)	(792.717)
Total Costos y Gastos	(1.945.417)	(2.045.052)	(2.103.876)	(2.033.368)	(2.140.141)	(2.276.804)	(2.426.524)	(2.591.068)	(2.772.480)

9.3. Proyección resultado no operacional

Para proyectar las cuentas del resultado no operacional, se utilizaron los siguientes supuestos:

- i. Otros ingresos/gastos por función: Al tratarse de cuentas no recurrentes, se proyecta el periodo 2019 como el doble de lo acumulado al primer semestre real de mismo ejercicio. Para los años 2020-2023 se utiliza el mismo valor de 2019 proyectado.
- ii. Ingresos Financieros: Se proyecta en función de la proporción de los ingresos operacionales promedio de los últimos 5 años.
- iii. Costos Financieros: Se proyecta en función de la proporción de los ingresos operacionales del primer semestre de 2019.
- iv. Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación: Se proyecta en función de la proporción de los ingresos operacionales promedio de los últimos 5 años.
- v. Diferencias de cambio: Se proyecta en función de la proporción de los ingresos operacionales promedio de los últimos 5 años.
- vi. Resultado por unidades de reajuste: Se proyecta en función de la proporción de los ingresos operacionales promedio de los últimos 5 años.
- vii. Ganancias (pérdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de los activos financieros reclasificados medidos a su valor razonable: Se proyecta en función de la proporción de los ingresos operacionales del último ejercicio 2018.

Tabla 33. Costos no operacionales como porcentaje de ingresos por ventas 2015-2019, en %

Costo no operacional - Porcentaje ingresos	2015	2016	2017	2018	1S2019	Promedio
Otros ingresos por función	0,3%	1,6%	1,6%	17,4%	0,2%	8,3%
Otros gastos por función	-3,1%	-4,0%	-3,6%	-5,3%	-3,9%	-4,4%
Ingresos Financieros	2,4%	4,3%	3,1%	4,2%	7,3%	4,3%
Costos Financieros	-20,7%	-22,7%	-20,9%	-19,3%	-19,8%	-20,3%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	5,6%	6,1%	6,4%	5,4%	4,4%	5,5%
Diferencias de cambio	-3,0%	-0,4%	0,0%	0,0%	0,2%	-0,5%
Resultado por unidades de reajuste	-10,1%	-7,3%	-5,9%	-9,6%	-10,2%	-8,9%
Ganancias (pérdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de los activos financieros reclasificados medidos a su valor razonable	22,8%	34,5%	28,2%	26,3%	0,0%	23,0%

9.4. Proyección impuestos

Se calcula una tasa de impuesto efectiva promedio para los años 2015-2019 que es de un 27,2% sobre la utilidad antes de impuestos.

Tabla 34. Impuesto efectivo como porcentaje de la Utilidad antes de impuestos 2015-2018

Impuestos - Porcentaje Utilidad Antes de Impuestos	2015	2016	2017	2018	Promedio
Impuesto Corriente	-9,2%	-9,6%	-9,4%	-14,2%	-10,6%
Impuesto Diferido	-10,9%	-20,8%	-21,0%	-13,6%	-16,6%
Total Impuesto	-20,1%	-30,4%	-30,4%	-27,8%	-27,2%

Se utiliza esta tasa para aplicar a la proyección de utilidad antes de impuesto para los años 2019-2023.

9.5. Estado de Resultados proyectado

Utilizando los criterios de las secciones anteriores, se muestra en la Tabla 35 el Estado de Resultados proyectado de los años 2019-2023 para Parque Arauco S.A

Tabla 35. Estado de Resultados proyectado Parque Arauco S.A 2019-2023, Montos en UF

