



UNIVERSIDAD DE CHILE

**UNIVERSIDAD DE CHILE  
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS  
ESCUELA DE POSTGRADO**

**VALORACIÓN DE PARQUE ARAUCO S.A  
MEDIANTE MÉTODO POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO**

**ACTIVIDAD FORMATIVA EQUIVALENTE A TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE MAGISTER EN  
FINANZAS**

ALUMNO JAVIER MORGADO  
PROFESOR GUÍA: GABRIELA CLIVIO.

Santiago, Chile

2023

## INDICE

<b>RESÚMEN EJECUTIVO</b> .....	<b>1</b>
<b>1. METODOLOGÍA</b> .....	<b>2</b>
1.1. PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN.....	2
1.1.1. <i>Método de flujos de caja descontados</i> .....	2
<b>2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA</b> .....	<b>5</b>
2.1. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA.....	5
2.1.1. <i>Antecedentes del negocio e historia</i> .....	5
2.1.2. <i>Principales accionistas</i> .....	7
2.1.3. <i>Filiales</i> .....	8
2.2. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA.....	11
2.2.1. <i>Estado actual</i> .....	11
2.2.2. <i>Regulación y fiscalización</i> .....	14
2.2.3. <i>Riesgos de la industria</i> .....	15
2.2.4. <i>Empresas comparables</i> .....	17
<b>3. ESTRUCTURA DE CAPITAL</b> .....	<b>19</b>
3.1. DEUDA FINANCIERA.....	19
3.2. PATRIMONIO ECONÓMICO.....	20
3.3. VALOR ECONÓMICO.....	21
3.4. ESTRUCTURA DE CAPITAL HISTÓRICA Y OBJETIVO.....	22
<b>4. ESTIMACION DEL COSTO DE CAPITAL</b> .....	<b>24</b>
<b>5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO</b> .....	<b>31</b>
5.1. ESTADOS FINANCIEROS DE PARQUE ARAUCO.....	31
5.2. ANÁLISIS DE CRECIMIENTO DE LA EMPRESA.....	33
5.3. ANÁLISIS DE LOS COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES DE LA EMPRESA.....	36
5.4. ANÁLISIS DEL RESULTADO NO OPERACIONAL DE LA EMPRESA.....	38
5.5. ANÁLISIS DE MÁRGENES DE LA EMPRESA.....	42
5.6. ANÁLISIS DE LOS ACTIVOS DE LA EMPRESA.....	46
5.7. ANÁLISIS DE CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA.....	51
<b>6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS</b> .....	<b>56</b>
6.1. INGRESOS OPERACIONALES PROYECTADOS.....	56
6.2. COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES PROYECTADOS.....	58
6.3. RESULTADO NO OPERACIONAL PROYECTADO.....	58
6.4. IMPUESTO CORPORATIVO PROYECTADO.....	62
6.5. ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO EN MILES DE UF.....	62
6.6. ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO PORCENTUAL.....	63
<b>7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE</b> .....	<b>64</b>
7.1. INVERSIÓN DE REPOSICIÓN.....	64
7.2. NUEVAS INVERSIONES DE CAPITAL.....	64
7.3. INVERSIÓN O LIBERACIÓN DE CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO.....	65
7.4. FLUJOS DE CAJA LIBRE PROYECTADOS.....	67

7.5.	VALOR TERMINAL.....	68
<b>8.</b>	<b>PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO.....</b>	<b>69</b>
8.1.	VALOR PRESENTE DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE .....	69
8.2.	DÉFICIT O EXCESO DE CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO .....	69
8.3.	ACTIVOS PRESCINDIBLES Y OTROS ACTIVOS .....	70
8.4.	VALORIZACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA .....	70
8.5.	ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD .....	72
<b>9.</b>	<b>CONCLUSIONES.....</b>	<b>75</b>
<b>10.</b>	<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>76</b>

## **RESÚMEN EJECUTIVO.**

Este informe tiene como objetivo realizar una valoración de Parque Arauco S.A a junio 2022 en Unidades de Fomento (“UF”), con el fin de determinar el precio de acción de la compañía. Actualmente Parque Arauco es una de las principales empresas del sector inmobiliario de América Latina, desarrollando y operando activos de distinto uso inmobiliario, con foco en retail, en Chile, Perú y Colombia.

La valoración de una compañía consiste en estimar el valor teórico de la acción que tendría en el mercado en una fecha específica, considerando el número de acciones que se encuentran emitidas. Esta estimación debe considerar un conocimiento íntegro de la compañía para entender el negocio, su industria y su visión.

Para poder hacer la valoración se utilizó en primer lugar el método de flujo de caja descontado y luego el método de múltiplos comparables, la información a nivel financiera utilizada fue extraída de los Estados Financieros de la compañía, los cuales se encuentran publicados en la página web de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y en la página web de la compañía, adicionalmente, fue necesario analizar cualitativamente la compañía a nivel de industria con el fin de determinar sus empresas comparables. El periodo histórico de análisis comprende desde 2018 a junio del año 2022.

Mediante este informe se dará a conocer información importante de la compañía tanto a nivel cualitativo como financiero que permiten desarrollar de mejor manera la valorización con el fin de llegar a un precio estimado para la acción para Parque Arauco S.A.

## **1. METODOLOGÍA**

### **1.1. Principales métodos de valoración**

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) en el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico del patrimonio de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Fernández, 2012; Papelu *et al.*, 2019; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados.

#### **1.1.1. Método de flujos de caja descontados**

El método de flujos 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 (Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar empresas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el 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 otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los

fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de 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, este 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, este método será altamente sensible a la tasa de descuento y a la tasa de crecimiento de perpetuidad elegida (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones, 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 (Maquieira y Espinosa, 2019).

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fuentes 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 “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por 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 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 (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital o financiamiento objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado) (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles o no operativos (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 (Maquieira y Espinosa, 2019).

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 (Fernández, 2012).

## **2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA**

### **2.1. Descripción de la empresa**

#### **2.1.1. Antecedentes del negocio e historia**

Parque Arauco S.A, es una compañía de origen chileno, donde a través de distintas sociedades, poseen activos inmobiliarios que desarrollan, administran y arriendan. El sello de la sociedad es ofrecer espacios atractivos para el encuentro donde las personas se conecten y compartan su tiempo libre.

El inicio de la compañía parte en 1982, con la inauguración del primer centro comercial de Chile, Parque Arauco Kennedy, para luego en el año 2006 en su interés de expansión e incursión internacional llegan a Perú y ya para el 2010 en su ánimo de crecimiento sostenible se apertura Parque Arboleda en Colombia.

En el año 2012 Parque Arauco incorpora Arauco Premium Outlet Buenaventura y se asocia con Aurus para constituir Arauco Express (AEX) y con esto ingresa tanto al mercado de los Outlet como de los *strip centers*.

Actualmente Parque Arauco tiene cuatro formatos de centros comerciales: regionales, vecinales, outlet malls y strip centers. Siendo sus locatarios tiendas por departamento, de mejoramiento del hogar, supermercados, restaurantes, cines, centros de salud y tiendas menores de distintos rubros.

Dentro de los pilares estratégicos de la sociedad se encuentra el crecimiento, rentabilidad y sostenibilidad los cuales les han permitido potenciar su misión en ser líderes en el desarrollo y operación de activos inmobiliarios, a través de un crecimiento rentable y sostenible que genere valor a los grupos de interés. A su vez sus actividades centrales se arraigan a una búsqueda de ubicaciones estratégicas, desarrollo de espacios y generar una experiencia en sus clientes como foco.

A la fecha, las más de cuatro décadas que lleva la compañía le han permitido que sean uno de los desarrolladores y administradores de centros comerciales más importantes de la industria inmobiliaria de Latinoamérica con más de 520.000 m2 de GLA en 9 Malls, 4 Outlets y 18 Strip centers.

En la tabla N°1 y tabla N°2 se presentarán algunos antecedentes acerca de Parque Arauco, indicando información resumen del negocio actual, así como sus indicadores de ingresos y EBITDA extraídos del último Estado Financiero anual del periodo 2021. Es necesario comentar que los principales ingresos y EBITDA de Parque Arauco provienen de Chile, siendo además el país con mayor área bruta locataria (ABL), que para el 2021 ascendía a 523.500 m2 con un 94,8% de ocupación y para el segundo semestre del 2022 ascendía a 522.000 m2 con un 95,3% de ocupación.

**Tabla 1. Información de Parque Arauco.**

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	PARAUCO
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	Desarrollador y operador de activos inmobiliarios multiformato principalmente de uso comercial orientados hacia distintos sectores socioeconómicos, actualmente están presente en 3 países con alto potencial de crecimiento: Chile, Perú y Colombia.

**Tabla 2. Ingresos y EBITDA de Parque Arauco S.A**

Países donde opera Parque Arauco	Ingresos (en UF)	%	EBITDA (en UF)	%
<b>Para el año 2021</b>				
Chile	3.200.782	58,40%	1.330.680	57,30%
Colombia	887.888	16,20%	404.081	17,40%
Perú	1.392.121	25,40%	587.543	25,30%
<b>Total</b>	<b>5.480.791</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.322.304</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Según Estados Financieros auditados y memoria 2021.

## 2.1.2. Principales accionistas

**Tabla 3: 12 mayores accionistas de Parque Arauco, último periodo informado 06-2022 CMF**

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones suscritas	% de propiedad (*)
INVERSIONES CABILDO S A	154.927.900	17,11%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	64.707.300	7,14%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE STATE STREET	62.945.678	6,95%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	54.349.111	6,00%
SANTANDER CORREDORES DE BOLSA LIMITADA	53.965.690	5,96%
BOLSA ELECTRONICA DE CHILE BOLSA DE VALORES	42.166.900	4,66%
INVERSIONES JARDINES DEL BOSQUE LIMITADA	41.959.184	4,63%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	36.987.402	4,08%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S A	27.399.961	3,03%
BTG PACTUAL CHILE S A C DE B	23.070.555	2,55%
BANCO ITAU CORPBANCA POR CTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	22.313.957	2,46%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	21.942.573	2,42%

Fuente: Detalle de 12 mayores accionistas según página web Comisión para el mercado financiero (CMF).

### 2.1.3. Filiales

**Tabla 4: Filiales de Chile**

<b>Rut</b>	<b>Nombre Sociedad</b>
76.013.218-7	Inversiones Parque Arauco Uno S.A.
76.111.950-8	Desarrollos Inmobiliarios San Antonio S.A.
76.187.012-2	Centros Comerciales Vecinales Arauco Express S.A.
76.189.464-1	Nueva Arauco SpA.
76.263.221-7	Centro Comercial Arauco Express Ciudad Empresarial S.A.
86.339.000-1	Plaza Estación S.A.
96.547.010-7	Inmobiliaria Paseo de la Estación S.A.
96.671.020-9	Todo Arauco S.A.
96.734.110-K	Arauco Malls Chile S.A.
76.455.843-k	Parque Angamos SpA.
76.231.235-2	Bulevar Rentas inmobiliarias S.A.
76.939.541-5	Arauco Centros Comerciales Regionales SpA
76.939.551-2	Arauco Chillán SpA
77.112.778-9	Arauco Viña SpA
96.828.400-2	Parque Arauco Internacional S.A.

*Fuente: Según EEFF consolidados al 30.06.2022 publicado en la Bolsa de Santiago.*

**Tabla 5: Filiales de Argentina**

<b>Rut</b>	<b>Nombre Sociedad</b>
30-69117251-8	Parque Arauco Argentina S.A.

*Fuente: Según EEFF consolidados al 30.06.2022 publicado en la Bolsa de Santiago.*

**Tabla 6: Filiales en Perú**

<b>Rut</b>	<b>Nombre Sociedad</b>
20511910642	Arauco Holding Perú S.A.C.
20523173716	Parque Lambramani S.A.C.
20550880041	Strip Centers del Perú S.A.C.
20495673911	El Quinde Shopping Plaza S.A.C.
20512817999	Inmobiliaria El Quinde S.A.C.
20521150948	El Piquero Shopping Plaza S.A.C.
20510641516	Arauco Malls Perú S.A.C.
20511742677	Holding Plaza S.A.
20547203608	NISA Malls S.A.
20423264617	Inmuebles Panamericana S.A.
20345681460	Altek Trading S.A.C.
20538494748	Inmobiliaria Costa Nueva S.A.C.
20538494233	Inmobiliaria Botafogo S.A.C.
20543100138	Inversiones Lendipo S.A.C.
20543099881	Inmobiliaria Pisac S.A.C.
20543349403	Inversiones Kandoo S.A.C.
20548925861	Inmobiliaria Eburns S.A.C.
20557171178	Inversiones Lambore S.A.C.

*Fuente: Según EEFF consolidados al 30.06.2022 publicado en la Bolsa de Santiago.*

**Tabla 7: Filiales en Colombia**

<b>Rut</b>	<b>Nombre Sociedad</b>
901.394.357-2	Administradora Parque Arauco S.A.S
900.197.303-7	Inversiones Colombianas Arauco S.A.S. (1)
830.054.539-0	Fideicomiso PA Alegra Barranquilla
900.252.139-0	Parque Arauco Colombia S.A.S.
900.079.790-5	Eje Construcciones S.A.S.
900.460.297-8	Inversiones Inmobiliarias Bucaramanga Arauco S.A.S.
830.053.812-2	Fideicomiso Parque Arauco Matriz
830.053.812-2	Fideicomiso Multifamily Calle 72 (2)

*Fuente: Según EEFF consolidados al 30.06.2022 publicado en la Bolsa de Santiago.*

## **2.2. Descripción de la industria**

### **2.2.1. Estado actual**

#### **2.2.1.1. Industria de Centros Comerciales en Chile**

El 1982 comenzó la industria de centros comerciales en Chile con la inauguración de Parque Arauco Kennedy y desde ese entonces comenzó un crecimiento exponencial que actualmente presenta 278 centros comerciales a lo largo de Chile, con un total de 4.437.289 metros cuadrados de GLA y 4.417 tiendas <sup>1</sup>. Del total de centros comerciales 53 son malls, 76 power center, 70 strip centers, 68 grandes tiendas y 11 outlets.

Los malls, en cuanto a número, representan un 20%, pero en cuanto a superficie arrendable abarcan más del 70% del GLA total del país. La locación en Chile de los centros comerciales se concentra principalmente en la Región Metropolitana con un 42% del total.

Por el lado de Parque Arauco actualmente posee una participación aproximadamente del 12% del GLA en la industria chilena<sup>2</sup>.

El sector comercio en general tiene un impacto alto en la economía, aportando varios puntos porcentuales al PIB. Sin embargo, la baja en las expectativas de crecimiento y las altas tasas de desempleo en el último tiempo han sido factores que han golpeado la economía chilena de forma transversal.

Con la pandemia del Covid 19 la industria del retail tradicional se vio obligada a cerrar, restringir el acceso e incluso aplicar aforos máximos en centros comerciales, dando un espacio al crecimiento de formatos online y avanzando hacia una metodología cada vez más digital en todo el proceso de compra. Hoy, gracias a la reapertura en las restricciones sanitarias las compras presenciales han vuelto a tomar fuerza, generando un mix de ventas tanto presencial como online, obligando a los centros comerciales a adaptarse a la nueva realidad operacional que está marcado por la flexibilidad y por la constante atención a los movimientos a nivel global.

---

<sup>1</sup> Fuente: Cámara de centros comerciales [www.camaracentroscomerciales.cl](http://www.camaracentroscomerciales.cl)

<sup>2</sup> Fuente: Portafolio de centros comerciales en página corporativa de Parque Arauco.

### 2.2.1.2. Industria de Centros Comerciales en Perú

A pesar de la rápida expansión de centros comerciales en Perú, sigue siendo una oportunidad atractiva para nuevos inversionistas, eso se debe a que existe una clase media en constante crecimiento. A nivel económico, Perú ha mostrado un crecimiento positivo los últimos años, despertando el interés por los inversionistas en el país. Lo anterior, junto a un bajo índice de centros comerciales por millón de habitantes<sup>3</sup> posicionan a Perú como una alternativa interesante para el desarrollo y operación de Centros Comerciales. A la fecha el mercado peruano cuenta con un total de 109 centros comerciales activos.

En la actualidad, Perú aun presenta una baja penetración en el sector retail en comparación con sus pares de la región, donde hay aproximadamente tres centros comerciales por cada millón de habitantes, menor si se compara con Chile y México que cuentan con el doble de centros comerciales por millones de habitantes. Cabe destacar que, en cuanto a la superficie arrendable por cada mil habitantes, Perú demuestra su potencial ya que tan solo posee 97,3 m<sup>2</sup> de área bruta arrendable (GLA) por millón de habitantes, lo que comparado con otros países de la región como México con un total de 271,8 m<sup>2</sup>, Colombia con 141,2 m<sup>2</sup>, Chile con 271,8 m<sup>2</sup>, y Argentina 365,6 m<sup>2</sup>, representa un valor bajo y por ende existiría espacio para el desarrollo de nuevos Centros Comerciales en el país.

