



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

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARQUE ARAUCO S.A.  
MEDIANTE EL MÉTODO DE MÚLTIPLOS**

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

Alumna: Claudia Araya Gálvez  
Profesor Guía: Mauricio Jara B.

Santiago, Chile  
2022

## **DEDICATORIA**

Dedicado a mi esposo Ricardo Celis Guzmán y mis hijos Constanza, Cristóbal y Facundo que me han ayudado en este largo camino, por su amor infinito que me dio fuerzas y motivación para terminar este proceso de magíster.

## ÍNDICE

<b>ÍNDICE DE TABLAS, CUADROS E IMÁGENES</b>	4
<b>RESUMEN EJECUTIVO</b>	6
<b>1. METODOLOGÍA</b>	7
1.1. Principales métodos de valoración	7
1.1.1. Método de múltiplos	7
<b>2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA</b>	9
2.1. Descripción de la empresa	9
2.1.1. Antecedentes del negocio e historia	10
2.1.2. Principales accionistas	11
2.1.3. Filiales	11
2.2. Descripción de la industria	12
2.2.1. Estado actual	12
2.2.1.1. Industria en Chile	12
2.2.1.2. Industria en Perú	15
2.2.1.3. Industria en Colombia	16
2.2.2. Regulación y fiscalización	16
2.2.3. Empresas comparables	17
<b>3. ESTRUCTURA DE CAPITAL</b>	20
3.1. Deuda financiera	20
3.2. Patrimonio económico	21
3.3. Valor económico	23
3.4. Estructura de capital histórica y objetivo	24
<b>4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL</b>	25
4.1. Costo de la deuda	25
4.2. Beta de la deuda	26
4.3. Estimación del Beta patrimonial.	26
4.4. Beta patrimonial sin deuda	26
4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo	27
4.6. Costo patrimonial	27
4.7 Costo de capital	27
<b>5. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS</b>	29
5.1. Análisis de las empresas comparables	29
5.2. Múltiplos de la industria	31

5.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria	33
5.4. Análisis de los resultados	34
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	37
<b>ANEXOS</b>	39
Anexo 1: Estado de Resultados Integrales	39
Anexo 2: Estado de Resultados Integrales Porcentual	40

## **ÍNDICE DE TABLAS, CUADROS E IMÁGENES**

Tabla 1: Antecedentes de Parque Arauco S.A.	9
Tabla 2: Ingresos y EBITDA de Parque Arauco S.A. año 2020 en MM\$	10
Tabla 3: Mayores Accionistas	11
Gráfico 1: “Participación de Mercado en Chile según área arrendable (%)”	14
Gráfico 2: “Participación de Mercado en Perú según área arrendable (%)”	15
Gráfico 3: “Participación de Mercado en Colombia según área arrendable (%)”	16
Tabla 4: Antecedentes de Plaza S.A.	17
Tabla 5: Ingresos y EBITDA de Plaza S.A. año 2020	18
Tabla 6: Antecedentes de Cencosud Shopping S.A.	18
Tabla 7: Ingresos y EBITDA de Cencosud Shopping año 2020	19
Tabla 8. Deuda Financiera de Parque Arauco S.A.	21
Tabla 9. Patrimonio económico de Parque Arauco S.A.	22
Gráfico 4: “Precio de la acción de Parque Arauco e IGPA”	22
Tabla 10. Estimación del Valor Económico desde diciembre 2017 a junio 2021	23
Tabla 11. Estructura de capital histórica y objetivo.	24
Tabla 12: Datos de la estimación del Beta	25
Tabla 13: Clasificación de riesgo de empresas comparables	29

Tabla 14: Empresa comparables entre ABL, ingresos y EBITDA al 2020	30
Tabla 15: Empresa comparables por unidad de ABL, ingresos y EBITDA al 2020	30
Tabla 16: Crecimientos de ventas, estructura de deuda y utilidad sobre ingresos.	31
Tabla 17: Múltiplos para Grupo Plaza SA	31
Tabla 18: Múltiplos para Cencoshopp	32
Tabla 19: Múltiplos de la industria	32
Tabla 20: Indicadores de Parque Arauco	33
Tabla 21: Valoración por múltiplos de Parque Arauco	33

## **RESUMEN EJECUTIVO**

El objetivo de este informe fue estimar el precio de la acción de Parque Arauco que al 30 de junio de 2021 tuvo un precio de cierre de \$1.030. Parque Arauco es una empresa chilena que se transa en la Bolsa de Santiago dedicada a la operación de centros comerciales en Chile, Perú y Colombia.