	2019	2020	2021	2022	2023	Perpetuidad
Ingresos ordinarios	7.342.563	7.811.436	8.325.109	8.889.639	9.512.041	9.512.041
Costo de ventas	(1.528.224)	(1.625.812)	(1.732.724)	(1.850.221)	(1.979.763)	(1.979.763)
Margen bruto	5.814.339	6.185.624	6.592.385	7.039.418	7.532.278	7.532.278
Gastos de administración	(611.917)	(650.992)	(693.800)	(740.847)	(792.717)	(792.717)
Otros ingresos por función	15.456	15.456	15.456	15.456	15.456	15.456
Oros egresos por función	(279.318)	(279.318)	(279.318)	(279.318)	(279.318)	(279.318)
Resultado directo de la operación	4.938.560	5.270.770	5.634.722	6.034.708	6.475.699	6.475.699
Depreciación y amortización	(164.814)	(164.814)	(164.814)	(164.814)	(164.814)	(164.814)
EBITDA	5.367.237	5.699.447	6.063.399	6.463.385	6.904.375	6.904.375
Ingresos financieros	312.306	332.249	354.097	378.109	404.582	404.582
Costos financieros	(1.450.906)	(1.543.557)	(1.645.059)	(1.756.612)	(1.879.600)	(1.879.600)
Participación empresas relacionadas	406.800	432.777	461.236	492.513	526.996	526.996
Diferencias de cambio	(33.802)	(35.961)	(38.326)	(40.924)	(43.790)	(43.790)
Unidades de reajuste	(650.612)	(692.158)	(737.674)	(787.696)	(842.846)	(842.846)
Ganancias (perdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro y el valor justo	1.927.614	2.050.706	2.185.558	2.333.762	2.497.159	2.497.159
Ingresos (gastos) no operacionales	511.400	544.056	579.833	619.152	662.501	662.501
Ganancia perdida antes de impuestos	5.449.960	5.814.826	6.214.555	6.653.860	7.138.200	7.138.200
Impuestos corrientes	(577.293)	(615.942)	(658.284)	(704.818)	(756.122)	(756.122)
Impuestos diferidos	(902.528)	(962.950)	(1.029.147)	(1.101.897)	(1.182.104)	(1.182.104)
Total utilidad (pérdida)	3.970.139	4.235.933	4.527.124	4.847.145	5.199.973	5.199.973

10. Proyección de flujos de caja libre

10.1. Ajustes de estado de resultados según proyecciones

Tabla 36. Proyección Estado de Resultados Parque Arauco S.A 2019-2023, Montos en UF

	2S2019	2020	2021	2022	2023	Perpetuidad
Ingresos ordinarios	3.806.320	7.811.436	8.325.109	8.889.639	9.512.041	9.512.041
Costo de ventas	(805.000)	(1.625.812)	(1.732.724)	(1.850.221)	(1.979.763)	(1.979.763)
Margen bruto	3.001.320	6.185.624	6.592.385	7.039.418	7.532.278	7.532.278
Gastos de administración	(300.897)	(650.992)	(693.800)	(740.847)	(792.717)	(792.717)
Otros ingresos por función	7.728	15.456	15.456	15.456	15.456	15.456
Otros egresos por función	(139.659)	(279.318)	(279.318)	(279.318)	(279.318)	(279.318)
Resultado directo de la operación	2.568.491	5.270.770	5.634.722	6.034.708	6.475.699	6.475.699
Depreciación y amortización	(82.407)	(164.814)	(164.814)	(164.814)	(164.814)	(164.814)
EBITDA	2.782.830	5.699.447	6.063.399	6.463.385	6.904.375	6.904.375
Ingresos financieros	53.846	332.249	354.097	378.109	404.582	404.582
Costos financieros	(752.137)	(1.543.557)	(1.645.059)	(1.756.612)	(1.879.600)	(1.879.600)
Participación empresas relacionadas	252.741	432.777	461.236	492.513	526.996	526.996
Diferencias de cambio	(39.165)	(35.961)	(38.326)	(40.924)	(43.790)	(43.790)
Unidades de reajuste	(290.399)	(692.158)	(737.674)	(787.696)	(842.846)	(842.846)
Ganancias (perdidas) que surgen del la diferencia entre el valor libro y el valor justo	1.927.614	2.050.706	2.185.558	2.333.762	2.497.159	2.497.159
Ingresos (gastos) no operacionales	1.152.501	544.056	579.833	619.152	662.501	662.501
Ganancia perdida antes de impuestos	3.720.992	5.814.826	6.214.555	6.653.860	7.138.200	7.138.200
Impuestos corrientes	(269.647)	(615.942)	(658.284)	(704.818)	(756.122)	(756.122)
Impuestos diferidos	(749.377)	(962.950)	(1.029.147)	(1.101.897)	(1.182.104)	(1.182.104)
Total utilidad (pérdida)	2.701.968	4.235.933	4.527.124	4.847.145	5.199.973	5.199.973

En la Tabla 36 se muestran los resultados obtenidos de la proyección de los estados de resultados de la compañía en base a los supuestos detallados en las secciones anteriores. Se agrega para este caso la proyección del segundo semestre de 2019 como resultado de la resta la proyección de año completo menos el primer semestre de 2019 ya reportado en los estados financieros de la compañía.