La dinámica de crecimiento que experimentaron los centros comerciales el año pasado 2021 en Perú y los factores que lo impulsaron se repetirían para este 2022. De acuerdo con las estimaciones, para este año se espera un incremento en ventas de 14,1%, logrando con este resultado un incremento en los valores obtenidos prepandemia<sup>4</sup>.

Parque Arauco actualmente posee una participación aproximadamente del 49% en la industria peruana, lo cual lo convierte en la región más importante de la compañía<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> Según información de ACCEP, Asociación de centros comerciales del Perú, <http://accep.org.pe/es/home/>.

<sup>4</sup> Según Brochure “oportunidades del sector”, publicado en página ACCEP.

<sup>5</sup> Según portafolio de centros comerciales en página corporativa de Parque Arauco.

### 2.2.1.3. Industria de Centros Comerciales en Colombia

Actualmente en Colombia existen 258 centros comerciales, los cuales vienen trabajando en impulsar la reactivación económica frente a la pandemia. Del total de centros comerciales la concentración se da en centros pequeños, los cuales tienen menos de 20.000 m<sup>2</sup>.

En Colombia, el desarrollo de proyectos de edificaciones destinados a las actividades comerciales ha sido importante para el crecimiento del sector constructor en el país. A la fecha los centros comerciales representan un 25% del total de la construcción de los proyectos no residenciales y son grandes fuentes de valor agregado y para generación de empleo en la industria. En los últimos años la relación de GLA (Gross Leasable Area o superficie bruta arrendable) por habitante sigue siendo considerablemente baja ya que sólo alcanza 0,074 m<sup>2</sup>/hab., a diferencia de Chile que posee 0,18 metros cuadrados de GLA por habitante <sup>6</sup>.

Al igual que las otras industrias analizadas, por el efecto pandemia, Colombia se ha tenido que reinventar en tener plataformas digitales y venta física a fin de adaptarse a las nuevas necesidades de los usuarios y saber aprovechar las oportunidades del mercado para la generación de valor.

Parque Arauco actualmente posee una participación aproximadamente del 10% en la industria colombiana, lo cual lo convierte en la tercera región más importante de la compañía <sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Según página N°14, Newspaper mall & retail, 2019, Juan Raúl Vélez.

<sup>7</sup> Según portafolio de centros comerciales en página corporativa de Parque Arauco.

### **2.2.2. Regulación y fiscalización<sup>8</sup>**

Parque Arauco y sus filiales en Chile, Perú y Colombia están sujetas a las distintas normas civiles, comerciales, laborales administrativas y tributarias de cada uno de los países donde opera.

A nivel nacional, Parque Arauco al ser una compañía abierta en bolsa es regulada por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) según la normativa dispuesta por la Ley de Sociedades Anónimas en Chile. Por otro lado, al tratarse de una inmobiliaria está sujeta a la Ley General de Urbanismo y Construcciones, Ley de Aportes al Espacio Público y Ley sobre Bases Generales del Medioambiente, entre otras normas urbanísticas, ambientales y de construcción. En cuanto al funcionamiento de los Centros Comerciales, están regulados por permisos de edificación, patentes comerciales y autorización sanitaria para locales de alimentos. Por último, la operación en Chile está sujeta a la Ley sobre Protección de los Derechos de los Consumidores, Ley de Defensa de la Libre Competencia y Competencia Desleal, entre otras.

En Perú, las operaciones de Parque Arauco están sujetas a diversas normas que rigen su operación como el Reglamento Nacional de Edificaciones, la Ley del Auxilio Oportuno, Ley General de Sociedades, Ley del Procedimiento Administrativo General, Ley de Gestión Integral de Residuos Sólidos, normas de Protección al Consumidor y la Ley de Represión de las Conductas Anticompetitivas, entre otras normas de aplicación general. Al mismo tiempo es necesaria la obtención de autorizaciones, permisos y licencias para la operación correcta de los Centros Comerciales, regulados a través de Licencias de Obras, Licencias de Funcionamiento y Certificado de Inspección Técnica de Seguridad en Edificaciones (Certificado ITSE). Finalmente, por el giro del negocio son importantes la Ley de Productividad y Competitividad Laboral, la Ley de Seguridad y Salud en el Trabajo, entre otras.

Finalmente, Parque Arauco Colombia opera mediante sociedades anónimas y sociedades por acciones simplificadas, cuya regulación se encuentra justificada en el Código de Comercio y son supervisadas por la Superintendencia de Sociedades. A la

---

<sup>8</sup> Fuente: Memoria Integrada Parque Arauco, año 2021

vez, es fiscalizado por la Superintendencia Financiera de Colombia, cuya regulación se encuentra en el Código de Comercio y en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero. Para el desarrollo de los distintos activos de la compañía es necesario el cumplimiento de normas urbanísticas supervisadas en las oficinas de Planeación Distrital y Departamental, el Instituto de Desarrollo Urbano y la Curaduría Urbana (encargada de expedir licencias de urbanismo y construcción). Para la obtención de los distintos permisos para operar, Parque Arauco Colombia debe contar con permisos de distintos organismos, tales como la Alcaldía Local, Secretaría de Salud y Cuerpo Oficial de Bomberos, así como otras certificaciones como de Transporte Vertical y puertas automáticas, plan de gestión de residuos y manejo de vertimientos, entre otros. Con respecto a la operación de los Centros Comerciales, estos se encuentran sujetos al Decreto Único Reglamentario del Sector Trabajo, Estatuto del Consumidor, Estatuto Tributario, Ley de Protección de Datos Personales, normas de publicidad engañosa y libre competencia, entre otras.

### **2.2.3. Riesgos de la industria**

#### **Potenciales efectos de la transformación de la industria del retail y cambios en las tendencias de consumo sobre el formato de centros comerciales.**

El potencial impacto para la industria es el fortalecimiento de algunas categorías de retail en detrimento de otras, lo que puede requerir adaptaciones en el uso de los espacios de compra física, cambios para facilitar la logística y nuevas dinámicas que integren la compra online con la presencial.

#### **Fenómenos ambientales prolongados o extremos que afecten significativamente los lugares donde estamos presentes como consecuencia o con relación al cambio climático.**

El potencial impacto para la industria es una mayor exposición a cambios regulatorios o de comportamiento de las personas en entornos climáticamente más expuestos, aumento o creación de impuestos, incorporación de restricciones vinculadas con la disminución de emisiones de carbono o eficiencia energética, y algunos riesgos físicos

derivados del cambio climático podrían impactar en la estabilidad o disponibilidad de los recursos naturales como el agua o la energía, afectando las condiciones de futuras operaciones de los centros comerciales.

### **Cambio de expectativas respecto al rol y contribución de los centros comerciales en sus entornos y comunidades.**

El potencial impacto para la industria es no responder de manera adecuada a expectativas que puede incidir en desconexión o falta de diálogo con grupos de interés claves, mayor exposición en conflictos, desavenencias o complicaciones con actores que se encuentran en las áreas de influencia de los activos, deterioro de la percepción de la industria e incremento de cambios regulatorios que dificulten el crecimiento y desarrollo futuro y pérdida de oportunidades para desarrollar alianzas con actores sociales en temas que promueven impactos positivos para el entorno <sup>9</sup>.

### **Riesgo de tasa**

El horizonte de largo plazo de las inversiones de Parque Arauco genera que la inversión sea muy sensible a la tasa de interés. De esta forma, un cambio brusco en las tasas podría significar que inversiones realizadas dejen de ser rentables y, por lo tanto, significarían una pérdida de valor para la compañía.

### **Riesgo normativo**

Los activos de Parque Arauco han mostrado constantes transformaciones a lo largo del tiempo, ya sea a través de ampliaciones de los mismos Centros Comerciales, como reconversiones de sectores o de tiendas a otro tipo de formatos y/o proyectos. Esa característica de constante cambio de los activos de la compañía en la búsqueda de una mejor experiencia para los clientes y de una mayor rentabilidad por m<sup>2</sup> de GLA es

---

<sup>9</sup> Fuente: Memoria integrada Parque Arauco, año 2021

que hace a los activos especialmente sensible a la normativa vigente que permita estas transformaciones. Así, cambios en los marcos regulatorios municipales, a través de los planes reguladores comunales (PRC), podrían imposibilitar futuras estrategias de inversión que la compañía tenía prevista para el crecimiento de los activos.

### **Aumento en los costos de construcción**

Durante los últimos años hemos sido testigos de cómo han aumentado los costos en general de los materiales de construcción a lo largo del país, llevando a algunas empresas constructoras a buscar mecanismos para evitar la quiebra. Con lo anterior, y dada la naturaleza de las inversiones de Parque Arauco, es que la rentabilidad de las inversiones de la compañía dependerá de las fluctuaciones de los costos de construcción. Así, un aumento brusco en los costos, como los vistos en el último tiempo, podría generar que proyectos que están en etapa de construcción se vean fuertemente castigados en su rentabilidad.

#### **2.2.4. Empresas comparables**

En Chile existen 2 compañías del tamaño y formatos que opera Parque Arauco que permiten ser sus comparables en la industria: Mall Plaza S.A. y Cencoshopp S.A.

En el mercado latinoamericano, en cambio, encontramos empresas comparables que se dedican al desarrollo y la administración de Centros Comerciales presentes en México y Brasil, como Fibra Uno, Multiplan y GICSA.

Por último, en el mercado estadounidense nos encontramos con los siguientes comparables: Simon y Regency.

En el punto 9 se encuentra una descripción de cada empresa comparable por mercado.

En la tabla N°8 se pueden encontrar antecedentes de las empresas comparables mencionadas anteriormente, su nemotécnico y el mercado donde transa sus acciones y

en la tabla siguiente N°9 y N°10 se detallarán cifras de cada una de ellas tanto a nivel de ingresos como de EBITDA para el cierre anual del 2021.

**Tabla 8. Antecedentes de empresas comparables.**

<b>Empresa comparable</b>	<b>Multiplan Empreendimentos Imobiliarios S.A</b>
Ticket o Nemo <span>t</span> écnico	MULT9
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de valores de Sao Paulo
<b>Empresa comparable</b>	<b>Fibra UNO</b>
Ticket o Nemo <span>t</span> écnico	FUNO11
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa Mexicana
<b>Empresa comparable</b>	<b>Grupo Gicsa S.A.B. de C.V</b>
Ticket o Nemo <span>t</span> écnico	GICSAB
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa Mexicana
<b>Empresa comparable</b>	<b>Simon Property Group, Inc.</b>
Ticket o Nemo <span>t</span> écnico	SPG
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de New York
<b>Empresa comparable</b>	<b>Regency Centers Corporation</b>
Ticket o Nemo <span>t</span> écnico	REG
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de New York
<b>Empresa comparable</b>	<b>Plaza S.A.</b>
Ticket o Nemo <span>t</span> écnico	MALLPLAZA
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago
<b>Empresa comparable</b>	<b>Cencosud Shopping S.A.</b>
Ticket o Nemo <span>t</span> écnico	GENCOSHOPP
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago

*Fuente: Información de disponibilidad pública en Web.*

**Tabla 9. Ingresos de empresas comparables para el año 2021.**

PAISES DONDE OPERA	Multiplan Emprendimiento s Immobiliarios S.A	%	Plaza S.A.	%	Cencosud Shopping S.A.	%	Fibra UNO	%	Grupo Gicsa S.A.B. de C.V	%	Simon Property Group, Inc	%	Regency Centers Corporation	%
Para el año 2021 (en UF)														
CHILE			8.221.035	92,07%	6.708.835	96,66%								
PERU			38.613	0,43%	116.985	1,69%								
COLOMBIA			669.798	7,50%	114.662	1,65%								
EEUU											140.400.282	100,00%	31.998.453	100,00%
BRASIL	5.009.115	100,00%												
MEXICO							29.289.445	100,00%	5.260.106	100,00%				
<b>Total</b>	<b>5.009.115</b>	<b>100,00%</b>	<b>8.929.446</b>	<b>100,00%</b>	<b>6.940.482</b>	<b>100,00%</b>	<b>29.289.445</b>	<b>100,00%</b>	<b>5.260.106</b>	<b>100,00%</b>	<b>140.400.282</b>	<b>100,00%</b>	<b>31.998.453</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Según estados financieros y memoria del año 2021 de cada empresa comparable.

**Tabla 10. EBITDA de empresas comparables para el año 2021.**

Países y rubros donde opera	Multiplan Emprendimiento s Immobiliarios S.A	%	Plaza S.A.	%	Cencosud Shopping S.A.	%	Fibra UNO	%	Grupo Gicsa S.A.B. de C.V	%	Simon Property Group, Inc	%	Regency Centers Corporation	%
Para el año 2021 (en UF)														
CHILE					6.150.821	97,35%								
PERU			4.727.890	100,00%	100.010	1,58%								
COLOMBIA					67.351	1,07%								
EEUU											117.312.634	100,00%	24.788.243	100,00%
BRASIL	3.507.945	100,00%												
MEXICO							23.333.437	100%	4.420.639	100,00%				
<b>Total</b>	<b>3.507.945</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.727.890</b>	<b>100,00%</b>	<b>6.318.182</b>	<b>100,00%</b>	<b>23.333.437</b>	<b>0,00%</b>	<b>4.420.639</b>	<b>100,00%</b>	<b>117.312.634</b>	<b>100,00%</b>	<b>24.788.243</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Según estados financieros y memoria del año 2021 de cada empresa comparable.

### 3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

#### 3.1. Deuda financiera

La estrategia de financiamiento de Parque Arauco S.A se basa principalmente en la emisión de bonos, teniendo a Chile y Perú como países de entidad deuda. Dado el plan de inversión, Parque Arauco concentra su deuda en el largo plazo, equivalente a un 90% aproximadamente, mientras que el otro restante del 10% corresponde a deuda corto plazo. Cabe destacar que para el cierre de año del 2020 la proporción fue más extrema concentrando un 96% como deuda largo plazo y sólo un 4% como deuda de corto plazo. En Abril del año 2020, Parque Arauco S.A aumentó su deuda financiera con el objetivo de aumentar la caja de la compañía y fortalecer su situación financiera,

mediante la emisión de un bono por UF 2.000.000<sup>10</sup>. Esos fondos se mantuvieron en la caja, resultando en una deuda estable desde el cuarto trimestre del año 2019.

Por otro lado, en los últimos años según información de las memorias publicadas de la compañía, en el perfil de la deuda, la distribución por moneda del capital financiero principalmente se transa en Unidades de Fomento, le siguen las operaciones transadas en moneda pesos, moneda peruana (sol) y peso colombiano. La distribución por tipo de tasa de interés para el financiamiento es 100% a tasa fija.

**Tabla 11. Detalle de deuda financiera bruta 2018- Jun 2022**

Deuda Financiera en MUF	Dic-2018	Dic-2019	Dic-2020	Dic-2021	Jun-2022
<b>Total corriente</b>	<b>4.349</b>	<b>8.302</b>	<b>1.871</b>	<b>3.317</b>	<b>2.845</b>
Arrendamiento financiero	72	59	-	-	-
Préstamos bancarios	3.505	5.215	818	2.285	2.035
Emisión de bonos	757	3.021	1.032	992	810
Pasivos de cobertura	15	7	20	40	0
<b>Total no corriente</b>	<b>31.788</b>	<b>31.079</b>	<b>40.057</b>	<b>32.225</b>	<b>31.816</b>
Arrendamiento financiero	1.130	1.117	-	-	-
Préstamos bancarios	7.524	9.905	14.724	9.174	9.015
Emisión de bonos	22.986	20.002	25.022	23.051	22.801
Pasivos de cobertura	149	54	311	-	-
<b>Total</b>	<b>36.137</b>	<b>39.381</b>	<b>41.928</b>	<b>35.542</b>	<b>34.662</b>

*Fuente: Elaboración propia según EEFF auditados de cada año.*

### 3.2. Patrimonio económico

En esta sección, se procedió a determinar el patrimonio económico de la empresa, a través del producto entre el total de acciones en circulación al cierre de cada periodo y el valor de cierre de la acción de Parque Arauco en el mercado bursátil a igual fecha. Dando como resultado lo siguiente por medio de la tabla:

---

<sup>10</sup> Fuente: [www.df.cl/mercados/bolsa-monedas/parque-arauco-se-la-juega-y-en-medio-de-la-crisis-por-el-covid-19-coloca](http://www.df.cl/mercados/bolsa-monedas/parque-arauco-se-la-juega-y-en-medio-de-la-crisis-por-el-covid-19-coloca)

**Tabla 12. Patrimonio económico Parque Arauco S.A**

Patrimonio económico	Dic-2018	Dic-2019	Dic-2020	Dic-2021	Jun-2022
N° de acciones en circulación	902.157.216	902.157.216	905.715.882	905.715.882	905.715.882
Precio de cierre por acción	\$1.544,90	\$1.849,90	\$1.163,00	\$939,90	\$715,50
<b>Total en MM\$</b>	<b>1.393.742.683</b>	<b>1.668.900.634</b>	<b>1.053.347.571</b>	<b>851.282.357</b>	<b>648.039.714</b>
<b>Valor UF al cierre de cada periodo</b>	<b>27.565,79</b>	<b>28.309,94</b>	<b>29.070,33</b>	<b>30.991,74</b>	<b>33.086,83</b>
<b>Total en MUF</b>	<b>50.561</b>	<b>58.951</b>	<b>36.234</b>	<b>27.468</b>	<b>19.586</b>

Fuente: Elaboración propia según memoria cierre de cada periodo y EEFF.