La metodología utilizada fue de Múltiplos. Para llevar a cabo esta valoración, se utilizó la siguiente información desde el año 2017 al 30 de junio de 2021: descripción de la empresa, descripción de la industria en Chile, Perú y Colombia, junto con un breve análisis de la regulación aplicable y de las empresas comparables. Posteriormente, se determinó que la estructura de capital objetivo de la empresa sería el promedio desde diciembre 2018 a junio 2021. Con las variables ya determinadas, realizamos la estimación de la tasa de descuento a utilizar para valorizar la empresa, denominada Costo Promedio Ponderado Capital (WACC) y estimada en un 5,63%

En base a todo lo anterior, la valoración por múltiplos de la industria EV/EBITDA estimó el valor de la acción en \$991 que subvalora el precio de la acción en 3,79%.

## **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 de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos 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 y el método de valoración por múltiplos.

#### **1.1.1. Método de múltiplos**

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a

los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa.

Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira y Espinosa, 2019).



## 2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

### 2.1. Descripción de la empresa

Parque Arauco S.A. se creó en 1979, con el fin de desarrollar y administrar activos inmobiliarios de uso comercial y otros, en Chile y en el extranjero. Sus locatarios son tiendas por departamento, mejoramiento del hogar, supermercados, restaurantes, cines, centros de salud y tiendas menores de distintos rubros.

**Tabla 1: Antecedentes de Parque Arauco S.A.**

Tipo de información	Descripción
Nemotécnico	PARAUCO
Clase de acción	Acciones ordinarias.
Derechos de cada clase	Da derecho a su poseedor a ser propietario de la empresa en la parte que le corresponda.
Mercado donde transa sus acciones	Mercado bursátil chileno, formando parte del Índice de Precios Selectivo de Acciones, S&P IPSA.
Descripción de la empresa (profile)	La actividad de la empresa se caracteriza por la obtención de altos márgenes operacionales, estables incluso en periodos de desaceleración económica, dada la estructura de contratos de arriendo fijos y altos niveles de ocupación.
Rubros y países donde opera	Sector inmobiliario, en Chile, Perú y Colombia con 512.000 m <sup>2</sup> , 405.500 m <sup>2</sup> y 154.000 m <sup>2</sup> respectivamente.

*Fuente: Memoria Parque Arauco S.A. 2020*

Aun cuando Parque Arauco tiene presencia en 3 países (Chile, Perú y Colombia), sus acciones se transan en la bolsa de valores nacional. Perú y Colombia representan el 52% de la superficie arrendable de Parque Arauco.

**Tabla 2: Ingresos y EBITDA de Parque Arauco S.A. año 2020 en MM\$**

Países donde opera año 2020	Ingresos en MM\$	%	EBITDA en MM\$	%
Chile				
Rubro: Inmobiliario	70.225	55,8%	35.026	53,40%
Perú				
Rubro: Inmobiliario	35.742	28,4%	17.906	27,30%
Colombia				
Rubro: Inmobiliario	19.885	15,8%	12.659	19,30%

*Fuente: Memoria Parque Arauco S.A. 2020.*

Tal como lo muestra la tabla 2, los mayores resultados provienen de Chile con un EBITDA del 53,40% sobre el total.

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

Algunos hitos destacados desde su creación son:

En 1982, se inaugura Parque Arauco Kennedy, ubicado en Las Condes, Santiago. Al cierre de marzo de 2020, este centro comercial regional tiene una superficie arrendable de 111.000 m<sup>2</sup>.

En 1992, la Junta Extraordinaria de Accionistas del 28 de mayo, acordó que la compañía, como sociedad anónima abierta, se rigiera por las normas y fiscalización de la actual Comisión para el Mercado Financiero (CMF). Posteriormente, en 1995, la empresa se listó en la Bolsa de Comercio de Santiago.

En 2005, se constituye la Sociedad Inmuebles Comerciales del Perú S.A.C. (ICP), filial de Parque Arauco en Perú. Años después, en 2008, se realizaría la primera colocación de bonos corporativos en el mercado chileno por UF 3,5 millones, junto con la apertura de las oficinas en Colombia.

Posteriormente, realizaron aumentos de capital en los años 2011, 2014, 2016, por MM\$82.479, MM\$103.894 y MM\$70.477 respectivamente (CMF, 2020).