Los ajustes que se deben realizar para pasar de la Utilidad (pérdida) del ejercicio al Flujo de Caja bruto son los siguientes:

Tabla 37. Ajustes a Utilidad del ejercicio para obtener Flujo de Caja Bruto, Montos en UF

	2S2019	2020	2021	2022	2023	Perpetuidad
Total utilidad (pérdida)	2.701.968	4.235.933	4.527.124	4.847.145	5.199.973	5.199.973
(+) Depreciación	20.877	41.755	41.755	41.755	41.755	41.755
(-) Amortización	61.530	123.060	123.060	123.060	123.060	123.060
(-) Otros Ingresos por Función (desp. De imp)	(3.531)	(11.259)	(11.259)	(11.259)	(11.259)	(11.259)
(+) Otros Gastos por Función (desp. De imp)	63.816	203.475	203.475	203.475	203.475	203.475
(-) Ingresos Financieros (desp. De imp)	30.954	(242.034)	(257.950)	(275.441)	(294.726)	(294.726)
(+) Gastos Financieros (desp. De imp)	358.174	1.124.437	1.198.378	1.279.641	1.369.234	1.369.234
(-) Participación en relacionadas (desp. De imp)	(142.283)	(315.266)	(335.997)	(358.782)	(383.901)	(383.901)
(+) Diferencias de cambio	29.986	26.196	27.919	29.812	31.900	31.900
(+) Resultados por unidades de reajuste	113.739	504.217	537.374	573.814	613.989	613.989
(-) Fair Value	(1.404.212)	(1.493.880)	(1.592.116)	(1.700.078)	(1.819.108)	(1.819.108)
Flujo de caja Bruto	1.831.019	4.196.635	4.461.763	4.753.142	5.074.391	5.074.391

Tanto la depreciación como la amortización se adicionan directamente al flujo de caja. Para todas las demás cuentas, se utiliza la tasa de impuesto efectivo de 27,2% para adicionar/descontar de la utilidad los montos que se ven reflejados luego en el flujo de caja bruto.

10.2. Estimación de inversión de reposición

Para la proyección de flujo de caja, se estima que la inversión de reposición vendrá dado por el valor de la depreciación de cada período, ya que no se cuenta con información pública respecto a la política de inversión en CAPEX de mantenimiento.

10.3. Estimación de nuevas inversiones (activo fijo)

Para estimar las nuevas inversiones futuras de la compañía, se tomó como referencia la información publicada en la presentación de resultados trimestrales para el 2Q2019 que se resume en la Tabla 38.

Tabla 38. Desarrollos futuros Parque Arauco S.A por tipo de proyecto

Desarrollos Futuros	Tipo	País	Formato	Fecha Apertura	ABL total (m2)	% Propiedad	ABL propio m2	Inversión en moneda local	Inversión en US\$MM
Parque Alegre	Desarrollo	Colombia	Regional	2521	50.000	52,50%	26.250	433.000	135
La Molina	Desarrollo	Perú	Vecinal	Por definir	19.500	100%	19.500	180.000	54
Parque Arauco Kennedy - Fase 1a	Expansión	Chile	Regional/Hotel	2521	11.000	100%	11.000	5.355.000	218
Parque Arauco Kennedy - Fase 2a	Expansión	Chile	Regional/Torre	2524	10.000	100%	10.000	2.200.000	88
Arauco Premium Outlet Buenaventura	Expansión	Chile	Outlet	2519	3.500	100%	3.500	140.000	6

Fuente: Elaboración propia en base a reporte de resultados trimestrales de Parque Arauco S.A

Tomando como referencia los plazos definidos para fechas de aperturas y los montos estimados de inversión en millones de USD traspasados a valor de UF y tipos de cambio al cierre de junio de 2019, se proyecta un plan de inversión para cada uno de los proyectos anunciados que se resume en la Tabla 39.