En el cuadro anterior se puede ver que durante el año 2020 aumentaron en circulación 3.558.666 acciones, esto se debe según lo publicado en la memoria del año 2020 de Parque Arauco a que existe un plan de *stock options* para los ejecutivos principales, y que aprobó destinar 7.800.000 acciones a planes de compensación de ejecutivos, en donde se suscribieron para el 2020 3.558.666 acciones y las restantes 4.241.334 acciones no fueron suscritas, siendo de baja en el cuarto trimestre del año 2020.

### 3.3. Valor económico

Se determinó la deuda financiera y el patrimonio económico, estimando así, el valor de la empresa, calculado como la suma de ambas partidas para cada año de análisis. La siguiente tabla muestra dichos resultados:

**Tabla 13. Valor económico de Parque Arauco S.A**

Valor Económico	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Valor deuda financiera MUF (B)	36.137	39.381	41.928	35.542	34.662
Patrimonio económico MUF (P)	50.561	58.951	36.234	27.468	19.586
<b>Valor económico MUF (V)</b>	<b>86.697</b>	<b>98.332</b>	<b>78.162</b>	<b>63.010</b>	<b>54.248</b>

Fuente: Elaboración propia según datos de tabla N°11 y N°12.

### 3.4. Estructura de capital histórica y objetivo

En base a la información presentada en la tabla anterior se puede calcular diferentes indicadores financieros, dentro de los cuales se presentan en la tabla de a continuación la razón de endeudamiento (B/V), razón de patrimonio (P/V) y razón deuda/patrimonio (B/P), de los cálculos realizados la última cifra será utilizada para la construcción del costo promedio ponderado de capital:

**Tabla 14. Estructura de capital Parque Arauco S.A**

Estructura de capital	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22	E.C Histórica Promedio 2018- Jun 22	E.C Histórica Promedio 2020- Jun 22	E.C Objetivo Promedio
B/V	41,68%	40,05%	53,64%	56,41%	63,90%	51,13%	57,98%	40,87%
P/V	58,32%	59,95%	46,36%	43,59%	36,10%	48,87%	42,02%	59,13%
B/P	71,47%	66,80%	115,71%	129,39%	176,97%	112,07%	137,98%	69,12%

*Fuente: Elaboración propia según datos de tabla N°13.*

Según los datos representados en la tabla N°11 y N°12, se puede apreciar que la deuda tiene un incremento del 9% al año 2019, un aumento del 6% para el año 2020 y ya para el 2021 una reducción importante del 15% y de un 2% al segundo trimestre del año 2022. Si comparamos la variación en cuanto al patrimonio, este tiene un comportamiento más agresivo en cuanto a diferencial por año donde al año 2019 tiene un incremento porcentual del 17% y ya para el año 2020 comienza una caída constante con un 39%, para el año 2021 otra contracción del 24% y para el segundo trimestre una caída de 29%, esto se genera principalmente por un efecto precio de la acción a la baja desde el año 2018, ya que el número de acciones se ha mantenido constante del año 2018 al 2019 e incluso en el año 2020 hubo un aumento del orden de 3,5 millones de acciones.

Para el modelo de valorización se consideró que la estructura de capital objetivo promedio sería la que se obtiene como promedio del año 2018 y 2019, ya que esto aísla el efecto en Chile de conflicto social del 2019 y el efecto pandemia.

#### 4. ESTIMACION DEL COSTO DE CAPITAL

Para poder realizar la estimación del costo de capital de Parque Arauco, como primer paso se procedió a calcular los retornos de precios semanales tanto de acción de PARAUCO S.A como del IPSA, correspondiente al último día hábil de cada semana. Para este análisis, se emplea el método de regresión lineal simple desde el 30 de Junio de 2017 al 30 de Junio del 2022. El método para estimar la rentabilidad del IPSA como de PARAUCO S.A se realiza de la siguiente forma:

$$Retorno_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_t}$$

Considerando lo anterior, el modelo de regresión se estima de la siguiente forma:

$$Retorno_{Parque Arauco} = \alpha + \beta * Retorno_{IPSA} + \varepsilon$$

Los datos entregados por la regresión es lo siguiente:

**Tabla 15. Datos de la estimación del beta.**

	jun-22
Beta de la acción	0,426
P-Value	5,12E-38
N° observaciones	261
R2	0,47
Presencia Bursátil	100%

*Fuente: Elaboración propia según regresión considerando retornos de IPSA y PARAUCO.*

Para continuar con el modelo de estimación, se definieron las variables de tasa libre de riesgo para Chile que según el BCU a 30 años al 30 de Junio 2022 considera UF + 2,14% y una prima por riesgo de mercado de 6,01% a 12 meses para Chile según Damodaran.

$$R_f = UF + 2,14\%$$

$$prm = E(R_m) - R_f = 6,01\%$$

El costo de la deuda fue calculado como la tasa libre de riesgo más el spread entre el bono emitido en 2020 a plazo de 7 años con una tasa promedio en el mercado secundario de bonos de UF + 3,16% (extraído de RiskAmerica) y la tasa del BCU de 5 años que a la fecha de valoración, es decir el 30 de junio 2022 correspondía a 1,73%. De esta forma se logra usar la misma parametrización de una tasa libre de riesgo de 30 años con un costo de la deuda al mismo plazo.

Bono emitido el 05 de junio de 2020 por Parque Arauco (BPARC-X): UF + 3,16%.

BCU en UF a 5 años con fecha 30 de junio de 2022: 1,73%

Diferencial de spread: 3,16% - 1,73% = 1,43%

Tasa libre de Riesgo según BCU a 30 años: 2,14%

$$K_b = 2,14\% + (3,16\% - 1,73\%)$$

$$K_b = 3,57\%.$$

Por otro lado, se debe comentar que la tasa de impuesto a utilizar en este trabajo será de 27% considerada como a tasa corporativa desde el año 2018 en adelante para las empresas que tributan en Chile.

$$t_{c,corporativa} = 27\%$$

En base a todos los datos mencionados anteriormente se procede a estimar el Beta de la deuda utilizando para ello el método o modelo CAPM:

$$K_b = Rf + (E(R_m) - Rf)\beta_b$$

$$\beta_b = \frac{K_b - Rf}{E(R_m) - Rf}$$

Despejando los valores, se obtiene el beta de la deuda:

$$\beta_b = \frac{0,0357 - 0,0214}{0,0601}$$

$$\beta_b = 0,24$$

El siguiente procedimiento es poder calcular la beta patrimonial sin deuda, para ello se consideró el promedio de los años 2020-2021-junio 2022 de las relaciones de B/V, P/V y B/P, y adicionalmente se considera el beta de la acción para el año 2022 indicado en la tabla N°15, el cual entrega un resultado de 0,426.

$$\frac{B}{V} = 0,5798$$

$$\frac{P}{V} = 0,4202$$

$$\frac{B}{P} = 1,3798$$

$$\beta_p^{c/deuda} = 0,426$$

Despejando la siguiente fórmula propuesta por Rubinstein, obtuvimos el beta patrimonial sin deuda, donde:

$$\beta_p^{c/deuda} = \beta_p^{s/deuda} \times \left( 1 + (1 - t_c) \times \frac{B}{P} \right) - (1 - t_c) \times \beta_b \times \frac{B}{P}$$

Despejando, se obtiene que:

$$\beta_p^{s/deuda} = \frac{\beta_p^{c/deuda} + (1 - t_c) \times \beta_b \times \frac{B}{P}}{1 + (1 - t_c) \times \frac{B}{P}}$$

Reemplazando valores, se obtiene:

$$\beta_p^{s/deuda} = \frac{0,426 + (1 - 0,27) \times 0,24 \times 1,3798}{1 + (1 - 0,27) \times 1,3798}$$

$$\beta_p^{s/deuda} = 0,33$$

El siguiente procedimiento consiste en apalancar la estructura, para ello utilizamos la estructura de capital objetivo como el promedio de los años 2018 y 2019 de las relaciones de B/V, P/V y B/P:

$$\frac{B}{V} = 0,4087$$

$$\frac{P}{V} = 0,5913$$

$$\frac{B}{P} = 0,6912$$

$$\beta_p^{c/deuda} = \beta_p^{s/deuda} \times \left( 1 + (1 - t_c) \times \frac{B}{P_{objetivo}} \right) - (1 - t_c) \times \beta_b \times \frac{B}{P_{objetivo}}$$

$$\beta_p^{c/deuda} = 0,33 \times (1 + (1 - 0,27) \times 0,6912) - (1 - 0,27) \times 0,24 \times 0,6912$$

$$\beta_p^{c/deuda} = 0,38$$

Posteriormente, se procede a estimar el costo patrimonial de la empresa, volviendo a utilizar el modelo CAPM, entonces:

$$K_p = R_f + (E(R_m) - R_f) \beta_p^{c/deuda}$$

$$K_p = 0,0214 + 0,0601 \times 0,38$$

$$K_p = 0,0442$$

Al estimar el costo patrimonial de la empresa se calculó un valor 4,42%, sin embargo, se consideró necesario agregarle un size premium que para el tamaño de la empresa ascendía a 1,42% según informe de Duff and Phleps del año 2020 .

Según lo anterior, nos quedaría un costo de patrimonio de

$$K_p = 0,0442 + 0,0142$$

$$K_p = 0,0584$$

$$K_p = 5,84\%$$

Finalmente, el costo de capital representaría el capital promedio ponderado o WACC de la empresa, tasa con la cual se descontarán los flujos proyectados. Reemplazando los valores se obtiene:

$$K_0 = K_p \times \frac{P}{V_{\text{objetivo}}} + K_b(1 - t_c \text{corporativo}) \times \frac{B}{V_{\text{objetivo}}}$$

$$K_0 = 0,0584 \times 0,5913 + 0,0357 \times (1 - 0,27) \times 0,4087$$

$$K_0 = 0,0452$$

El valor obtenido en el beta es menor al beta de empresas comparables con riesgos similares e, incluso, menores y, a pesar que esa es la metodología de acuerdo a los lineamientos del AFE, se calculó el beta del patrimonio utilizando los datos de las empresas comparables. Con ello incorporamos un cuadro con detalle de cada beta de las empresas comparables al 30 de junio de 2022 según indicadores entregados por el portal de S&P Capital IQ, el cual indica un promedio de 0,91 como beta.

**Tabla 16. Beta de empresas comparables al 30.06.2022**

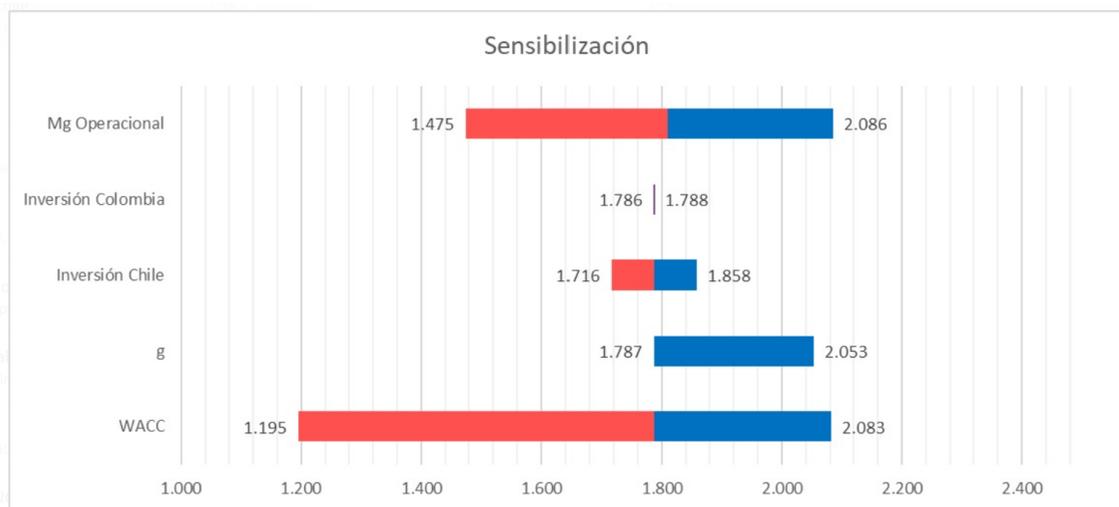
<b>Compañías Comparables al 30.06.2022</b>	
<b>Company Name</b>	<b>5 Year Beta</b>
<b>Multiplan Empreendimientos Inmobiliários S.A. (BOVESPA:MULT3)</b>	0,77
<b>Plaza S.A. (SNSE:MALLPLAZA)</b>	0,74
<b>Cencosud Shopping S.A. (SNSE:CENCOSHOPP)</b>	0,57
<b>Fibra UNO (BMV:FUNO 11)</b>	0,91
<b>Grupo Gicsa S.A.B. de C.V. (BMV:GICSA B)</b>	0,77
<b>Simon Property Group, Inc. (NYSE:SPG)</b>	1,49
<b>Regency Centers Corporation (NasdaqGS:REG)</b>	1,1
<b>Promedio</b>	<b>0,91</b>

Fuente: Portal S&P Capital IQ.

Si consideramos la misma metodología de cálculo de costo de capital como se hizo anteriormente en la regresión, nos arroja que al sensibilizar utilizando los Betas de los comparables un precio de la acción de Parque Arauco de \$1.195, escenario que supondría una diferencia de un 67% con respecto al valor observado en el momento de la evaluación.

Si bien, consideramos metodológicamente correcto utilizar el beta de los comparables, para efectos formales de la valorización se utilizará la regresión del precio de la acción con respecto al IPSA. En ambos escenarios es posible concluir la conveniencia de comprar la acción de Parque Arauco

**Ilustración 1. Sensibilización del precio de la acción de Parque Arauco considerando beta de los comparables.**



Fuente: Portal S&P Capital IQ.

**Tabla 17. Escenarios de sensibilización de precio de acción.**

Item	Optimista	Evaluado	Pesimista
WACC	4,06%	4,52%	5,81%
g	0,50%	0,00%	0,00%
Inversión Chile	97.200.000	108.000.000,00	118.800.000
Inversión Colombia	30.600.000	34.000.000,00	37.400.000
Mg Operacional	85,00%	78,20%	70,00%

Fuente: Elaboración propia.

## **5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO**

El método de valorización de Flujo de Caja Descontado requiere un análisis de proyección del estado de resultados de Parque Arauco, para ello se necesita entender cuáles son las perspectivas de crecimiento del negocio, tanto a nivel de ingresos como de sus diferentes costos y activos tanto operacionales como no operacionales.

A continuación, se presentará una apertura de cada ítem que es necesario para llevar a cabo esta valorización:

### **5.1. Estados Financieros de Parque Arauco**

En la Tabla N°18, se presenta el Estado de Resultados consolidado de Parque Arauco de los años seleccionados para valorización del 2018 al primer semestre del año 2022, expresado en Unidades de Fomento.