### 2.1.2. Principales accionistas

Los 12 mayores accionistas de la empresa son:

**Tabla 3: Mayores Accionistas**

Nombre	% de propiedad
INMOBILIARIA ATLANTIS S.A.	25,47%
SANTANDER CORREDORES DE BOLSA LIMITADA	8,04%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	7,87%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE STATE STREET	6,84%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	5,11%
INDUSTRIAS COMBINADAS GAIO PEIRANO S.A.	3,02%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	2,98%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S.A.	2,55%
BCI C DE B S.A.	2,42%
INV RANCO UNO S.A.	2,14%
BOLSA ELECTRÓNICA DE CHILE BOLSA DE VALORES	2,14%
INV RANCO DOS S.A.	1,52%

*Fuente: Comisión para el Mercado Financiero.*

El controlador de Parque Arauco es la sociedad denominada Inmobiliaria Atlantis S.A. (RUT 76.089.588-1), que cuenta al 31 de diciembre de 2020 con una participación del 25,47% del total de acciones emitidas con derecho a voto de Parque Arauco S.A. y cuyo controlador final es la sucesión del señor José Said Saffie (q.e.p.d.) (Memoria Parque Arauco S.A., 2020).

### 2.1.3. Filiales

Las principales filiales de la compañía son:

- ❖ Todo Arauco S.A.: Construcción y arrendamiento de proyectos inmobiliarios.
- ❖ Comercial Arauco Ltda.: Construcción y arrendamiento de proyectos inmobiliarios.

- ❖ Nueva Arauco SpA: Sociedad de inversiones.
- ❖ Arauco Viña SpA: Construcción y arrendamiento de proyectos inmobiliarios.
- ❖ Desarrollos Inmobiliarios San Antonio S.A.: Construcción y arrendamiento de proyectos inmobiliarios.
- ❖ Parque Angamos SpA: Construcción y arrendamiento de proyectos inmobiliarios.
- ❖ Arauco Chillán SpA: Construcción y arrendamiento de proyectos inmobiliarios
- ❖ Arauco Malls Chile S.A.: Construcción y arrendamiento de proyectos inmobiliarios.
- ❖ Inmobiliaria Paseo de la Estación S.A. y filial: Construcción y arrendamiento de proyectos inmobiliarios.
- ❖ Arauco Express S.A. y filial: Diseño, construcción, desarrollo, operación, administración y comercialización de grupos de tiendas o de centros de servicios adjuntos, administrados como una unidad, todo lo anterior por sí o por cuenta de terceros.
- ❖ Arauco Centros Comerciales Regionales SpA y filial: Construcción y arrendamiento de proyectos inmobiliarios.
- ❖ Parque Arauco Internacional S.A. y filiales: Sociedad de Inversiones.

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

### **2.2.1. Estado actual**

#### **2.2.1.1. Industria en Chile**

La industria de rentas inmobiliarias no habitacionales es altamente competitiva y madura, donde conviven grandes empresas o inversionistas especializados, con pequeños y medianos participantes.

Esta industria, presenta grandes barreras de entrada debido a que requiere de un gran nivel de inversión en capital. Adicionalmente, como una medida de protección y estabilización de los flujos, las compañías suelen asignar un fuerte componente fijo dentro de sus contratos de arriendo a largo plazo (Feller, 2021).

A septiembre del año 2019, en Chile había 150 centros comerciales, con una superficie arrendable de 4.885.594 m<sup>2</sup>. Para entender la importancia relativa de Parque Arauco en Chile, en el gráfico 1, se muestra una participación de 10% aproximadamente en la industria de centros comerciales chilenos, ubicándose en el tercer lugar (CMF, 2020).

La variable clave de los ingresos de estas empresas es GLA (Gross leasable area) o ABL (área bruta locataria) que es el espacio arrendable como generador de flujos.

La apertura al público de los centros comerciales se vio afectada el 2020. Según Memoria 2020, Parque Arauco, tuvo un ABL promedio de 60% abierto al público, lo anterior producto de la pandemia Covid-19.