Tabla 39. Estimación de Plan de inversión de Parque Arauco

Proyecto	2019	2020	2021	2022	2023
Parque Alegria	(333.075)	(1.332.298)	(1.665.373)	-	-
Parque Arauco Kennedy - Fase 1a	(535.500)	(2.142.000)	(2.677.500)	-	-
Parque Arauco Kennedy - Fase 2a	-	-	(220.000)	(880.000)	(1.100.000)
Arauco Premium Outlet Buenaventura	(148.033)	-	-	-	-
Total	(1.016.608)	(3.474.298)	(4.562.873)	(880.000)	(1.100.000)

Fuente: Elaboración propia en base a reporte de resultados trimestrales de Parque Arauco S.A

10.4. Estimación de inversión en capital de trabajo

Para estimar la inversión en capital de trabajo, se determina en primer lugar cuál es el Retorno de Capital de Trabajo Operacional Neto (RCTON) promedio de los últimos periodos, que se obtiene como el ratio entre Capital de Trabajo Operacional Neto sobre los Ingresos por actividades Ordinarias.

Para el cálculo del Capital de Trabajo Operacional Neto, se utilizará la siguiente ecuación en base al análisis de las cuentas de balance de la compañía:

$$CTON = \text{Deudores comerciales y Otras CxC netas} + \text{CxC a Entidades Realcionadas} \\ - \text{Cuentas por Pagar comerciales y otras CxP} - \text{CxP a Entidades Realcionadas}$$

Los resultados del cálculo para los periodos comprendidos entre los años 2015-2018 se muestran en la Tabla 40, de donde se deduce que el RCTON promedio es negativo (-5,1%) y por lo tanto para la proyección del flujo de caja libre, no se considerará inversión en capital de trabajo.

Tabla 40. Retorno de Capital de Trabajo Operacional Neto promedio 2015-2018, Montos en UF

	2015	2016	2017	2018	Promedio
Activos Corrientes	1.237.574	1.321.504	1.232.131	1.096.263	
Pasivos Corrientes	1.156.701	1.546.911	1.726.053	1.861.614	
Capital de trabajo Operacional Neto	80.873	(225.407)	(493.923)	(765.352)	
Ingresos actividades ordinarias	5.837.855	6.150.776	6.856.203	6.976.239	
RCTON	1,4%	-3,7%	-7,2%	-11,0%	-5,1%
RCTON (días de ventas)	5	-13	-26	-39	-18

10.5. Estimación de déficit/exceso de capital de trabajo

Para la estimación del déficit o exceso de capital de trabajo, se tiene que para el primer semestre de 2019 el Capital de Trabajo Operacional Neto es de UF -173.343, tal y como se exhibe en la Tabla 41 a continuación.

Tabla 41. Estimación de déficit/exceso de CTON, Montos en UF

	1S2019
Activos Corrientes	934.210
Pasivos Corrientes	1.107.553
Capital de trabajo Operacional Neto	(173.343)
Ingresos actividades ordinarias	3.536.244

De esta forma, la estimación para el déficit de capital de trabajo para considerar en la valoración será de UF -173.343

10.6. Identificación de activos prescindibles

Los activos prescindibles de la compañía corresponden a Efectivo y Equivalentes al Efectivo, Otros Activos Financieros no corrientes y Otros Activos No Financieros no corrientes, que al 30.06.2019 alcanzan la suma de 12.182.744 UF, como se muestra en la Tabla 42.

Tabla 42. Activos Prescindibles

Montos en UF	1S2019
Otros Activos Financieros, No Corrientes	258.519
Creditítulos	192.363
Fondos Mutuos	66.156
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	11.126.466
Efectivo en Caja	9.690.549
Saldo en bancos	147.124
Depósitos a plazo corrientes	1.049.167
Otro Efectivo y Equivalentes al efectivo	239.626
Otros Activos No Financieros, no corrientes	797.758
Anticipos proyecto	128.770
Gastos anticipados	85.177
Otros activos (1)	583.812
Total Activos Prescindibles	12.182.744

10.7. Flujo de caja libre proyectado

Con las estimaciones descritas en las secciones anteriores, en la Tabla 43 a continuación se proyecta el Flujo de Caja Libre hasta el año 2023 y considerando un periodo más de perpetuidad.