**Tabla 18. Estados financieros anuales consolidados 2018- 1S 2022.**

Moneda: UF	01.01.2018 al 31.12.2018	01.01.2019 al 31.12.2019	01.01.2020 al 31.12.2020	01.01.2021 al 31.12.2021	01.01.2022 al 30.06.2022
Ingresos de actividades ordinarias	6.878.754	7.262.918	4.329.223	5.480.791	3.302.257
Costo de ventas	-1.430.660	-1.411.614	-1.090.373	-1.192.661	-754.574
<b>Ganancia bruta</b>	<b>5.448.094</b>	<b>5.851.304</b>	<b>3.238.849</b>	<b>4.288.129</b>	<b>2.547.684</b>
Gasto de administración	-573.458	-701.063	-1.163.531	-600.327	-301.887
Otros ingresos por función	1.184.320	1.735.481	1.190.390	1.476.976	1.603.915
Otros gastos por función	-363.533	-388.320	-692.558	-352.582	-83.730
<b>Ganancia por actividades de Operación</b>	<b>5.695.422</b>	<b>6.497.401</b>	<b>2.573.150</b>	<b>4.812.197</b>	<b>3.765.981</b>
Ingresos financieros	289.336	404.256	257.800	160.763	332.403
Costos financieros	-1.328.717	-1.414.557	-1.713.531	-1.391.259	-667.796
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	374.742	253.855	179.288	200.070	470.018
Diferencias de cambio	-213	28.600	36.630	-98.346	-15.891
Resultado por unidades de reajuste	-658.372	-772.643	-817.567	-1.474.077	-1.280.849
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	1.825.650	-	-	-	-
<b>Ganancia antes de impuestos</b>	<b>6.197.849</b>	<b>4.996.912</b>	<b>515.770</b>	<b>2.209.350</b>	<b>2.603.866</b>
Gasto por impuestos a las ganancias	-1.721.669	-1.300.591	-369.619	-662.332	-553.567
<b>Ganancia</b>	<b>4.476.179</b>	<b>3.696.321</b>	<b>146.152</b>	<b>1.547.017</b>	<b>2.050.299</b>
<b>Ganancia atribuible a</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Ganancia atribuible a propietarios de la controladora	4.275.716	3.298.973	63.509	756.277	1.583.566
Ganancia atribuible a participaciones no controladoras	200.463	397.348	82.643	790.740	466.733
<b>Ganancia</b>	<b>4.476.179</b>	<b>3.696.321</b>	<b>146.152</b>	<b>1.547.017</b>	<b>2.050.299</b>
<b>Ganancias por acción</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Ganancia por acción básica</b>	<b>4,75</b>	<b>3,65</b>	<b>0,07</b>	<b>0,84</b>	<b>1,75</b>
<b>Ganancia por acción diluída</b>	<b>4,7</b>	<b>3,63</b>	<b>0,07</b>	<b>0,84</b>	<b>1,75</b>

Fuente: Elaboración Propia. Estados Financieros de Parque Arauco.

## 5.2. Análisis de crecimiento de la empresa

En la Tabla N°19 se presenta un detalle de los ingresos de Parque Arauco y su crecimiento desde el año 2018 al 1er semestre del 2022 separado por cada una de las regiones donde la compañía tiene operaciones: Chile, Perú y Colombia.

**Tabla 19. Ingresos de Parque Arauco por país.**

Ingresos por venta en UF	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Chile	4.072.222	4.183.441	2.415.706	3.200.782	1.948.332
Colombia	963.026	1.038.597	684.017	887.888	528.361
Perú	1.843.506	2.040.880	1.229.499	1.392.121	825.564
<b>Total</b>	<b>6.878.754</b>	<b>7.262.918</b>	<b>4.329.223</b>	<b>5.480.791</b>	<b>3.302.257</b>

Fuente: Elaboración propia. Memoria de cada año y EEFF anuales y semestrales.

**Tabla 20. Porcentaje de participación por país en Parque Arauco.**

% Participación por país	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Chile	59,20%	57,60%	55,80%	58,40%	59,00%
Colombia	14,00%	14,30%	15,80%	16,20%	16,00%
Perú	26,80%	28,10%	28,40%	25,40%	25,00%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración propia. Memoria de cada año y EEFF anuales y semestrales.

En cuanto a la participación en ingresos por cada país, Chile lidera por sobre Colombia y Perú, con un promedio de los periodos analizados de un 58% sobre un 15% y 27% de los otros dos países respectivamente. Sin embargo, también se puede apreciar que Colombia ha ido ganando un poco más de participación desde el año 2020, mientras que Perú viene bajando su participación desde el mismo año 2020.

El crecimiento real de los ingresos ha tenido estaciones bastante marcadas, mostrando un crecimiento consolidado del 5,58% en el año 2019, un tanto superior al 2018 (comparando sobre dic 2017), sin embargo, el año 2020 dado el efecto pandemia, esta industria al verse afectada con todas las limitantes tuvo una baja importante, decreciendo en un -40,39%, para volver a crecer en un 26,6% en el año 2021 y ya mostrando más estabilidad este año en curso con un 56,18% a junio 2022 (comparado con junio 2021) explicado principalmente porque el comercio y los centros comerciales tienen menos restricciones y ya se logra tener cierta normalidad en la industria y país tras pandemia controlada.

**Tabla 21. Crecimiento porcentual de Parque Arauco por país.**

Crecimiento porcentual por año	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Chile	1,50%	2,73%	-42,26%	32,50%	80,68%
Colombia	11,51%	7,85%	-34,14%	29,80%	18,99%
Perú	-4,20%	10,71%	-39,76%	13,23%	39,45%
<b>Crecimiento consolidado</b>	<b>1,16%</b>	<b>5,58%</b>	<b>-40,39%</b>	<b>26,60%</b>	<b>56,18%</b>

*Fuente: Elaboración propia. Memoria de cada año y EEFF anuales y semestrales.*

Los ingresos por venta de Parque Arauco, para sus tres divisiones, están compuestos de ingresos por arriendos y otros ingresos, los cuales se detallan como sigue:

- Ingresos por arriendos: Son Aquellos ingresos provenientes de la explotación que corresponden a la facturación de arriendos mínimos, porcentuales, servicios básicos y otros por concepto de ocupación del espacio destinado para el uso comercial, estos son reconocidos en forma lineal de acuerdo con la vigencia del contrato con el cliente.
- Otros ingresos: Corresponde a cobro de servicios básicos (energía, combustibles, agua), ingresos por estacionamientos y cuotas de incorporación. Estos ingresos resultan ser operacionales porque vienen de la mano de la actividad principal.

En las tablas N°22 y N°23 de a continuación, se muestra que los ingresos por arriendo representan un promedio de 85,04% del total de los ingresos de Parque Arauco, y dentro de estos, como subpartida los ingresos provenientes como ingreso fijo representan un 83,9% y los ingresos variables un 16,10%, por otro lado, la partida de otros ingresos tiene una participación del 14,96% sobre el total de ingresos ordinarios.

**Tabla 22. Segmentación de ingresos ordinarios de Parque Arauco 2018 - 1S 2022.**

Tipos de ingresos ordinarios UF	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Ingresos por arriendos	5.895.112	6.154.533	3.627.773	4.704.843	2.810.715
Ingresos fijos	5.128.747	5.415.989	2.902.218	3.730.941	2.394.730
Ingresos Variables	766.365	738.544	725.555	973.903	415.986
Otros ingresos	983.642	1.108.385	701.450	775.948	491.542
<b>Ingresos ordinarios totales</b>	<b>6.878.754</b>	<b>7.262.918</b>	<b>4.329.223</b>	<b>5.480.791</b>	<b>3.302.257</b>

Fuente: Memoria de cada año y EEFF anuales y semestrales.

**Tabla 23. Porcentaje de participación según tipo de ingreso 2018 - 1S 2022**

% Participación según tipo de ingresos	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Ingresos por arriendos	85,70%	84,74%	83,80%	85,84%	85,11%
Ingresos fijos	87,00%	88,00%	80,00%	79,30%	85,20%
Ingresos Variables	13,00%	12,00%	20,00%	20,70%	14,80%
Otros ingresos	14,30%	15,26%	16,20%	14,16%	14,89%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Memoria de cada año y EEFF anuales y semestrales.

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 N°24 se muestra que, durante los últimos 5 periodos, Parque Arauco reportó una ocupación promedio de 93,91%, siendo Chile el país que lidera la ocupación con un 95,51%.

**Tabla 24. ABL y porcentaje de ocupación por país en Parque Arauco.**

ABL y % de ocupación	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
ABL Chile	500.500	515.000	512.000	523.500	522.000
Ocupación % Chile	96,40%	96,10%	95,00%	94,80%	95,30%
ABL Perú	397.000	405.500	405.500	401.500	395.500
Ocupación % Perú	94,00%	95,60%	87,00%	92,30%	94,90%
ABL Colombia	155.500	155.000	154.000	154.000	201.000
Ocupación % Colombia	90,90%	92,50%	92,50%	92,80%	90,40%
<b>Total de ABL</b>	<b>1.053.000</b>	<b>1.075.500</b>	<b>1.071.500</b>	<b>1.079.000</b>	<b>1.118.500</b>

*Fuente: Elaboración propia según memoria y reporte semestral de Parque Arauco.*

### **5.3. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa**

Los costos de operación de Parque Arauco S.A, están en función de la actividad principal que desarrolla la compañía que se enfoca en la operación de centros comerciales. Dentro de los costos de operación se encuentran los costos de venta y los gastos de administración:

- Costo de venta: Costos del personal, contribuciones, mantención, aseo, seguridad, servicios básicos, habilitación de locales.
- Gastos de administración: Depreciación, amortización, honorarios, otros gastos del personal, gastos de viaje, publicidad y marketing, comunicaciones e informática, provisión de incobrables.

Dentro de los Estados Financieros de Parque Arauco, se encuentra el detalle de las principales partidas que componen el costo de venta y gastos de administración, las cuales son: Depreciación, amortización, remuneraciones, provisión de deudores incobrables y la partida otros que incluye principalmente costos y gastos de la operación como, por ejemplo, mantención, aseo, seguridad, servicios básicos, entre otros.

En la tabla N°25, se detalla por año en moneda UF el total por cada ítem de costos operacionales.

**Tabla 25. Detalle de costos operacionales de Parque Arauco 2018 – 1S 2022.**

UF	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Depreciación	-35.643	-67.611	-44.410	-41.412	-21.135
Amortización	-85.652	-100.477	-136.543	-110.786	-55.372
Remuneración	-834.034	-862.118	-746.638	-826.981	-466.045
Provisión deudores incobrables	-44.727	-59.941	-490.739	40.382	21.573
Otros	-1.004.051	-1.022.531	-835.576	-854.190	-535.481
<b>Total costo de venta y GAV</b>	<b>-2.004.107</b>	<b>-2.112.677</b>	<b>-2.253.905</b>	<b>-1.792.988</b>	<b>-1.056.461</b>

*Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Parque Arauco.*

En la tabla N°26 se detalla el gasto de personal por la partida de remuneración, el cual se encuentra presentado en el costo de ventas y gastos de administración. Al cierre de cada periodo de análisis el desglose es el siguiente:

**Tabla 26. Apertura de partida Remuneraciones de Parque Arauco 2018 – 1S 2022.**

UF	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Sueldos y salarios	-698.935	-736.226	-645.496	-741.878	-416.575
Beneficios a corto plazo a los empleados	-82.502	-90.466	-88.206	-76.109	-43.856
otros gastos de personal	-52.596	-35.426	-12.936	-8.994	-5.614
<b>Total de gastos de personal</b>	<b>-834.034</b>	<b>-862.118</b>	<b>-746.638</b>	<b>-826.981</b>	<b>-466.045</b>

*Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Parque Arauco.*

La siguiente tabla N°27 refleja la significancia porcentual de cada partida de costo y gasto operacional de Parque Arauco.

---

**Tabla 27. Porcentaje de participación de cada partida de costo y gasto operacional de Parque Arauco.**

	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Depreciación	1,78%	3,20%	1,97%	2,31%	2,00%
Amortización	4,27%	4,76%	6,06%	6,18%	5,24%
Remuneración	41,62%	40,81%	33,13%	46,12%	44,11%
Provisión deudores incobrables	2,23%	2,84%	21,77%	-2,25%	-2,04%
Otros (*)	50,10%	48,40%	37,07%	47,64%	50,69%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y Memorias de Parque Arauco.

Al analizar las partidas según su relación con los ingresos de la empresa, los resultados son los siguientes:

**Tabla 28. Porcentaje de cada costo y gasto operacional sobre los ingresos de Parque Arauco.**

	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Depreciación	0,52%	0,93%	1,03%	0,76%	0,64%
Amortización	1,25%	1,38%	3,15%	2,02%	1,68%
Remuneración	12,12%	11,87%	17,25%	15,09%	14,11%
Provisión deudores incobrables	0,65%	0,83%	11,34%	-0,74%	-0,65%
Otros (*)	14,60%	14,08%	19,30%	15,59%	16,22%
<b>Total costo de venta y GAV</b>	<b>29,13%</b>	<b>29,09%</b>	<b>52,06%</b>	<b>32,71%</b>	<b>31,99%</b>

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Parque Arauco.

#### 5.4. Análisis del resultado no operacional de la empresa

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

La Tabla N°29 refleja la evolución de los últimos 5 periodos de estas cuentas en la compañía, identificando si corresponden a partidas de carácter recurrente o no recurrente, los montos expresados son en UF.

**Tabla 29. Costos no operacionales de Parque Arauco 2018 – 1S 2022.**

UF	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022	Carácter
Otros ingresos por función	1.184.320	1.735.481	1.190.390	1.476.976	1.603.915	No recurrente
Otros gastos por función	-363.533	-388.320	-692.558	-352.582	-83.730	No recurrente
Ingresos Financieros	289.336	404.256	257.800	160.763	332.403	Recurrente
Costos Financieros	-1.328.717	-1.414.557	-1.713.531	-1.391.259	-667.796	Recurrente
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	374.742	253.855	179.288	200.070	470.018	Recurrente
Diferencia de cambio	-213	28.600	36.630	-98.346	-15.891	Recurrente
Resultado por unidades de reajuste	-658.372	-772.643	-817.567	-1.474.077	-1.280.849	Recurrente
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	1.825.650	-	-	-	-	Recurrente
Gasto por impuesto a las ganancias	-1.721.669	-1.300.591	-369.619	-662.332	-553.567	Recurrente
<b>Total costo no operacional</b>	<b>-398.457</b>	<b>-1.453.920</b>	<b>-1.929.166</b>	<b>-2.140.785</b>	<b>-195.497</b>	

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros consolidados de Parque Arauco.

En la Tabla N°30, se muestra la participación porcentual de cada costo no operacional sobre los ingresos de la compañía, siendo las ganancias (perdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de los activos financieros reclasificados medidos a su valor razonable con un 27% de significancia, el gastos por impuesto a las ganancias con un 25% y los costos financieros con un 19% los con mayor participación sobre los ingresos.

**Tabla 30. Porcentaje de participación sobre ingresos de los costos no operacionales de Parque Arauco 2018 - 1S 2022.**

	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Otros ingresos por función	17,22%	23,90%	27,50%	26,95%	48,57%
Otros gastos por función	-5,28%	-5,35%	-16,00%	-6,43%	-2,54%
Ingresos Financieros	4,21%	5,57%	5,95%	2,93%	10,07%
Costos Financieros	-19,32%	-19,48%	-39,58%	-25,38%	-20,22%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	5,45%	3,50%	4,14%	3,65%	14,23%
Diferencia de cambio	0,00%	0,39%	0,85%	-1,79%	-0,48%
Resultado por unidades de reajuste	-9,57%	-10,64%	-18,88%	-26,90%	-38,79%
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	26,54%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Gasto por impuesto a las ganancias	-25,03%	-17,91%	-8,54%	-12,08%	-16,76%
<b>Total costo no operacional</b>	<b>-5,79%</b>	<b>-20,02%</b>	<b>-44,56%</b>	<b>-39,06%</b>	<b>-5,92%</b>

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros consolidados de Parque Arauco.

A continuación, se describe brevemente el contenido de cada una de las cuentas no operacionales según lo reportado en los Estados Financieros de la compañía:

- Otros ingresos y gastos por función: Incluye las ventas de terreno, indemnización o devolución de seguros, utilidad por revaluación, impuestos extraordinarios, gastos de estudio y proyectos, deterioro de activos, deducibles de siniestro, gastos de indemnización y finiquitos, entre otros.
- Ingresos financieros: Estos ingresos provienen de las inversiones de los excedentes de caja de la compañía, principalmente en depósitos a plazo, cuentas remuneradas, carteras administradas, pactos, fondos mutuos y fiducias. Al 30.06.2022 la tasa efectiva anual de las inversiones fue de 8,16%, al 31.12.2021 fue de 1,4%, al 31.12.2020 fue de 1,7%, al 31.12.2019 fue de 3,68% y al 31.12.2018 fue de 3,35%.