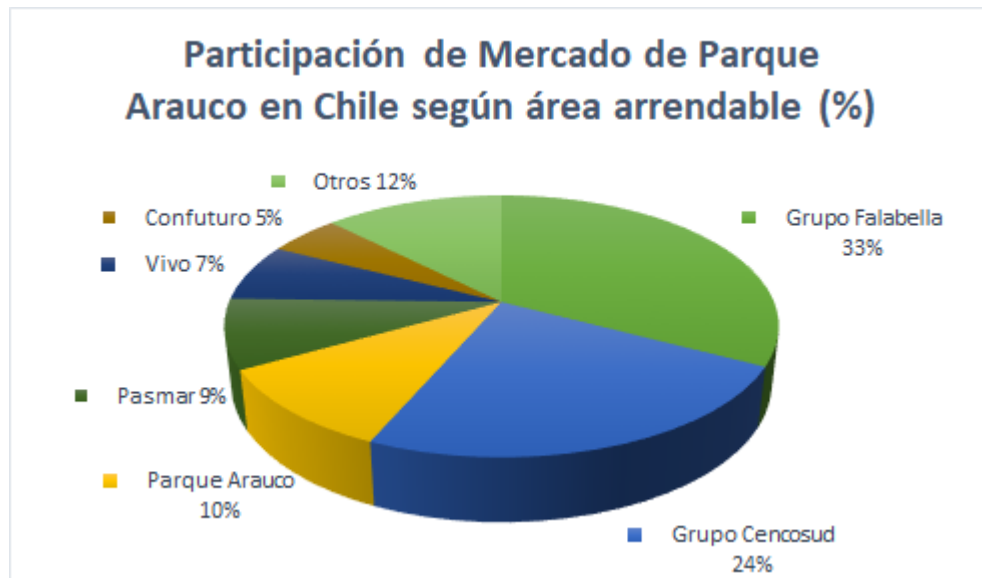
La composición de los ingresos de los centros comerciales tiene una base fija como el arriendo y variable relacionado con las actividades de promoción.

La pandemia produjo el cierre de rubros no esenciales y por consiguiente menores ingresos para la compañía. Sin embargo, Parque Arauco otorgó facilidades o descuentos en el pago de los arriendos con ello no tuvo un aumento significativo en las vacancias (Ehunting Latam, 2021).

Debido al crecimiento de las ventas online, los centros comerciales han buscado mejorar la experiencia del cliente. En este sentido, las visitas a centros comerciales podrían aumentar en aquellos que tengan mayor porcentaje de ABL dedicado a entretenimiento (cines, restaurantes, juegos para la familia, etc).

Se estima que, en 2025, el 76% de los productos se seguirán comprando en las tiendas, aunque esto supondría una reducción respecto al 81% de 2020. Además, señala que los puntos de venta físicos siguen siendo una parte fundamental de las compras. (Euromonitor International, 2021).

**Gráfico 1: “Participación de Mercado de Parque Arauco en Chile según área arrendable (%)”**



*Fuente: Elaboración propia con información pública de mercado.*

Por otro lado, el sector real estate (bienes raíces) se verá fuertemente influenciado por los cambios que está viviendo el sector retail, que contemplan mayor competitividad y participación creciente del e-commerce. Lo anterior se ha visto intensificado con la pandemia y la llegada de actores globales. Es importante destacar el alto componente fijo e indexado a inflación de los contratos, como también la duración, que bordea los 5-7 años, factor que entregaría estabilidad en flujos de mediano plazo, una vez que se liberen las restricciones tomadas frente al Covid-19 (Bci Corredor de Bolsa S.A., 2021). Los principales competidores de Parque Arauco en los centros comerciales son Mall Plaza, relacionada al grupo Falabella (tiendas por departamento) y Cencosud Shopping Centers relacionada al grupo Cenconsud (supermercado). Sin embargo, a diferencia de los anteriores, la empresa en análisis, se dedica principalmente al desarrollo y operación de activos inmobiliarios.

En Chile también opera Vivocorp, como retail inmobiliario que posee formatos como Mall (7), Oullets (3), Strip centers (16), Stand alone (32) y hotel (1). Según memoria de Vivocorp 2020 a diciembre 2020 administra 368.000 m<sup>2</sup> de superficie arrendable con ingresos por MM\$ 37.523 y Ebitda por MM\$ 16.837.