Tabla 43. Flujo de caja libre proyectado de Parque Arauco S.A 2S2019-2023, Montos en UF

	2S2019	2020	2021	2022	2023	Perpetuidad
Ingresos ordinarios	3.806.320	7.811.436	8.325.109	8.889.639	9.512.041	9.512.041
Costo de ventas	(805.000)	(1.625.812)	(1.732.724)	(1.850.221)	(1.979.763)	(1.979.763)
Margen bruto	3.001.320	6.185.624	6.592.385	7.039.418	7.532.278	7.532.278
Gastos de administración	(300.897)	(650.992)	(693.800)	(740.847)	(792.717)	(792.717)
Otros ingresos por función	7.728	15.456	15.456	15.456	15.456	15.456
Otros egresos por función	(139.659)	(279.318)	(279.318)	(279.318)	(279.318)	(279.318)
Resultado directo de la operación	2.568.491	5.270.770	5.634.722	6.034.708	6.475.699	6.475.699
Depreciación y amortización	(82.407)	(164.814)	(164.814)	(164.814)	(164.814)	(164.814)
EBITDA	2.782.830	5.699.447	6.063.399	6.463.385	6.904.375	6.904.375
Ingresos financieros	53.846	332.249	354.097	378.109	404.582	404.582
Costos financieros	(752.137)	(1.543.557)	(1.645.059)	(1.756.612)	(1.879.600)	(1.879.600)
Participación empresas relacionadas	252.741	432.777	461.236	492.513	526.996	526.996
Diferencias de cambio	(39.165)	(35.961)	(38.326)	(40.924)	(43.790)	(43.790)
Unidades de reajuste	(290.399)	(692.158)	(737.674)	(787.696)	(842.846)	(842.846)
Ganancias (perdidas) que surgen del la diferencia entre el valor libro y el valor justo	1.927.614	2.050.706	2.185.558	2.333.762	2.497.159	2.497.159
Ingresos (gastos) no operacionales	1.152.501	544.056	579.833	619.152	662.501	662.501
Ganancia perdida antes de impuestos	3.720.992	5.814.826	6.214.555	6.653.860	7.138.200	7.138.200
Impuestos corrientes	(269.647)	(615.942)	(658.284)	(704.818)	(756.122)	(756.122)
Impuestos diferidos	(749.377)	(962.950)	(1.029.147)	(1.101.897)	(1.182.104)	(1.182.104)
Total utilidad (pérdida)	2.701.968	4.235.933	4.527.124	4.847.145	5.199.973	5.199.973
1. Ajustes						
Impuesto Efectivo		27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	
	2S2019	2020	2021	2022	2023	Prepetuidad
(+) Depreciación	20.877	41.755	41.755	41.755	41.755	41.755
(-) Amortización	61.530	123.060	123.060	123.060	123.060	123.060
(-) Otros Ingresos por Función (desp. De imp)	(3.531)	(11.259)	(11.259)	(11.259)	(11.259)	(11.259)
(+) Otros Gastos por Función (desp. De imp)	63.816	203.475	203.475	203.475	203.475	203.475
(-) Ingresos Financieros (desp. De imp)	30.954	(242.034)	(257.950)	(275.441)	(294.726)	(294.726)
(+) Gastos Financieros (desp. De imp)	358.174	1.124.437	1.198.378	1.279.641	1.369.234	1.369.234
(-) Participación en relacionadas (desp. De imp)	(142.283)	(315.266)	(335.997)	(358.782)	(383.901)	(383.901)
(+) Diferencias de cambio	29.986	26.196	27.919	29.812	31.900	31.900
(+) Resultados por unidades de reajuste	113.739	504.217	537.374	573.814	613.989	613.989
(-) Fair Value	(1.404.212)	(1.493.880)	(1.592.116)	(1.700.078)	(1.819.108)	(1.819.108)
Flujo de caja Bruto	1.831.019	4.196.635	4.461.763	4.753.142	5.074.391	5.074.391
Inversión en Reposición	(20.877)	(41.755)	(41.755)	(41.755)	(41.755)	
Nuevas Inversiones ^{1.1}	(1.015.268)	(3.474.298)	(4.562.873)	(880.000)	(1.100.000)	
Inversión en Capital de Trabajo ^{1.2}	-	-	-	-	-	
Flujo de caja Libre	794.874	680.582	(142.864)	3.831.387	3.932.636	5.074.391
Valor Terminal						113.414.423
FCL + Valor Terminal	794.874	680.582	(142.864)	3.831.387	3.932.636	118.488.814