- Costos financieros: Corresponde al devengo de intereses de las obligaciones financieras que Parque Arauco mantiene en unidades de fomento, pesos chilenos, pesos colombianos y soles peruanos con las diferentes instituciones financieras. Al 30.06.2022 la tasa efectiva anual de la deuda fue de 3,99%, al 31.12.2021 fue de 3,7%, al 31.12.2020 fue de 3,8%, al 31.12.2019 fue de 3,78% y al 31.12.2018 fue de 4,01%. Esta cuenta para el año 2020 tiene una variación importante respecto a su año anterior por un 21% de aumento, su explicación corresponde a que para ese año Parque Arauco tuvo un incremento en su deuda, del orden de 4.722.732 UF; sin embargo, ese año sobre sus ventas tuvo una significancia del 40%, incrementándose un 19% sobre el año anterior, esta variación se debe principalmente a un efecto en la reducción de ingresos para el año 2020 debido al efecto pandemia que generó una reducción en los ingresos por concepto de arriendos fijos, pasando del 2019 de UF 5.415.989 a UF 2.902.218 para el 2020 (reducción de ingresos de 46%).
- 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 y Desarrollos Panamericana S.A.C.
- Diferencia de cambio: Corresponde al resultado ponderado de los movimientos por activos y pasivos en moneda extranjera generados en el periodo.
- Resultado por unidades de reajuste: Corresponde principalmente a préstamos bancarios, arrendamientos financieros y emisión de bonos en moneda reajutable. Esta cuenta para los años 2021 y 2022 tienen un aumento sobre su año anterior de un 80% y 13% respectivamente, debido principalmente a que tienen un incremento en sus pasivos que se originan de actividades de financiamiento en monedas que al cierre pueden generar diferencias de tipo de cambio, considerando que su deuda principalmente es en pesos chilenos, pesos colombianos y soles peruanos.
- 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: Corresponde a la ganancia (pérdida) por ajustes de valor razonable de las

propiedades de inversión las cuales son principalmente terrenos, edificios y otras construcciones que se mantienen para explotarlos en régimen de arriendo.

- Gasto por impuesto a las ganancias: Corresponde a la suma de los impuestos a las ganancias y los impuestos diferidos de la compañía.

### **5.5. Análisis de márgenes de la empresa**

La tabla N°31 muestra como ha variado el resultado histórico de Parque Arauco desde el año 2017 a Junio del año 2022. Con esta información es posible evidenciar la caída que sufrió la compañía en sus ingresos durante la pandemia, donde los centros comerciales a nivel nacional y regional se vieron obligados a cierres forzosos y aforos durante largos periodos de tiempo, afectando tanto a los ingresos como a los resultados de la compañía, que llegó a su nivel más bajo en el año 2020.

Por su parte, la tabla N°32 nos muestra la información descrita en el párrafo anterior, pero como porcentaje de los ingresos. Con esta información es posible observar de forma directa como han variado los márgenes de la compañía a través del tiempo y en sus distintas partidas como Margen Bruto, Margen EBITDA, Margen EBIT y por último Margen Neto. De este podemos verificar la caída del margen neto de la compañía durante la pandemia, que en el año 2020 cayó desde un 51% en el 2019 a un 3% en el 2020. También es posible evidenciar que desde el año 2021 los ingresos se han ido recuperando y llegando a niveles prepandémicos. Así, es posible ver que las mayores caídas en los márgenes con respecto a los años anteriores son representadas por los márgenes EBITDA y EBIT, lo que deja entrever que la compañía fue capaz de disminuir sus costos operacionales durante este periodo. Sin embargo, los gastos de administración y otros gastos por función se mantuvieron hasta etapas más avanzadas de la pandemia e incluso aumentaron fuertemente en el año más crítico. Lo mismo ocurre con el aumento de los costos financieros de la compañía con la emisión de un Bono que buscaba dejar a la compañía en una buena posición económica para enfrentar la pandemia y periodos prologados de inactividad económica y cierres de centros comerciales.

**Tabla 31: Estado de Resultados Históricas Parque Arauco (UF)**

Moneda: UF	01.01.2018 al 31.12.2018	01.01.2019 al 31.12.2019	01.01.2020 al 31.12.2020	01.01.2021 al 31.12.2021	01.01.2022 al 30.06.2022
Ingresos de actividades ordinarias	6.878.754	7.262.918	4.329.223	5.480.791	3.302.257
Costo de ventas	-1.430.660	-1.411.614	-1.090.373	-1.192.661	-754.574
<b>Ganancia bruta</b>	<b>5.448.094</b>	<b>5.851.304</b>	<b>3.238.849</b>	<b>4.288.129</b>	<b>2.547.683</b>
Gasto de administración	-573.458	-701.063	-1.163.531	-600.327	-301.887
Otros ingresos por función	1.184.320	1.735.481	1.190.390	1.476.976	1.603.915
Otros gastos por función	-363.533	-388.320	-692.558	-352.582	-83.730
<b>Ganancia por actividades de Operación</b>	<b>5.695.422</b>	<b>6.497.401</b>	<b>2.573.150</b>	<b>4.812.197</b>	<b>3.765.981</b>
Ingresos financieros	289.336	404.256	257.800	160.763	332.403
Costos financieros	-1.328.717	-1.414.557	-1.713.531	-1.391.259	-667.796
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	374.742	253.855	179.288	200.070	470.018
Diferencias de cambio	-213	28.600	36.630	-98.346	-15.891
Resultado por unidades de reajuste	-658.372	-772.643	-817.567	-1.474.077	-1.280.849
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	1825650	-	-	-	-
<b>Ganancia antes de impuestos</b>	<b>6.197.849</b>	<b>4.996.912</b>	<b>515.770</b>	<b>2.209.350</b>	<b>2.603.866</b>
Gasto por impuestos a las ganancias	-1.721.669	-1.300.591	-369.619	-662.332	-553.567
<b>Ganancia</b>	<b>4.476.179</b>	<b>3.696.321</b>	<b>146.152</b>	<b>1.547.017</b>	<b>2.050.299</b>
<b>Ganancia atribuible a</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Ganancia atribuible a propietarios de la controladora	4.275.716	3.298.973	63.509	756.277	1.583.566
Ganancia atribuible a participaciones no controladoras	200.463	397.348	82.643	790.740	466.733
<b>Ganancia</b>	<b>4.476.179</b>	<b>3.696.321</b>	<b>146.152</b>	<b>1.547.017</b>	<b>2.050.299</b>

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros consolidados de Parque Arauco.

**Tabla 32: Estado de Resultados Históricos de Parque Arauco como porcentaje de los ingresos del periodo**

Moneda: UF	01.01.2018 al 31.12.2018	01.01.2019 al 31.12.2019	01.01.2020 al 31.12.2020	01.01.2021 al 31.12.2021	01.01.2022 al 30.06.2022
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de ventas	-20,80%	-19,44%	-25,19%	-21,76%	-22,85%
<b>Ganancia bruta</b>	<b>79,20%</b>	<b>80,56%</b>	<b>74,81%</b>	<b>78,24%</b>	<b>77,15%</b>
Gasto de administración	-8,34%	-9,65%	-26,88%	-10,95%	-9,14%
Otros ingresos por función	17,22%	23,90%	27,50%	26,95%	48,57%
Otros gastos por función	-5,28%	-5,35%	-16,00%	-6,43%	-2,54%
<b>Ganancia por actividades de Operación</b>	<b>82,80%</b>	<b>89,46%</b>	<b>59,44%</b>	<b>87,80%</b>	<b>114,04%</b>
Ingresos financieros	4,21%	5,57%	5,95%	2,93%	10,07%
Costos financieros	-19,32%	-19,48%	-39,58%	-25,38%	-20,22%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	5,45%	3,50%	4,14%	3,65%	14,23%
Diferencias de cambio	0,00%	0,39%	0,85%	-1,79%	-0,48%
Resultado por unidades de reajuste	-9,57%	-10,64%	-18,88%	-26,90%	-38,79%
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	26,54%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Ganancia antes de impuestos</b>	<b>90,10%</b>	<b>68,80%</b>	<b>11,91%</b>	<b>40,31%</b>	<b>78,85%</b>
Gasto por impuestos a las ganancias	-25,03%	-17,91%	-8,54%	-12,08%	-16,76%
<b>Ganancia</b>	<b>65,07%</b>	<b>50,89%</b>	<b>3,38%</b>	<b>28,23%</b>	<b>62,09%</b>
<b>Ganancia atribuible a</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
Ganancia atribuible a propietarios de la controladora	62,16%	45,42%	1,47%	13,80%	47,95%
Ganancia atribuible a participaciones no controladoras	2,91%	5,47%	1,91%	14,43%	14,13%
<b>Ganancia</b>	<b>65,07%</b>	<b>50,89%</b>	<b>3,38%</b>	<b>28,23%</b>	<b>62,09%</b>

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros consolidados de Parque Arauco.

Finalmente, la tabla N°33 nos muestra un resumen del resultado de los márgenes brutos, EBITDA, EBIT y Neto a lo largo de los períodos estudiados y permite observar lo anteriormente mencionado. Así, es posible observar la caída de los márgenes EBITDA y EBIT en los años 2020 y 2021, principalmente.

**Tabla 33: Resumen de Márgenes Históricos de Parque Arauco**

<b>Rentabilidad</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2T2022</b>
Margen Bruto	79,20%	80,56%	74,81%	78,24%	77,15%
Margen EBITDA	82,80%	89,46%	59,44%	87,80%	114,04%
Margen EBIT	90,10%	68,80%	11,91%	40,31%	78,85%
Margen Neto	65,07%	50,89%	3,38%	28,23%	62,09%

*Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros consolidados de Parque Arauco.*

## **5.6. Análisis de los activos de la empresa**

Para la realización de un análisis de los activos de Parque Arauco, se presentarán tres focos principales de información: Activos operacionales y no operacionales, Capital de trabajo operativo neto y, por último, inversiones históricas de la compañía.

Para comenzar se analizarán tanto los activos corrientes como los no corrientes de la compañía, diferenciándolos entre las líneas que resultan operacionales para la compañía, como aquellas que no son operacionales para la misma.

De esta forma podemos definir que los activos no operacionales no representan activos que son utilizados de forma habitual para la operación de la compañía y tanto sus ingresos como sus gastos se representan en partidas distintas a los ingresos y gastos ordinarios de Parque Arauco, como podrían ser ingresos financieros, entre otros.

Así, es posible identificar las siguientes partidas clasificadas como No Operacionales:

- Efectivo y Equivalente al efectivo: esta partida se considera como No Operacional para la compañía, ya que sus ganancias se generan y se registran como ingresos financieros.
- Otros Activos Financieros Corrientes: Partida No Operacional ya que sus ganancias se generan y se registran como ingresos financieros para la compañía.
- Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas Corrientes: Cuenta de Activo No Operacional que registra principalmente cuentas por cobrar y transacciones con entidades relacionadas.
- Otros Activos Financieros, No Corrientes: Cuenta de Activo No Operacional que considera Inversiones restringidas, Activos de cobertura, Fondos Mutuos, entre otros. Se considera No Operacional ya que sus ingresos se registran como ingresos financieros.
- Activos por Impuesto Diferido: Se considera una partida No Operacional ya que abarca principalmente diferencias entre normas tributarias y financieras y no genera un flujo de caja efectivo para la compañía.

A su vez, las partidas Operacionales corresponden a aquellos activos que la compañía utiliza de forma habitual para su negocio y serán considerados para el análisis y cálculo del Capital de Trabajo de Parque Arauco.

**Tabla 34: Diferenciación de Activos Corrientes y No Corrientes en Activos Operacionales y No Operacionales**

Tipo de Activos (En UF)	Al 30 Junio 2022	Operacional	No Operacional
<b>Activos Corrientes</b>			
Efectivo y equivalente al efectivo	8.053.717		X
Otros Activos Financieros, Corrientes	100.902		X
Otros Activos No Financieros, Corrientes	1.246.972	X	
Deudores comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Neto, Corrientes	707.271	X	
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corrientes	44.328		X
Activos por impuestos corrientes	333.010	X	
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>10.486.199</b>		
<b>Activos No Corrientes</b>			
Otros Activos Financieros, No Corrientes	1.213.788		X
Otros Activos No Financieros, No Corrientes	618.750	X	
Cuentas por cobrar, No Corrientes	37.150	X	
Inversiones en Asociadas Contabilizadas por el Método de la Participación	4.282.947	X	
Activos Intangibles distintos de la Plusvalía	411.750	X	
Plusvalía	89.665	X	
Propiedades, Planta y Equipo, Neto	1.052.329	X	
Propiedades de Inversión	71.480.007	X	
Activos por Impuesto Diferidos	286.100		X
Activos por Derecho de Uso	51.293	X	
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>79.523.780</b>		
<b>Total Activos</b>	<b>90.009.979</b>		

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros consolidados de Parque Arauco.

Ahora, se analizará el capital de trabajo histórico de la compañía y cómo este varía de acuerdo con los ingresos que ha obtenido Parque Arauco en los periodos analizados. Esta información será de utilidad para las proyecciones que se realicen más adelante para la correcta valorización de la empresa. Para esto se analizarán las principales partidas tanto de los Activos Corrientes Operacionales de la compañía, como de sus

Pasivos Corrientes Operacionales, para finalmente obtener el Capital de Trabajo Operacional Neto de esta.

**Tabla 35: Cálculo de Capital de Trabajo Histórico de Parque Arauco (Cifras en UF)**

Moneda: UF	2018	2019	2020	2021	2T2022
<b>Activos Corrientes</b>					
Otros Activos No Financieros, Corrientes	1.434.199	1.765.723	1.121.328	864.545	1.246.972
Deudores comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Neto, Corrientes	1.096.159	1.237.753	929.000	980.062	707.271
Activos por impuestos corrientes	238.820	325.754	340.513	313.811	333.010
<b>Total Activos Corrientes Operativos</b>	<b>2.769.178</b>	<b>3.329.230</b>	<b>2.390.842</b>	<b>2.158.418</b>	<b>2.287.253</b>
<b>Pasivos Corrientes Operativos</b>					
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	1.861.614	1.747.225	921.181	1.507.263	1.424.633
Otras provisiones	82.017	43.259	36.400	33.979	51.846
Pasivos por impuestos corrientes	178.034	603.234	60.420	131.573	105.346
Provisiones por beneficios a los empleados, corrientes	164.491	177.349	68.019	191.328	142.976
Otros pasivos no financieros corrientes	269.751	439.707	212.420	215.339	202.759
Pasivos por arrendamientos corrientes	0	93.773	59.666	58.989	68.524
<b>Total Pasivos Corrientes Operativos</b>	<b>2.555.907</b>	<b>3.104.548</b>	<b>1.358.106</b>	<b>2.138.470</b>	<b>1.996.085</b>
<b>CTON</b>	<b>213.271</b>	<b>224.682</b>	<b>1.032.735</b>	<b>19.947</b>	<b>291.167</b>
Ingresos operacionales	6.878.754	7.262.918	4.329.223	5.480.791	8.929.237
<b>RCTON (%)</b>	<b>3,10%</b>	<b>3,09%</b>	<b>23,85%</b>	<b>0,36%</b>	<b>3,26%</b>

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros consolidados de Parque Arauco.

La tabla N°35 muestra la variación de las principales partidas de Activos Corrientes Operacionales, donde es posible identificar las siguientes:

- Otros Activos No Financieros, Corrientes: Compuesto principalmente por partidas de Anticipo de proyectos, Gastos anticipados, Otros Activos, Remanente IVA CF, entre otras.
- Deudores comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Neto, Corrientes: Compuesto principalmente por cuentas de Deudores por Venta (Operadores),

Documentos por cobrar (Cheques en garantía), Deudores varios (Anticipo de clientes, fondos por rendir, dividendos por cobrar), entre otros.

- Activos por impuestos corrientes: Partida compuesta principalmente por pagos previsionales y otros.

De la misma forma, se clasificaron las principales cuentas de Pasivos Corrientes Operacionales donde se eliminó la cuenta de Otros Pasivos Financieros Corrientes, ya que se considera una cuenta financiera y por ende, alejada de la operación de la compañía.

De la tabla es posible identificar que el Capital de Trabajo (CTON) experimentó una fuerte alza en el año 2020 donde pasó de valores cercados a los UF 225.000 a valores que sobrepasaron el millón de UF. Esta alza se explica principalmente por la variación de algunas partidas de activo y pasivo al año 2020, dentro las cuales se pudo observar una baja considerable de la partida de otros activos no financieros corrientes, pasando en 2019 de MUF 1.765 a MUF 1.121 al 2020, que corresponde principalmente a la cuenta de remanente crédito fiscal que se fue consumiendo en el año 2020, significando una baja para ese ítem. Por otro lado, a nivel de las cuentas de pasivo se vieron bajas importantes en ciertas partidas, como lo fueron las cuentas por pagar comerciales corrientes, pasando de MUF 1.747 en 2019 a MUF 921, que obedece principalmente a la cuenta dividendos que tuvo una caída importante de MMCLP 15.553; por otro lado, la partida de pasivos por impuesto corriente también sufrió una baja importante, pasando de MUF 603 en 2019 a MUF 60 en 2020, lo cual se explica principalmente a que en el año 2019 Parque Arauco vendió la participación minoritaria de Arauco Centros Comerciales Regionales Spa, sociedad que se dedica principalmente a la renta de centros comerciales en formatos de Outlet con presencia en Quilicura, Curauma, San Pedro de la Paz y Coquimbo.