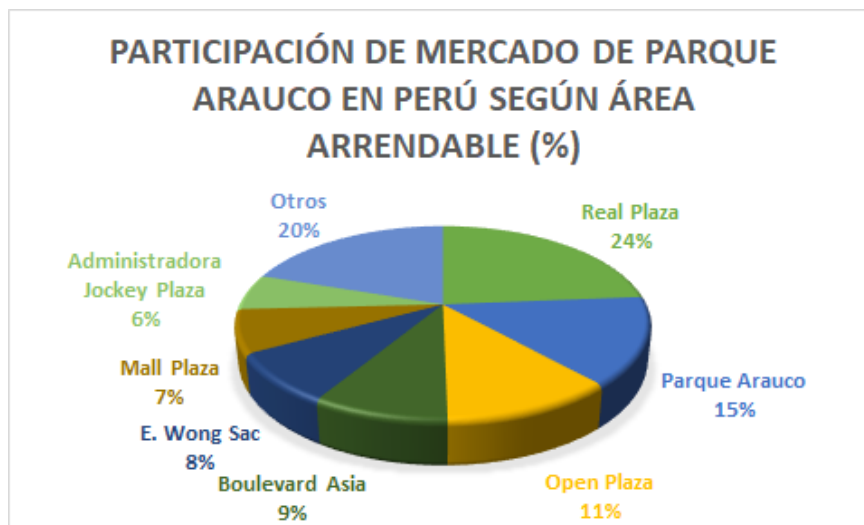
Por otro lado, se encuentra Pasmal, grupo inmobiliario ubicado en el sur de Chile con Mall (4), Strip centers (3) Outlet (1) y oficinas comerciales para empresas. Según la compañía administra 350.000 m<sup>2</sup> de superficie arrendable (Pasmal, n.d.).

### 2.2.1.2. Industria en Perú

El dinamismo económico de Perú tiene su reflejo en el sector retail, permitiendo que Perú se consolide como uno de los países de Latinoamérica con mayor proyección en cuanto a construcción de centros comerciales (Prospectos de bonos, 2020).

A septiembre de 2019, en Perú había 81 centros comerciales, con una superficie arrendable de 3.019.000 m<sup>2</sup>. Para entender la importancia relativa de Parque Arauco en este país, en el gráfico 2, se muestra una participación de 15% aproximadamente en la industria de centros comerciales peruanos, ubicándose en el segundo lugar.

**Gráfico 2: “Participación de Mercado de Parque Arauco en Perú según área arrendable (%)”**



Fuente: Elaboración propia con información pública de mercado.

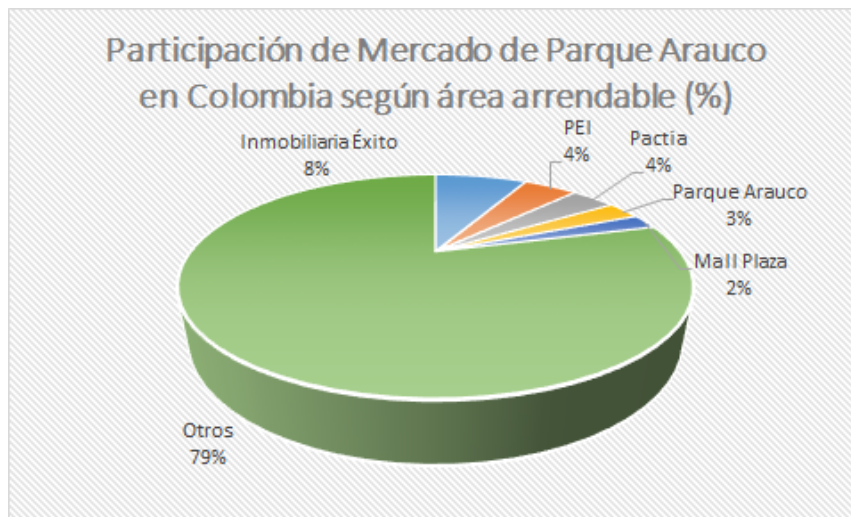
Parque Arauco ingresó a Perú el 2005 en desarrollos inmobiliarios con socios comerciales del grupo Wiese y operaciones M&A para compra de propiedades. La compañía cuenta con 20 centros comerciales en Perú.

### 2.2.1.3. Industria en Colombia

La industria de centros comerciales en Colombia está muy atomizada en comparación con la industria en Chile y Perú, países donde el mercado está dominado por un menor número de compañías. En Colombia hay cinco compañías que representan aproximadamente el 21% del mercado de centros comerciales. Actualmente, Parque Arauco tiene 155.000 m<sup>2</sup> de ABL en Colombia, representando un 2,7% del mercado y con el puesto número 4 en la industria de centros comerciales del país, de acuerdo a los prospectos de bonos del año 2020 (CMF, 2020).