11. Valoración económica de la empresa y de su precio de acción

Finalmente, para obtener la valoración económica de la empresa y estimar el precio de la acción, se realizarán los siguientes pasos:

- i. Se descontarán los flujos de caja libre de cada periodo a la tasa de costo de capital obtenida en las secciones anteriores de 4,47%
- ii. Al valor de la suma de los flujos descontados se le sumará el valor de los activos prescindibles y se le restará el déficit de CTON
- iii. Con lo anterior, se obtendrá el valor del total de los Activos de la compañía. Luego, para obtener el Patrimonio, se le descontará al valor de los activos la Deuda Financiera al 30.06.2019
- iv. El valor del patrimonio se dividirá por el número de acciones en circulación, para así obtener el precio por acción en Unidades de Fomento
- v. Finalmente, el precio por acción se convierte a pesos chilenos al valor de la UF de cierre de junio de 2019, y se compara con el valor de mercado del precio de la acción a ese mismo día.

El procedimiento anterior y los resultados se dejan explícitos en la Tabla 44 a continuación.

Tabla 44. Valoración económica de Parque Arauco S.A y estimación de precio de la acción

Tasa de Descuento (K0)	4,4742%
Flujos descontados al 30.06.2019 (UF)	105.109.004
Activos Prescindibles	12.182.744
Exceso o Déficit de CTON (al 30.06.2019)	-173.343
Valor Total Activos	117.118.404
Deuda Financiera	37.573.044
Patrimonio	79.545.360
Acciones en Circulación (Saldo)	905.715.882
Precio Acción (UF)	0,08783
Precio Acción (CLP)	2.450,63
Precio Acción al 30.06.2019	1.880,90
Desviación respecto a precio mercado	30,3%

12. Conclusiones

Este ejercicio de valoración tenía como objetivo determinar el precio teórico de la acción de la empresa Parque Arauco S.A, compañía chilena perteneciente a la industria de desarrollo y operación de centros comerciales, con presencia en tres países: Chile, Perú y Colombia.

El método de valoración escogido para esta valoración fue el de flujos de caja descontados, para lo cual se determinó en primer lugar una tasa de costo de capital, que es la que se utilizó luego para descontar los flujos de caja libre a partir de una proyección de estados de resultados hasta el año 2023.

A través de la metodología utilizada, finalmente se obtuvo un precio por acción teórico de \$2.450,63, el cual es un 30,3% superior al precio de cierre de la acción en la Bolsa de Comercio de Santiago al 30 de junio de 2019, que fue de \$1.880,90.

En conclusión, a través de este análisis, se puede deducir que el actual precio de la acción de Parque Arauco está siendo subvalorado por el mercado, en función del potencial de crecimiento que tienen sus activos. Esto debería traducirse en un aumento del precio de la acción en un corto a mediano plazo.

En efecto, al observar el precio de la acción de Parque Arauco para los periodos inmediatamente posteriores al reporte de resultados trimestrales a junio de 2019, se muestra una clara tendencia al alza alcanzando un precio *peak* de \$ 2.091,5 por acción en octubre de 2019, lo que representa un alza de un 11,2% con respecto al precio al cierre de junio.