En el año 2021 se observa una baja considerable en la cuenta de Otros Activos No Financieros, Corrientes la que se explica, principalmente, por la disminución en los Anticipos de proyectos, esto por los avances de obras que se obtuvieron durante este año en la construcción de la ampliación comercial y en otros usos del principal activo de la compañía, Mall Parque Arauco Kennedy.

Por último, con respecto a la relación entre el Capital de Trabajo de la empresa y sus ingresos operacionales, podemos ver que existe una relación que se mueve en rangos que varían entre un 1% y un 3% con excepción del año 2020 donde los ingresos de la compañía se vieron particularmente afectados por la pandemia.

**Tabla 36: Inversiones Históricas de Parque Arauco**

En UF	2018	2019	2020	2021	2T2022
Compras de propiedad, planta y equipos	101.916	37.323	210.034	131.294	3.122
Compra de activos intangibles	108.248	93.692	105.840	107.463	59.352
Otros activos de Largo Plazo	3.605.079	3.704.923	2.170.102	2.517.703	1.066.928
<b>Total Inversiones</b>	<b>3.815.243</b>	<b>3.835.938</b>	<b>2.485.976</b>	<b>2.756.459</b>	<b>1.129.402</b>
Ingresos operacionales	6.878.754	7.262.918	4.329.223	5.480.791	8.929.237
% de inversión sobre los ingresos	55,46%	52,82%	57,42%	50,29%	12,65%
Depreciación y Amortización	121.295	168.088	180.952	152.199	76.508
% dep y amor. Sobre inversiones	3,18%	4,38%	7,28%	5,52%	6,77%

*Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros consolidados de Parque Arauco.*

Ahora se analizarán la variación histórica en las inversiones de la compañía y su relación con los ingresos y con la Depreciación y Amortización de la compañía en cada periodo.

La tabla N°36 nos muestra cómo la compañía llevaba hasta el año 2019 una política de inversión cercana a los UF 3.900.000 la que se vio afectada por las incertidumbres que afectaron a la industria de centros comerciales, tanto por las restricciones propias de la pandemia, como por el aumento significativo de la inflación, la incertidumbre en los

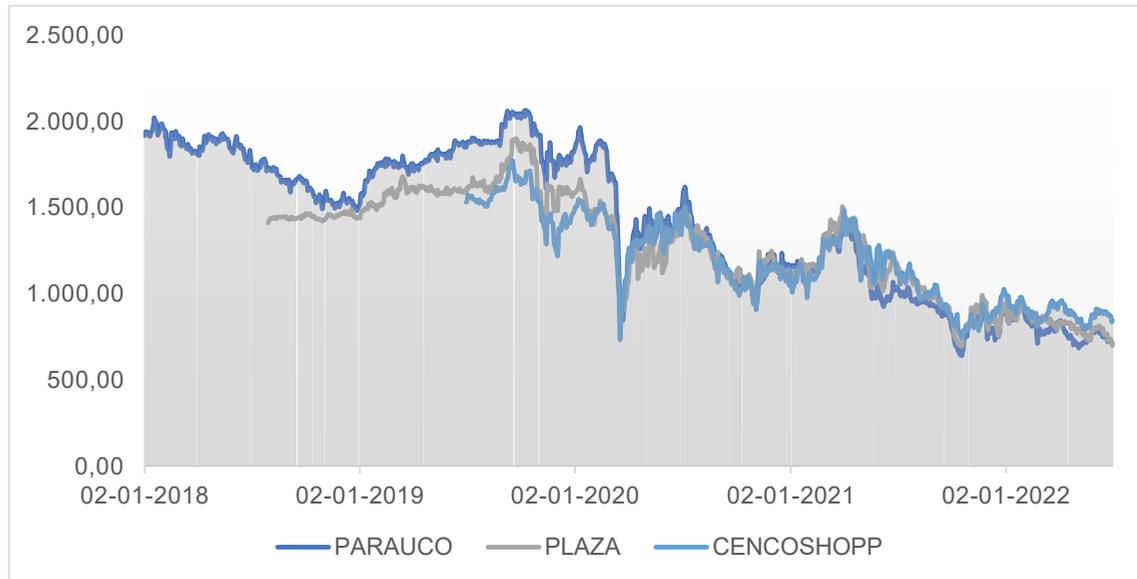
mercados, en las tasas de descuento y la presente situación que están viviendo las constructoras a nivel nacional y las inmobiliarias con respecto al aumento significativo de los precios de los materiales de construcción en el país, afectando por ende a los proyectos de desarrollo y las rentabilidades exigidas para aprobar proyectos de expansión o desarrollo.

Con respecto a la relación de la inversión de la compañía con respecto a los ingresos, podemos ver que existe una relación lineal entre ambas variables, de esta forma en los periodos donde disminuyen los ingresos de la compañía, también disminuyen las inversiones de esta. Lo anterior es posible explicarlo por la exposición al riesgo que tendría una nueva inversión con los supuestos que en periodo con ingresos bajos presenta y cómo estos afectan a las rentabilidades proyectadas de los potenciales desarrollos o compras de la compañía con su respectiva merma en la rentabilidad de los mismos proyectos. En cambio, es posible observar que la relación entre las inversiones y la Depreciación y Amortización de cada periodo han ido en aumento desde el año 2020 a la fecha, esto explicado principalmente por los aumentos en la depreciación de los activos ya desarrollados e invertidos por la compañía antes de la disminución de los ingresos de Parque Arauco. Esta diferencia es posible entenderla por la diferencia en la temporalidad entre la decisión de inversión y los supuestos que se utilizaron para ella y la realidad de los ingresos del periodo.

### **5.7. Análisis de crecimiento de la industria**

Dentro de los años de análisis para esta valoración del 2018 a junio 2022, ocurrió un hecho en común para los 3 países donde actualmente opera Parque Arauco, Chile, Perú y Colombia. La pandemia del Covid-19 golpeó fuertemente la industria de los centros comerciales a nivel regional, donde el cierre obligado del comercio y la restricción de la afluencia de público por parte de aforos gatilló una baja en las ventas a nivel generalizado afectando fuertemente los ingresos de las compañías que compiten en la industria chilena.

**Ilustración 2: Precio Históricos de las acciones de principales compañías chilenas de centros comerciales en Chile**

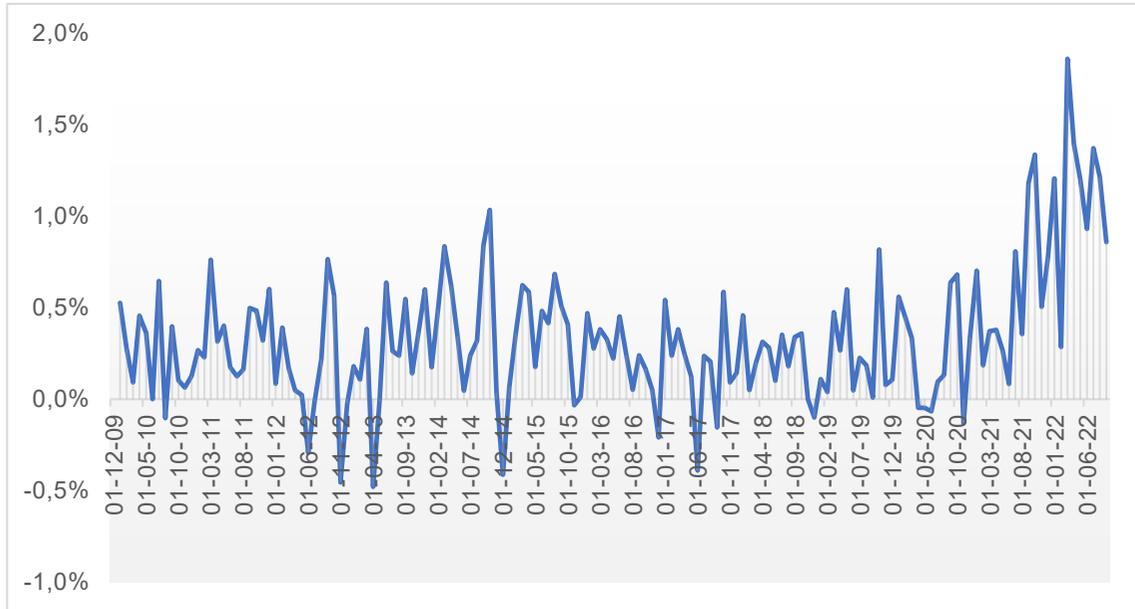


*Fuente: Elaboración propia según data Investing, precios históricos de acciones por empresa.*

La gráfica número 1 nos permite entender la magnitud del impacto de estallido social en Octubre del 2019 y el posterior impacto de la pandemia. En este periodo la acción de Parque Arauco cayó desde valores cercanos a los CLP 2.000 a precios bajo los CLP 1.000 y la misma tendencia han seguido los principales competidores de Parque Arauco en la industria de centros comerciales en Chile, Cencoshopp y Mall Plaza.

Lo analizado anteriormente nos permite entrever que Parque Arauco podría llegar a tanto en ingresos como en EBITDA a niveles prepandémicos. Lo que permite visualizar una industria nacional que ha mostrado niveles normales de operación y reactivación de algunas inversiones que permiten diversificar sus respectivos portafolios como la incorporación de proyectos residenciales de Multifamily en más de alguna de las compañías que compiten en la industria.

**Ilustración 3: Inflación mensual serie histórica<sup>11</sup>**



*Fuente: Elaboración propia según datos histórico de inflación publicado por Banco Central de Chile.*

Otro factor que ha golpeado a los centros comerciales a nivel regional es la inflación, medida como el cambio porcentual de los precios al consumidor de una canasta de bienes entre dos periodos, que, para el caso de Chile la gráfica 2 nos muestra que el índice inflacionario fluctuaba alrededor del 3% anual y para el año 2022 se superó el 10% interanual en este ítem. Este creciente aumento generalizado en los precios de los bienes de un país genera una menor capacidad de compra a las personas que ven disminuidos sus salarios en términos reales.

Este periodo de alta inflación vivido en los últimos años ha generado una disminución en los salarios reales y por ende cambios en los hábitos de consumo de las personas, por lo que la inflación potencialmente podría generar menores ventas en los centros comerciales y presionar los contratos con los operadores a la baja o a una mayor dependencia a las tarifas variables. En la actualidad, BanChile Inversiones en su análisis de la industria de centros comerciales en Chile, nos muestra que aproximadamente

---

<sup>11</sup> Fuente: Banco Central de Chile – bcentral.cl

entre el 78% y el 90% de los ingresos de las compañías dependen de contratos de arriendo con tarifa fija y entre el 22% y el 10% corresponde a las tarifas variables presentes en los contratos.

**Ilustración 4: Tasa de Política Monetaria serie histórica<sup>12</sup>**



Fuente: Elaboración propia según datos histórico de inflación publicado por Banco Central de Chile.

Por otra parte, la gráfica 4 nos muestra como ha variado la Tasa de Política Monetaria a lo largo del tiempo. Como es posible observar, desde el año 2021 la TPM subió de forma agresiva como medida para controlar la inflación en el país, sobrepasando el 10% en el 2022. Este aumento de tasas es una restricción para las futuras inversiones a las compañías, tanto por el aumento de las tasas de los créditos para financiar el desarrollo y la construcción de las inversiones como por el aumento en la rentabilidad exigida a las inversiones para que sean aprobadas a nivel de directorio de las distintas empresas.

<sup>12</sup> Fuente: Banco Central de Chile – bcentral.cl

Por lo tanto, la industria de centros comerciales si bien ha mostrado resultados positivos en el 2022, que podría entrever una superación por parte de la industria a la crisis del Covid-19, su crecimiento dependerá en gran medida del funcionamiento de las medidas para controlar la inflación en los distintos países y la normalización de tasas que permitan un escenario más provechoso para generar nuevas inversiones de crecimiento.

## 6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

Tomando en consideración la información financiera de Parque Arauco del periodo 2018 a junio 2022, es que se proyecta el Estado de Resultados desde el año 2022 al 2026 en unidades de fomento, para eliminar el efecto inflación.

### 6.1. Ingresos operacionales proyectados

En la proyección de ingresos para el periodo 2022 al 2026 consideramos los siguientes supuestos:

- Consideramos ingresos a partir del año 2022 al 2023 a partir de la base de ingresos presentado el año 2019 ya que éste aísla el efecto de disminución de ingresos por pandemia. Para poder calcular el ingreso del año 2022 a 2023 calculamos la proporción del ingreso anualizado del 2019 sobre el total de ingreso del 1er semestre de ese mismo año, este cálculo se realizó en apertura por cada país: Chile, Colombia y Perú; para Chile, el factor nos arrojó un 2,034, para Colombia un 2,15 y para Perú un 2,12, el que posteriormente multiplicamos sobre el ingreso de cada país del último periodo de análisis de valoración del 30 de junio del 2022.

Para los periodos de 2024 al 2026, se le adiciona un ingreso marginal a Chile y Colombia proveniente de puesta en marcha de nuevas inversiones terminadas en el año 2026 y 2024 respectivamente por país sobre información extraída de reporte de resultados del segundo trimestre del 2022 de Parque Arauco. Este ingreso es calculado como el porcentaje de *cap rate* implícito sobre el monto de la inversión, para luego multiplicarlo por el margen EBIT usado en proyección del 84% y finalmente multiplicarlo según el porcentaje de ocupación estimado para cada año desde el 2024.

- Adicionalmente, se apertura la cuenta ingresos por país donde opera Parque Arauco: Chile, Colombia y Perú como los porcentajes de participación sobre ingresos del año 2021. Siendo para Chile un 58% de participación, Colombia con un 16% y Perú un 25%.

De lo anterior, la proyección de ingresos operaciones queda como sigue:

**Tabla 37. Proyección para año 2022-23, base año 2019.**

	01.01.2019 al 30.06.2019	01.01.2019 al 31.12.2019	01.01.2022 al 30.06.2022	01.01.2022 al 31.12.2022
Total de ingresos UF	3.503.840	7.262.918	3.302.257	6.846.405
Chile	2.056.754	4.183.441	1.948.332	3.962.909
Colombia	483.530	1.038.597	528.361	1.134.892
Perú	963.556	2.040.880	825.564	1.748.604

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Parque Arauco.

**Tabla 38. Proyección de ingresos Parque Arauco 2022-2026.**

Moneda: UF	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos de actividades ordinarias	6.878.754	7.262.918	4.329.223	5.480.791	6.846.405	6.846.405	6.860.902	6.875.399	6.948.829
Chile	4.072.222	4.183.441	2.415.706	3.200.782	3.962.909	3.962.909	3.962.909	3.962.909	4.013.144
Colombia	963.026	1.038.597	684.017	887.888	1.134.892	1.134.892	1.149.389	1.163.886	1.187.081
Perú	1.843.506	2.040.880	1.229.499	1.392.121	1.748.604	1.748.604	1.748.604	1.748.604	1.748.604

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Parque Arauco.

En cuanto a los ingresos por actividades ordinarias, consideramos un supuesto de crecimiento para esta partida UF + 0% por metro cuadrado, dado el cálculo que realizamos según variación por año del 2013 al 2021 de la proporción de ingresos en UF sobre los metros cuadrados de la compañía por año (ABL M2). Con ello pudimos llegar a un promedio de crecimiento pre-pandemia entre los años 2014 al 2019 de 0,4%, razón por la cual quisimos ser conservador y considerar para esta valorización el crecimiento inicialmente mencionado de UF + 0% por metro cuadrado.

**Tabla 39. Crecimiento de ingresos según ABL total Parque Arauco.**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos por actividades ordinarias (UF)	4.604.069	5.111.699	5.704.865	6.077.650	6.799.981	6.878.754	7.262.918	4.329.223	5.480.791
ABL (M2)	693.100	728.500	818.500	947.000	1.012.000	1.053.000	1.075.500	1.071.500	1.079.000
Ingresos (UF/m2)	6,64	7,02	6,97	6,42	6,72	6,53	6,75	4,04	5,08
Variación (%)		6%	-1%	-8%	5%	-3%	3%	-40%	26%
Promedio Pre-pandemia	0,4%								

Fuente: Elaboración propia según cifras de ingresos de EEFF auditados y memorias anuales.