A septiembre de 2019, en Colombia había 242 centros comerciales, con una superficie arrendable de 5.873.000 m<sup>2</sup>. En el gráfico 3, se muestra la participación de mercado por compañía.

**Gráfico 3: “Participación de Mercado de Parque Arauco en Colombia según área arrendable (%)”**



*Fuente: Elaboración propia con información pública de mercado.*

La compañía ingresó el 2008 con socios comerciales del grupo Bancolombia y al 2020 cuenta con 4 centros comerciales en Colombia.

### 2.2.2. Regulación y fiscalización

Parque Arauco, por ser una empresa listada en bolsa, es fiscalizada por la Comisión para el Mercado Financiero, quien velará por el cumplimiento de las leyes, reglamentos,



estatutos y otras disposiciones que la rijan, pudiendo ejercer la más amplia fiscalización sobre todas sus operaciones, de acuerdo a la Ley 21.000.

Adicionalmente, se le aplican las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores y de la Ley sobre Sociedades Anónimas, entre otras, junto con el resto de la normativa aplicable de la Comisión para el Mercado Financiero.

### 2.2.3. Empresas comparables

A continuación, se detallan los antecedentes de las empresas comparables:

**Tabla 4: Antecedentes de Plaza S.A.**

Tipo de información	Descripción
Nemotécnico	MALLPLAZA
Clase de acción	Acciones ordinarias
Derechos de cada clase	Da derecho a su poseedor a ser propietario de la empresa en la parte que le corresponda.
Mercado donde transa sus acciones	Mercado bursátil chileno, formando parte del Índice de Precios Selectivo de Acciones, S&P IPSA.
Descripción de la empresa (profile)	Plaza S.A. es el holding que opera en Chile, Perú y Colombia los centros comerciales bajo la marca Mallplaza, que totaliza 1.814.000 m <sup>2</sup> de superficie arrendable.
Rubros y países donde opera	Sector inmobiliario, en Chile, Perú y Colombia con 1.381.000 m <sup>2</sup> , 269.000 m <sup>2</sup> y 164.000 m <sup>2</sup> respectivamente.

*Fuente: Memoria Plaza S.A. y Análisis Razonado de los Estados Financieros 2020*

Plaza S.A. está controlada por la sociedad Desarrollos Inmobiliarios SpA, dueña del 59,28% de las acciones, la cual es filial de S.A.C.I. Falabella S.A. Durante el año 2020 no se han producido cambios en el control de la sociedad (Plaza S.A., 2020).

**Tabla 5: Ingresos y EBITDA de Plaza S.A. año 2020**

Países donde opera año 2020	Ingresos en MM\$	%	EBITDA en MM\$	%
Chile				
Rubro: Inmobiliario	174.034	93%	103.721	89%
Perú				
Rubro: Inmobiliario	949	1%	7.991	7%
Colombia				
Rubro: Inmobiliario	12.345	6%	4.402	4%

Fuente: Memoria Plaza S.A. 2020

Tal como lo muestra la tabla 5, la principal fuente de ingresos proviene de Chile, con un EBITDA del 89% sobre el total. La empresa no publica EBITDA por segmento. Sin embargo, se obtuvo el resultado operacional por segmento. La depreciación y amortización fueron modelados en relación al GLA del país sobre el total informado en memoria de Plaza S.A. 2020.

**Tabla 6: Antecedentes de Cencosud Shopping S.A.**

Tipo de información	Descripción
Nemotécnico	CENCOSHOPP
Clase de acción	Acciones ordinarias
Derechos de cada clase	Da derecho a su poseedor a ser propietario de la empresa en la parte que le corresponda.
Mercado donde transa sus acciones	Mercado bursátil chileno, formando parte del Índice de Precios Selectivo de Acciones, S&P IPSA.

**Continuación Tabla 6: Antecedentes de Cencosud Shopping S.A.**

Descripción de la empresa (profile)	Cencosud Shopping S.A. desarrolla, construye, administra, gestiona, explota y arrienda locales y espacios en centros comerciales del tipo "mall".
Rubros y países donde opera	Sector inmobiliario, en Chile, Perú y Colombia con 1.222.828 m <sup>2</sup> , 50.073 m <sup>2</sup> y 65.870 m <sup>2</sup> respectivamente.