13. Bibliografía

1. Asociación de Centros Comerciales y de Entretenimiento del Perú. (2019). *Los Centros Comerciales en el Perú: Oportunidades de Inversión*.
2. Banco Central de Chile. (Agosto de 2019). *Cuentas Nacionales de Chile – PIB Regional 2018*.
3. Banco Central de Chile. (Septiembre de 2019). *Informe de Política Monetaria (IPoM)*.
4. Banco Central de la Reserva del Perú. (junio 2019). *Reporte de Inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2019-2020*.
5. Banco de la República de Colombia. (2018). *Perspectivas Macroeconómicas*.
6. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*.
7. DANE. (2018). *Censo Nacional de población y vivienda, Colombia*.
8. Estadísticas, I. N. (2018). *Índice de Precios al Consumidor*.
9. Fernández, P. (2005). “*Valoración de Empresas*”.
10. FMI. (2019). *Informe de Perspectivas de la Economía Mundial*.
11. ICSC. (2018). *Una Mirada a los Bienes Raíces Comerciales en América Latina*.
12. Informática, I. N. (2019). *Informe de estadística poblacional 2018*. Lima.
13. Instituto Nacional de Estadísticas. (2019). *Estimaciones y Proyecciones de la Población de Chile 2002-2035*.
14. International Monetary Fund. (Abril 2019). *World Economic Outlook: Growth Slowdown, Precarious recovery*. Washington, DC.
15. Mall & Retail. (2019). El ranking de los centros comerciales más poderosos de Bogotá.
16. Maquieira, C. (2010). *Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica*.
17. Maquieira, C. (s.f.). *Notas de Clases: Valoración de Empresas*.
18. Parque Arauco S.A. (2019). *Reporte Estados Financieros Consolidados*.

14. Anexos

14.1. Ficha bonos Parque Arauco S.A

	Observaciones
Bono	Serie K
Nemotécnico	BCPARC – K
Fecha de Emisión	1 de septiembre de 2014
Valor Nominal (VN o D)	3.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	1 de marzo de 2039
Tipo de Bono	25 años / Bullet
Tasa Cupón (k_d)	3,65%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	50
Periodo de Gracia	15 años
Motivo de la Emisión	Los fondos provenientes de la colocación de los Bonos Serie K se destinarán a (i) refinanciamiento de pasivos de corto y/o largo plazo del Emisor y/o sus Filiales, sea que estos estén expresados en moneda nacional o extranjera; (ii) financiamiento del plan de inversiones del Emisor y/o sus filiales; y/o (iii) para otros fines corporativos del Emisor y/o sus Filiales.
Clasificación de Riesgo	Feller AA-; Fitch AA- e ICR AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3,40% (Fuente: Risk America)
Precio de venta el día de la emisión.	103,47 (Fuente: Risk America)
Valor de Mercado	Día de la emisión: 103,47 sobre la par Valor más reciente transado (10/05/2019): 120,68 sobre la par (Fuente: Risk America)

	Observaciones
Bono	Serie L
Nemotécnico	BCPARC – L
Fecha de Emisión	1 de marzo de 2015
Valor Nominal (VN o D)	2.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	1 de marzo de 2020
Tipo de Bono	5 años / Bullet
Tasa Cupón (k_d)	2,30%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	10
Periodo de Gracia	5 años
Motivo de la Emisión	Los fondos provenientes de la colocación de los Bonos Serie L serán destinados en un 67% al refinanciamiento de pasivos de corto y/o largo plazo del Emisor y/o sus Filiales, sea que estos estén expresados en moneda nacional o extranjera, y en un 33% al financiamiento de las inversiones del Emisor y/o sus Filiales
Clasificación de Riesgo	Feller AA-; Fitch AA- e ICR AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	2,20% (Fuente: Risk America)
Precio de venta el día de la emisión.	100,44 (Fuente: Risk America)
Valor de Mercado	Día de la emisión: 100,44 sobre la par Valor más reciente transado (12/08/2019): 101,08 sobre la par (Fuente: Risk America)

	Observaciones
Bono	Serie O
Nemotécnico	BCPARC – O
Fecha de Emisión	1 de marzo de 2015
Valor Nominal (VN o D)	4.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	1 de marzo de 2040
Tipo de Bono	25 años / Francés
Tasa Cupón (k_d)	3,30%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	50
Periodo de Gracia	15 años
Motivo de la Emisión	Los fondos provenientes de la colocación de los Bonos Serie O serán destinados en un 67% al refinanciamiento de pasivos de corto y/o largo plazo del Emisor y/o sus Filiales, sea que estos estén expresados en moneda nacional o extranjera, y en un 33% al financiamiento de las inversiones del Emisor y/o sus Filiales.
Clasificación de Riesgo	Feller AA-; Fitch AA- e ICR AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3,30% (Fuente: Risk America)
Precio de venta el día de la emisión.	99,96 (Fuente: Risk America)
Valor de Mercado	Día de la emisión: 99,96 bajo la par Valor más reciente transado (03/06/2019): 119,04 sobre la par (Fuente: Risk America)