## 6.2. Costos y gastos operacionales proyectados

Para la proyección de costos operacionales se realizó una distinción entre costos de ventas y gastos de administración.

En cuanto al costo de venta Parque Arauco se proyecta a partir del promedio histórico de la razón del costo de venta sobre los ingresos del año 2018 al 2021, el cual corresponde a un 22%. Este porcentaje se utiliza como base a la distribución del costo sobre las proyecciones de ingreso de cada año. Se detalla proyección según la siguiente tabla:

**Tabla 40. Proyección de costo de ventas Parque Arauco 2022-2026.**

Moneda: UF	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Costo de ventas	-1.430.660	-1.411.614	-1.090.373	-1.192.661	-1.492.196	-1.492.196	-1.495.355	-1.498.515	-1.514.519
% sobre Ingresos	21%	19%	25%	22%	22%	22%	22%	22%	22%

*Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Parque Arauco.*

En cuanto a los gastos de administración, por naturaleza del negocio están fuertemente relacionados a los ingresos de la compañía. Para poder proyectarlo, se utilizó el porcentaje promedio histórico que han representado los gastos de administración sobre los ingresos para los periodos 2018 y 2019, este porcentaje equivalente al 9% es usado para proyectar todos los años la partida de gasto de administración sobre los ingresos. Se detalla proyección según la siguiente tabla:

**Tabla 41. Proyección de gasto de administración y venta Parque Arauco 2022-2026.**

Moneda: UF	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Gasto de administración y venta	-573.458	-701.063	-1.163.531	-600.327	-615.810	-615.810	-617.114	-618.418	-625.023
% sobre ingresos	-8%	-10%	-27%	-11%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%

*Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Parque Arauco.*

## 6.3. Resultado no operacional proyectado

Los supuestos utilizados para proyectar las cuentas del resultado no operacional, se utilizaron los siguientes supuestos:

- Otros ingresos por función: En función de que consideramos que es una partida que tiene mayor movimiento durante todos los periodos, proyectamos este ítem a partir del promedio histórico de la razón de otros ingresos por función sobre los ingresos del año 2018 y 2019, el cual corresponde a un 21%. Este porcentaje se utilizó como base a la distribución de la partida sobre las proyecciones de ingreso de cada año.
- Otros gastos por función: En función de que consideramos que es una partida que tiene mayor movimiento durante todos los periodos, proyectamos este ítem a partir del promedio histórico de la razón de otros gastos por función sobre los ingresos del año 2018 y 2019, el cual corresponde a un 5%. Este porcentaje se utilizó como base a la distribución de la partida sobre las proyecciones de ingreso de cada año.
- Ingresos financieros: Para poder proyectar esta partida, primero consideramos el promedio histórico de la razón de ingresos financieros sobre los ingresos del año 2018 al 2021, el cual corresponde a un 5%. Este porcentaje se utilizó como base a la distribución de la partida sobre las proyecciones de ingreso desde el año 2023 al 2026, sin embargo, consideramos que para el año 2022 esta proyección debiese ser un cambio paulatino y, por ende, consideramos el promedio de la razón de ingresos financieros del 2021 y el porcentaje proyectado del 2023 en adelante mencionado anteriormente, lo que nos arroja un promedio de 4% para poder ser utilizado sobre los ingresos y así proyectar la partida al 2022.
- Costos financieros: Para poder proyectar esta partida, en primera instancia realizamos una proyección de stock de deuda y de efectivo o equivalente del año 2022 al 2026, en donde a partir de la deuda financiera neta resultante y utilizando un 4% como porcentaje promedio histórico de la razón de costos financieros sobre los ingresos del año 2018 al 2021 es que se fue proyectando del año 2022 al 2026 este ítem.
- Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación: En función de que consideramos que es una partida que tiene menor movimiento durante todos los periodos, proyectamos este ítem a partir del promedio histórico de la razón

de éste ítem sobre los ingresos del año 2018 al 2021, el cual corresponde a un 4%. Este porcentaje se utilizó como base a la distribución de la partida sobre las proyecciones de ingreso de cada año.

- Diferencia de cambio: Para poder proyectar esta partida, primero consideramos el promedio histórico de la razón de diferencia de cambio sobre los ingresos del año 2018 al 2021, el cual corresponde a un -0,37%. Este porcentaje se utilizó como base a la distribución de la partida sobre las proyecciones de ingreso desde el año 2023 al 2026, sin embargo, consideramos que para el año 2022 esta proyección debiese ser un cambio paulatino y, por ende, consideramos el promedio de la razón de diferencia de cambio del 2021 y el porcentaje proyectado del 2023 en adelante mencionado anteriormente, lo que nos arroja un promedio de -2% para poder ser utilizado sobre los ingresos y así proyectar la partida al 2022.
- Resultado por unidades de reajuste: Para poder proyectar esta partida, primero consideramos el promedio histórico de la razón de resultado por unidades de reajuste sobre los ingresos del año 2018 al 2019, consideramos necesario solo tomar estos dos años, debido a que la partida en pandemia tuvo harto movimiento por ende quisimos aislar esas desviaciones, el porcentaje obtenido resultó ser un 5%. Este porcentaje se utilizó como base a la distribución de la partida sobre las proyecciones de ingreso desde el año 2023 al 2026, sin embargo, consideramos que para el año 2022 esta proyección debiese ser un cambio paulatino y, por ende, consideramos el promedio de la razón de ingresos financieros del 2021 y el porcentaje proyectado del 2023 en adelante mencionado anteriormente, lo que nos arroja un promedio de 18% para poder ser utilizado sobre los ingresos y así proyectar la partida al 2022.
- 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: Esta partida no se proyectó ya que si bien aparece en Estados Financieros del 2018, ya para los años 2019 en adelante se reclasificó y ya está incorporada en la partida de ingresos operacionales.

- Gasto por impuesto a las ganancias: Para proyectar esta partida consideramos como porcentaje de impuesto sobre resultado el 27% para cada año proyectado del 2022 al 2026.

Dado lo anterior, las proyecciones de las partidas no operacionales quedarían de la siguiente forma en moneda UF:

**Tabla 42. Proyección de cuentas no operacionales de Parque Arauco 2022-2026.**

Moneda: UF	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Otros ingresos por función	1.184.320	1.735.481	1.190.390	1.476.976	1.407.353	1.407.353	1.410.333	1.413.313	1.428.407
Otros gastos por función	-363.533	-388.320	-692.558	-352.582	-363.937	-363.937	-364.708	-365.478	-369.382
Ingresos financieros	289.336	404.256	257.800	160.763	260.105	319.391	320.067	320.743	324.169
Costos financieros	-1.328.717	-1.414.557	-1.713.531	-1.391.259	-1.540.372	-1.448.104	-2.119.699	-2.143.862	-2.153.979
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	374.742	253.855	179.288	200.070	286.432	286.432	287.039	287.645	290.718
Diferencias de cambio	-213	28.600	36.630	-98.346	-66.687	-10.524	-10.577	-10.631	-10.716
Resultado por unidades de reajuste	-658.372	-772.643	-817.567	-1.474.077	-1.266.584	-691.805	-693.270	-694.735	-702.155
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	1.825.650	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Parque Arauco.

De igual forma, se calculó el porcentaje de cada partida de costo operacional sobre los ingresos, quedando como sigue:

**Tabla 43. Porcentaje de participación de cuentas no operacionales sobre ingresos 2018-2026.**

Moneda: UF	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Otros ingresos por función	17%	24%	27%	27%	21%	21%	21%	21%	21%
Otros gastos por función	-5%	-5%	-16%	-6%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Ingresos financieros	4%	6%	6%	3%	4%	5%	5%	5%	5%
Costos financieros	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-6%	-6%	-6%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	5%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Diferencias de cambio	0%	1%	2%	-4%	-2%	-0,37%	0%	0%	0%
Resultado por unidades de reajuste	-10%	-11%	-19%	-27%	-18%	-10%	-10%	-10%	-10%
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	27%	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Parque Arauco.

#### 6.4. Impuesto corporativo proyectado

Dado que la mayor concentración de ingresos viene de Chile, consideramos como porcentaje de impuesto sobre resultado el 27% para cada año proyectado del 2022 al 2026, quedando como sigue en detalle:

**Tabla 44. Proyección de impuesto corporativo para Parque Arauco 2022-2026.**

Moneda: UF	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Gasto por impuestos a las ganancias	-1.721.669	-1.300.591	-369.619	-662.332	-932.772	-1.144.046	-965.957	-962.675	-976.414
% sobre Ingresos	-25%	-18%	-9%	-12%	-14%	-17%	-14%	-14%	-14%

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Parque Arauco.

#### 6.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF

Utilizando los supuestos comentados anteriormente, se muestra en la tabla N°42 el Estado de Resultados proyectado de los años 2019-2023 para Parque Arauco S.A.

**Tabla 45. Proyección de Estado de Resultados 2022-2026 Parque Arauco.**

Moneda: UF	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos de actividades ordinarias	6.846.405	6.846.405	6.860.902	6.875.399	6.948.829
Chile	3.998.301	3.998.301	3.998.301	3.998.301	4.048.536
Colombia	1.109.118	1.109.118	1.123.615	1.138.111	1.161.306
Perú	1.738.987	1.738.987	1.738.987	1.738.987	1.738.987
Costo de ventas	-1.492.196	-1.492.196	-1.495.355	-1.498.515	-1.514.519
<b>EBITDA</b>	<b>5.354.210</b>	<b>5.354.210</b>	<b>5.365.547</b>	<b>5.376.884</b>	<b>5.434.310</b>
Gasto de administración	-615.810	-615.810	-617.114	-618.418	-625.023
Otros ingresos por función	1.407.353	1.407.353	1.410.333	1.413.313	1.428.407
Otros gastos por función	-363.937	-363.937	-364.708	-365.478	-369.382
<b>EBIT</b>	<b>5.781.815</b>	<b>5.781.815</b>	<b>5.794.058</b>	<b>5.806.301</b>	<b>5.868.313</b>
Ingresos financieros	260.105	319.391	320.067	320.743	324.169
Costos financieros	-1.540.372	-1.448.104	-2.119.699	-2.143.862	-2.153.979
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	286.432	286.432	287.039	287.645	290.718
Diferencias de cambio	-66.687	-10.524	-10.577	-10.631	-10.716
Resultado por unidades de reajuste	-1.266.584	-691.805	-693.270	-694.735	-702.155
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	-	-	-	-	-
<b>Resultado antes de Impuestos</b>	<b>3.454.710</b>	<b>4.237.206</b>	<b>3.577.618</b>	<b>3.565.462</b>	<b>3.616.349</b>
Gasto por impuestos a las ganancias	-932.772	-1.144.046	-965.957	-962.675	-976.414
<b>Resultado del periodo</b>	<b>2.521.938</b>	<b>3.093.160</b>	<b>2.611.661</b>	<b>2.602.787</b>	<b>2.639.935</b>

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Parque Arauco.

## 6.6. Estado de resultados proyectado porcentual

La proyección del Estado de Resultado como porcentaje sobre ingresos, quedaría de la siguiente manera:

**Tabla 46. Participación de los ingresos sobre cada partida de estado de resultados proyectado de Parque Arauco S.A**

Moneda: UF	2022	2023	2024	2025	2026
Costo de ventas	22%	22%	22%	22%	22%
Gasto de administración	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%
Otros ingresos por función	21%	21%	21%	21%	21%
Otros gastos por función	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Ingresos financieros	4%	5%	5%	5%	5%
Costos financieros	-4%	-4%	-6%	-6%	-6%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	4%	4%	4%	4%	4%
Diferencias de cambio	-2%	0%	0%	0%	0%
Resultado por unidades de reajuste	-18%	-10%	-10%	-10%	-10%

*Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Parque Arauco.*

## 7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

### 7.1. Inversión de reposición

La tabla N°47 permite ver las proyecciones de flujo de caja en la cual se asume que la inversión en reposición corresponderá al valor de la depreciación más la amortización de la compañía, permitiendo de esta forma la continuidad operacional que requiere Parque Arauco con la totalidad de sus centros comerciales. También, se asume un aumento sostenido del Capex con la entrada en operación de las inversiones que se analizarán en el capítulo siguiente. Considerando, para estos fines, una depreciación acelerada de los activos residenciales de 16 años, y una depreciación acelerada de 27 años para los activos comerciales.

**Tabla 47. Estimación de Capex 2022-2026 Parque Arauco.**

Moneda: UF	2022	2023	2024	2025	2026
Capex de Reposición	152.199	152.199	196.717	196.717	301.467
<b>Inversión en Reposición</b>	<b>152.199</b>	<b>152.199</b>	<b>196.717</b>	<b>196.717</b>	<b>301.467</b>

*Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Parque Arauco.*

### 7.2. Nuevas inversiones de capital

La información entregada por Parque Arauco a través de las presentaciones a inversionistas muestra la existencia de 3 inversiones que, aprobadas por directorio, existe certeza de la materialización del proyecto.

- Colombia: Se desarrollarán dos proyectos de Multifamily destinados a la renta residencial como estrategia de diversificación de la compañía. Los proyectos comenzarán su operación en el año 2024 y significan una inversión total de USD 34.000.000
- Chile: Se construirá la etapa 2 de la expansión del principal activo de la compañía, Parque Arauco Kennedy, que contempla locales comerciales, una torre de oficinas y una mayor cantidad de estacionamientos para el Mall. El inicio

de la operación está programado para el año 2026 y significa un monto de inversión de USD 108.000.000.

La tabla N°48 permite ver la proyección de las inversiones de la compañía, asumiendo una duración del desarrollo hasta la recepción final de cada activo de 3 años, distribuidos de la siguiente forma, 15% el primer año; 50% el segundo año y 35% el tercer y último año de cada obra.

**Tabla 48. Proyección de inversiones 2022 - 2026 de Parque Arauco S.A.**

Moneda: UF	Monto Inversión	2022	2023	2024	2025	2026
Proyecto Ciudad del Rio - Medellín	602.312	90.347	301.156	210.809	0	0
Proyecto Calle 72 - Bogotá (132 units)	288.062	43.209	144.031	100.822	0	0
Parque Arauco Kennedy - Cerro Colorado Fase	2.828.247	0	0	424.237	1.414.123	989.886
<b>Total</b>		<b>133.556</b>	<b>445.187</b>	<b>735.868</b>	<b>1.414.123</b>	<b>989.886</b>

*Fuente: Elaboración propia. Presentación a inversionistas Junio 2022*

### **7.3. Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto**

Para el cálculo del capital de trabajo neto (CTON) de la compañía se analizará la diferencia entre los activos corrientes de la compañía y sus pasivos corrientes en cada periodo. Con lo anterior es posible la creación de una razón (RCTON) que vincule el capital de trabajo con los ingresos operacionales de la compañía.

Así, la tabla N°49 permite observar el fuerte aumento que se observó en el año 2020 cuando capital de trabajo neto de la compañía pasó de un valor de UF 224.682 a UF 1.032.735 explicado principalmente por la operación de venta de participación minoritaria de la sociedad Arauco Centros Comerciales Regionales, que componen los Outlets de Parque Arauco. En este mismo año es posible observar el aumento significativo de la razón RCTON por el mismo motivo expuesto anteriormente.

En el año 2021 se puede observar una baja en el capital de trabajo de la compañía principalmente por el aumento de sus pasivos operacionales principalmente por el significativo aumento de las cuentas por pagar de la compañía y una leve disminución en sus activos operacionales.

MONEDA: UF	2017	2018	2019	2020	2021	2T2022
<b>Activos Corrientes</b>						
Otros Activos No Financieros, Corrientes	1.005.062	1.434.199	1.765.723	1.121.328	864.545	1.246.972
Deudores comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Neto, Corrientes	1.081.880	1.096.159	1.237.753	929.000	980.062	707.271
Activos por impuestos corrientes	274.868	238.820	325.754	340.513	313.811	333.010
<b>Total Activos Corrientes Operativos</b>	<b>2.361.809</b>	<b>2.769.178</b>	<b>3.329.230</b>	<b>2.390.842</b>	<b>2.158.418</b>	<b>2.287.253</b>
<b>Pasivos Corrientes Operativos</b>						
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	1.626.278	1.861.614	1.747.225	921.181	1.507.263	1.424.633
Otras provisiones	70.745	82.017	43.259	36.400	33.979	51.846
Pasivos por impuestos corrientes	126.927	178.034	603.234	60.420	131.573	105.346
Provisiones por beneficios a los empleados, corrientes	138.132	164.491	177.349	68.019	191.328	142.976
Otros pasivos no financieros corrientes	315.511	269.751	439.707	212.420	215.339	202.759
Pasivos por arrendamientos corrientes	0	0	93.773	59.666	58.989	68.524
<b>Total Pasivos Corrientes Operativos</b>	<b>2.277.593</b>	<b>2.555.907</b>	<b>3.104.548</b>	<b>1.358.106</b>	<b>2.138.470</b>	<b>1.996.085</b>
<b>CTON</b>	<b>84.216</b>	<b>213.271</b>	<b>224.682</b>	<b>1.032.735</b>	<b>19.947</b>	<b>291.167</b>
Ingresos operacionales	6.799.981	6.878.754	7.262.918	4.329.223	5.480.791	8.929.237
<b>RCTON (%)</b>	<b>1,20%</b>	<b>3,10%</b>	<b>3,10%</b>	<b>23,90%</b>	<b>0,40%</b>	<b>3,30%</b>

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Parque Arauco.

Para las proyecciones realizadas, se utilizó la razón RCTON de los años 2018 y 2019 de los datos, debido a la distorsión que sufre el indicador posterior a la pandemia. De esta forma el cálculo del capital de trabajo para cada periodo se hará utilizando un RCTON de 3,1% con los ingresos operacionales de cada periodo.

En la tabla N°49 es posible observar como en la medida que entran en operación los activos tanto de Colombia como de Chile, aumentan los ingresos de Parque Arauco y, por lo tanto, su capital de trabajo, llegando a necesitar un aumento de 2.274 para la apertura de la segunda etapa de Parque Arauco Kennedy.

**Tabla 49. Proyección de diferencial de capital de trabajo neto para Parque Arauco S.A**

MONEDA: UF	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Ingresos</b>	6.846.405	6.846.405	6.860.902	6.875.399	6.948.829
CTON	3,10%	3,10%	3,10%	3,10%	3,10%
Capital de Trabajo Neto	212.033	212.033	212.482	212.931	215.205
Diferencia en Capital de Trabajo Neto	0	-449	-449	-2.274	0

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Parque Arauco.

#### 7.4. Flujos de caja libre proyectados

Para el cálculo del flujo de caja libre de cada periodo, se reversarán del EBIT las cuentas que no general flujos de caja, en este caso la Depreciación y Amortización de cada periodo y se restarán las partidas que sí representan salidas de caja que no están contenidas en el EBIT como el impuesto de primera categoría, que en Chile representa un 27%, las nuevas inversiones de crecimiento de la compañía, el Capex de reposición y la inversión en capital de trabajo.

Como es posible observar en la tabla N°48 el flujo de caja de Parque Arauco disminuirá en el periodo estudiado principalmente por los desembolsos en las inversiones mencionadas con anterioridad y por las necesidades de capital de trabajo que la operación de estos nuevos activos representará para la compañía.

**Tabla 50. Estimación de flujo de caja libre y valor terminal para proyecciones de Parque Arauco S.A.**

Flujo de Caja Libre (Moneda UF)	2022	2023	2024	2025	2026
(=) EBIT	5.781.815	5.781.815	5.794.058	5.806.301	5.868.313
(+) Dep. y Amortización	152.199	152.199	196.717	196.717	301.467
(-) Impuesto (EBIT*(1-T))	-	-	-	-	-1.584.444
(-) Nuevas Inversiones	1.561.090	1.561.090	1.564.396	1.567.701	-989.886
(-) CAPEX Rep.	-133.556	-445.187	-735.868	-414.123	-301.467
(-) Inversión en Capital de Trabajo	-152.199	-152.199	-196.717	-196.717	-301.467
(-) Inversión en Capital de Trabajo	0	-449	-449	-2.274	0
<b>(=) FCF</b>	<b>4.087.169</b>	<b>3.775.089</b>	<b>3.493.345</b>	<b>2.822.202</b>	<b>3.293.982</b>
<b>Valor terminal</b>					<b>72.938.231</b>
<b>FCF + Perp</b>	<b>4.087.169</b>	<b>3.775.089</b>	<b>3.493.345</b>	<b>2.822.202</b>	<b>76.232.213</b>

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Parque Arauco.

### 7.5. Valor terminal

Para el cálculo del valor terminal, se utilizó el método de perpetuidad. Así, en valor observado en la tabla N°50 se calcula sobre la base del último flujo de la compañía, en este caso el año 2026. Como supuesto base del cálculo se asume que la compañía crecerá en la misma cuantía que la inflación del país, por lo tanto, no existirá un crecimiento por sobre la UF en el valor de la perpetuidad.

De esta forma, y con una WACC de 4,52%, la perpetuidad resultará lo siguiente:

$$\text{Valor terminal} = \frac{FCF_{2025}}{WACC - g}$$

$$\text{Valor terminal} = \frac{3.293.982}{4,52\% - 0,00\%}$$

$$\text{Valor terminal} = 72.938.231$$

## 8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

### 8.1. Valor presente de los flujos de caja libre

Para poder determinar el valor presente de los flujos de caja libre, se procedió a traer a valor presente en UF los flujos del año 2022 al 2026 incorporando el valor de perpetuidad según tabla N°50, descontados a la tasa WACC calculada anteriormente del 4,52%, el cual fue multiplicado por el valor de UF del día 30 de Junio de 2022 a fin de poder traer la valorización en pesos.

$$VPN = UF 73.916.822 \times 33.087$$

$$VPN = CLP 2.445.673.327.714$$

### 8.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

La estimación del déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto, se obtiene de la diferencia entre los activos corrientes y pasivos corrientes del primer semestre del año 2022, siendo finalmente el capital de trabajo neto de UF 291.167, tal como se presenta en la tabla N°51 de a continuación.

**Tabla 51. Déficit / Exceso de capital de trabajo operativo Neto.**

Moneda UF	1° semestre 2022
Activos corrientes	2.287.253
Pasivos corrientes	1.996.085
<b>Capital de trabajo operativo neto</b>	<b>291.167</b>

*Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Parque Arauco.*

Según el cálculo realizado en cuadro anterior, la estimación para el exceso de capital de trabajo que se utilizará en la valoración será de UF 291.168, en su equivalencia a pesos de CLP 9.633.809.000.

### 8.3. Activos prescindibles y otros activos

Los activos prescindibles de la compañía corresponden a las partidas de Efectivo y equivalente de efectivo, otros activos financieros corrientes y otros activos financieros no corrientes, que al 30.06.2022 asciende a un total de CLP 309.970.870.000, donde su equivalencia en UF corresponde a UF 9.368.406.

**Tabla 52. Activos prescindibles de Parque Arauco al 30.06.2022.**

Activos prescindibles al 30.06.2022	MONEDA: CLP	MONEDA: UF
<b>Efectivo y equivalente de efectivo</b>	<b>266.471.964.000</b>	<b>8.053.717</b>
Efectivo en caja	81.093.000	2.451
Saldo en bancos	9.667.018.000	292.171
Depósitos a plazo corrientes	55.334.360.000	1.672.398
Inversiones a corto plazo	201.389.493.000	6.086.697
<b>Otros activos financieros corrientes</b>	<b>3.338.511.000</b>	<b>100.902</b>
Inversiones restringidas	2.738.756.000	82.775
Activos de cobertura	599.755.000	18.127
<b>Otros activos financieros no corrientes</b>	<b>40.160.395.000</b>	<b>1.213.788</b>
Inversiones restringidas	425.114.000	12.848
Fondos mutuos	1.458.946.000	44.094
Activos de cobertura	38.276.335.000	1.156.845
<b>Total activos prescindibles al 30.06.2022</b>	<b>309.970.870.000</b>	<b>9.368.406</b>

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Parque Arauco.

### 8.4. Valorización económica de la empresa

En base al método de flujo de caja descontado, para obtener la valoración económica de Parque Arauco y estimar su precio de acción, se realizó el siguiente procedimiento:

- Como se comentó en el punto 8.1 se descontó los flujos de caja libre incluyendo su valor de perpetuidad a la tasa Wacc calculada de 4,52%. Como la proyección de flujo se realizó en UF, para este punto realizamos la conversión en CLP

considerando el valor de la UF del 30 de junio de 2022, a fin de estimar el valor de precio de acción de Parque Arauco en pesos.

- Al total de la suma de los flujos descontados se le sumó el total de activos prescindibles y el exceso de Capital de Trabajo Operativo Neto reflejados al 30 de Junio de 2022.
- Al obtener el punto anterior que corresponde al total de activos de la compañía, se le descontó el valor de la deuda financiera del 30 de junio 2022; de esta forma logramos obtener el patrimonio a la misma fecha.
- El valor de patrimonio se dividió por el total de acciones que al 30 de junio de 2022 estaban en circulación, para poder obtener el precio de la acción en CLP de Parque Arauco.

**Tabla 53. Detalle cálculo valor económico de Parque Arauco al 30.06.2022.**

Tasa de descuento (K0)	4,52%
Flujos descontados al 30.06.2022 (UF)	73.916.822
Valor UF al 30.06.2022	33.087
Flujo descontados al 30.06.2022 (CLP)	2.445.673.327.714
(+) Activos prescindibles al 30.06.2022	309.970.870.000
(+) Exceso de CTON al 30.06.2022	9.633.809.000
Valor Total de Activos	2.765.278.006.714
Deuda financiera al 30.06.2022	1.146.840.643.000
Patrimonio	1.618.437.363.714
Acciones en circulación al 30.06.2022	905.715.882
Precio Acción (CLP)	1.786,915
Precio Acción al 30.06.2022	715,5
Desviación respecto a precio de mercado	150%

Fuente: Elaboración propia

Bajo este cálculo, se estima un precio por acción de CLP 1.786,92, el cual es superior en un 150% al precio observado al 30 de junio de 2022, es decir, este último estaría subvalorado, o bien que, el precio al que se transa la acción en el mercado es menor de lo que teóricamente debería ser, y, por lo tanto, existe una expectativa razonable de que aquél se incremente en el futuro.

### 8.5. Análisis de sensibilidad

Para plantear distintos escenarios tanto optimistas como pesimistas, observar el movimiento del precio de la acción de Parque Arauco y determinar qué variable es más incidente en el modelo generado para el cálculo de los flujos de la compañía, se presenta 3 escenarios para los siguientes ítems presentados en la Tabla N°54, donde se evaluará

la medida en el que cada ítem afecta de forma individual al precio de la acción. De esta forma, se evaluará la tasa WACC y el crecimiento de la perpetuidad (g), cómo afectan los montos de inversión tanto de Chile como de Colombia, y cómo se ve afectado el precio de la acción con respecto al margen EBITDA de esta.

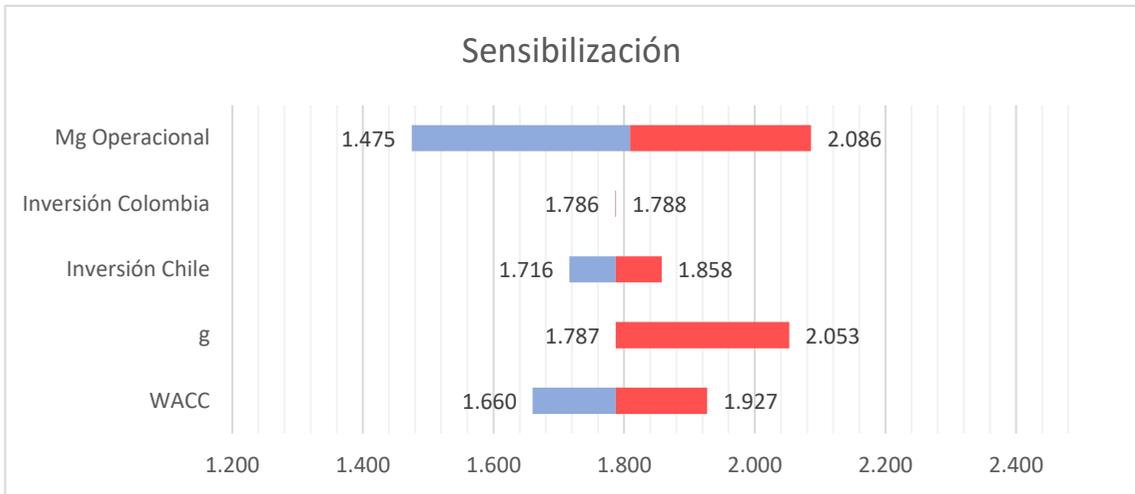
**Tabla 54. Escenarios de sensibilización.**

Ítem	Optimista	Evaluado	Pesimista
WACC	4,74%	4,52%	4,29%
G	0,50%	0,00%	0,00%
Inversión Chile	97.200.000	108.000.000	118.800.000
Inversión Colombia	30.600.000	34.000.000	37.400.000
Mg Operacional	85,00%	78,20%	70,00%

*Fuente: Elaboración propia.*

De esta forma, según lo observado en la ilustración 4. El margen Operacional es el ítem seleccionado más incidente en el precio de la acción, donde un margen Operacional de un 70% podría significar una disminución del precio de la acción desde los CLP 2.086 a CLP 1.475. Otros ítems relevantes son la tasa WACC y el crecimiento de la perpetuidad, que para efectos del modelo crece de la misma forma de que inflación del país (UF+0%). Así, si agregamos un crecimiento de 0,5% al valor terminal de la proyección de los Estados de Resultado, es posible llegar a un precio de la acción que sobrepase los CLP 2.053, donde alcanza su nivel más alto según los escenarios de sensibilización estudiados.

**Ilustración 5. Gráfico de sensibilización.**



*Fuente: Elaboración propia.*

## **9. CONCLUSIONES**

Los análisis realizados en los apartados anteriores permiten ver que a través de la valorización por flujo de caja descontado, se puede observar que la acción de Parque Arauco S.A. al 30 de junio del 2022, se encuentra subvalorada. Esta debería fluctuar entre los CLP 1.195 y los CLP 1.787 dependiendo de la tasa de descuento que se utilice.

Las principales causas que podrían explicar esta diferencia son la incertidumbre en las tasas y costos de construcción y la capacidad de las compañías operadoras de centros comerciales en mantener los márgenes operacionales a niveles estables en un escenario global que aún reciente los efectos de la pandemia del Covid-19.

De igual forma, y para mitigar lo anteriormente expuesto, se realizó una sensibilización con la intención de analizar la variación de la acción de la compañía cuando modificamos los principales supuestos de evaluación: Margen Operacional, inversión de la segunda etapa del proyecto de Parque Arauco Kennedy y la tasa WACC utilizada. Con esto podemos concluir que, en escenarios pesimistas, la acción de la compañía podría alcanzar niveles cercanos a CLP 1.475.

Por lo anteriormente expuesto recomendamos comprar la acción de Parque Arauco S.A.

## 10. BIBLIOGRAFÍA

- Aswath D. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
- Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.
- Fernández, P. (2012). Valoración de empresas: *cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.
- Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Cengage learning.
- Pinto, J.E., Robinson, T.R., y Stowe, J.D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 37(2), 219-233.
- Parque Arauco. (2019). Estados Financieros Consolidados. <https://www.parauco.com/parque-arauco-corporativo-en/inversionistas/informacion-financiera>.
- Parque Arauco. (2020). Estados Financieros Consolidados. <https://www.parauco.com/parque-arauco-corporativo-en/inversionistas/informacion-financiera>.
- Parque Arauco. (2021). Estados Financieros Consolidados. <https://www.parauco.com/parque-arauco-corporativo-en/inversionistas/informacion-financiera>.
- Parque Arauco. (2022, junio). Estados Financieros Consolidados. <https://www.parauco.com/parque-arauco-corporativo-en/inversionistas/informacion-financiera>.
- Cencoshopp. (2021). Reporte Anual 2021. Recuperado 30 de junio de 2022, de <https://www.cencosudshoppingcenters.com/estados-financieros>

- Fibra Uno. (2021). Reporte Anual 2021. Recuperado 30 de junio de 2022, de <https://funo.mx/inversionistas>
- Gicsa. (2021). Reporte Anual 2021. Recuperado 30 de junio de 2022, de <http://www.gicsa.com.mx/relacion-con-inversionistas/informacion-financiera>
- Mall Plaza. (2021). Reporte Anual 2021. Recuperado 30 de junio de 2022, de <https://corporativo.mallplaza.com/English/financials/quarterly-results/default.aspx>
- Multiplan. (2021). Reporte Anual 2021. Recuperado 30 de junio de 2022, de <https://ri.multipan.com.br/ferramentas-de-analise/central-de-resultados/>
- Regency Centers. (2021). Reporte Anual 2021. Recuperado 30 de junio de 2022, de <https://investors.regencycenters.com/financial-information/quarterly-earnings-materials>
- Simon Property Group. (2021). Reporte Anual 2021. Recuperado 30 de junio de 2022, de <https://investors.simon.com/financial-information/quarterly-results>
- Duff & Phelps. (2020). *Valuation Handbook — International Guide to Cost of Capital*. CFA institute Research Foundation.