	Observaciones
Bono	Serie P
Nemotécnico	BCPARC – P
Fecha de Emisión	1 de octubre de 2016
Valor Nominal (VN o D)	3.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	1 de octubre de 2023
Tipo de Bono	7 años / Francés
Tasa Cupón (k_d)	2,00%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	14
Periodo de Gracia	3 años
Motivo de la Emisión	Los fondos provenientes de la colocación serán destinados al refinanciamiento de pasivos de corto y/o largo plazo del Emisor y/o sus Filiales
Clasificación de Riesgo	Feller AA-; Fitch AA- e ICR AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	1,73% (Fuente: Risk America)
Precio de venta el día de la emisión.	101,32 (Fuente: Risk America)
Valor de Mercado	Día de la emisión: 101,32 sobre la par Valor más reciente transado (13/8/2019): 103,28 sobre la par (Fuente: Risk America)

	Observaciones
Bono	Serie R
Nemotécnico	BCPARC – R
Fecha de Emisión	1 de octubre de 2016
Valor Nominal (VN o D)	2.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	1 de octubre de 2037
Tipo de Bono	21 años / Francés
Tasa Cupón (k_d)	3,00%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	42
Periodo de Gracia	10 años
Motivo de la Emisión	Los fondos provenientes de la colocación serán destinados al refinanciamiento de pasivos de corto y/o largo plazo del Emisor y/o sus Filiales
Clasificación de Riesgo	Feller AA-; Fitch AA- e ICR AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	2,48% (Fuente: Risk America)
Precio de venta el día de la emisión.	106,58 (Fuente: Risk America)
Valor de Mercado	Día de la emisión: 106,58 sobre la par Valor más reciente transado (13/8/2019): 126,26 sobre la par (Fuente: Risk America)

	Observaciones
Bono	Serie V
Nemotécnico	BCPARC – V
Fecha de Emisión	5 de agosto de 2018
Valor Nominal (VN o D)	4.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	5 de agosto de 2028
Tipo de Bono	10 años / Bullet
Tasa Cupón (k_d)	2,55%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	20
Periodo de Gracia	10 años
Motivo de la Emisión	Los fondos se destinarán en un 35% a refinanciamiento de pasivos bancarios de corto plazo, en un 20% a refinanciamiento de pasivos por leasing de largo plazo, en un 2% a refinanciamiento de vencimiento de cupones en bonos de largo plazo y en un 43% por ciento a financiamiento del plan de inversiones
Clasificación de Riesgo	Feller AA-; Fitch AA- e ICR AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	2,34% (Fuente: Risk America)
Precio de venta el día de la emisión.	101,81 (Fuente: Risk America)
Valor de Mercado	Día de la emisión: 101,81 sobre la par Valor más reciente transado (22/7/2019): 112,74 sobre la par (Fuente: Risk America)

	Observaciones
Bono	Serie T
Nemotécnico	BCPARC – T
Fecha de Emisión	5 de agosto de 2018
Valor Nominal (VN o D)	1.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	5 de agosto de 2025
Tipo de Bono	7 años / Amortización esculpida
Tasa Cupón (k_d)	1,65%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	14
Periodo de Gracia	4 años
Motivo de la Emisión	Los fondos se destinarán en un 35% a refinanciamiento de pasivos bancarios de corto plazo, en un 20% a refinanciamiento de pasivos por leasing de largo plazo, en un 2% a refinanciamiento de vencimiento de cupones en bonos de largo plazo y en un 43% por ciento a financiamiento del plan de inversiones
Clasificación de Riesgo	Feller AA-; Fitch AA- e ICR AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	1,69% (Fuente: Risk America)
Precio de venta el día de la emisión.	99,80 (Fuente: Risk America)
Valor de Mercado	Día de la emisión: 99,80 bajo la par Valor más reciente transado (3/7/2019): 102,83 sobre la par (Fuente: Risk America)