*Fuente: Análisis Razonado Cencosud Shopping 2020*

Aun cuando Cencosud Shopping tiene presencia en 3 países (Chile, Perú y Colombia), sus acciones se transan en la bolsa de valores nacional.

**Tabla 7: Ingresos y EBITDA de Cencosud Shopping año 2020**

Países donde opera año 2020	Ingresos en MM\$	%	EBITDA en MM\$	%
Chile				
Rubro: Inmobiliario	139.642	95,15%	116.747	95,78%
Perú				
Rubro: Inmobiliario	3.573	2,43%	3.040	2,49%
Colombia				
Rubro: Inmobiliario	3.540	2,41%	2.105	1,73%

*Fuente: Memoria Cencosud Shopping 2020*

Tal como lo muestra la tabla 7, la principal fuente de ingresos proviene de Chile, con un EBITDA del 95,78% sobre el total.

### **3. ESTRUCTURA DE CAPITAL**

#### **3.1. Deuda financiera**

La deuda financiera de Parque Arauco se observa en: Otros pasivos financieros corrientes y no corrientes, que están formados por préstamos bancarios, emisión de bonos y pasivos de cobertura. Además de pasivos por arrendamientos.

En la tabla 8, es posible observar cada uno de sus componentes. Existe un aumento en la deuda financiera no corriente en un 33,7% de MUF 29.961 el 2019 a MUF 40.057 el 2020 por toma de créditos bancarios y dos emisiones de bonos en Chile, series XX y A. Adicionalmente, se observa una baja de la deuda financiera corriente en un 77,31% de MUF 8.242 el 2019 a MUF 1.870 el 2020 por prepago de deuda de corto plazo en Colombia y aumento de plazo de deuda con bancos en Perú. Durante el 2020, la empresa refinanció los vencimientos y amortizaciones de 2020 y 2021 (Parque Arauco, 2020).

Es importante mencionar, además, que desde el 2019 todos los arriendos se consideran como una compra de un activo a crédito, por la aplicación de la NIIF 16, lo que hace que se incremente el monto de los arrendamientos. Antes, los arriendos financieros, se consideran como compras a crédito. Por lo tanto, es importante destacar que ese incremento se produce por un ajuste contable y no por un mayor endeudamiento de la empresa.

La deuda financiera total baja un 6,4% de MUF 44.313 UF el 2020 a MUF 41.474 el 2021, principalmente por la reclasificación de otros pasivos financieros según análisis razonado (CMF, 2020).

Por otro lado, Parque Arauco se financió según Estados Financieros 2020, principalmente por bonos (59%), seguido por préstamos bancarios (36%) y arrendamiento (5%). El bono de más larga duración es la serie O, cuyo vencimiento es al 01/03/2040 con una yield al 30/06/2021 de UF + 3,0%.

**Tabla 8. Deuda Financiera de Parque Arauco S.A.**

En miles de UF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21
<b>Deuda financiera corriente</b>					
Préstamos bancarios	918	3.505	5.215	818	2.105
Emisión de Bonos	239	757	3.020	1.032	1.208
Derivados- Cobertura	-	15	7	20	-
Pasivos en arrendamiento	80	72	-	-	-
<b>Deuda financiera no corriente</b>					
Préstamos bancarios	10.143	7.524	20.002	14.724	11.629
Emisión de Bonos	18.198	22.986	9.905	25.022	24.141
Derivados- Cobertura	1.599	149	54	311	36
Pasivos en arrendamiento	1.210	1.130	-	-	-
<b>Total deuda financiera</b>	<b>32.388</b>	<b>36.136</b>	<b>38.204</b>	<b>41.928</b>	<b>39.119</b>
<b>Ajuste</b>					
Pasivos en arrendamiento	-	-	2.854	2.386	2.354
<b>Deuda financiera ajustada</b>	<b>32.388</b>	<b>36.136</b>	<b>41.058</b>	<b>44.313</b>	<b>41.474</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros Consolidados de Parque Arauco 2017 a junio 2021 desde CMF y Eikon

### 3.2. Patrimonio económico

En relación al patrimonio económico bursátil, se obtuvo multiplicando el número de acciones suscritas y pagadas obtenidos a partir de los estados financieros y con el precio de la acción de Parque Arauco para los cierres de cada ejercicio de los periodos comprendidos entre diciembre 2017 y junio 2021.

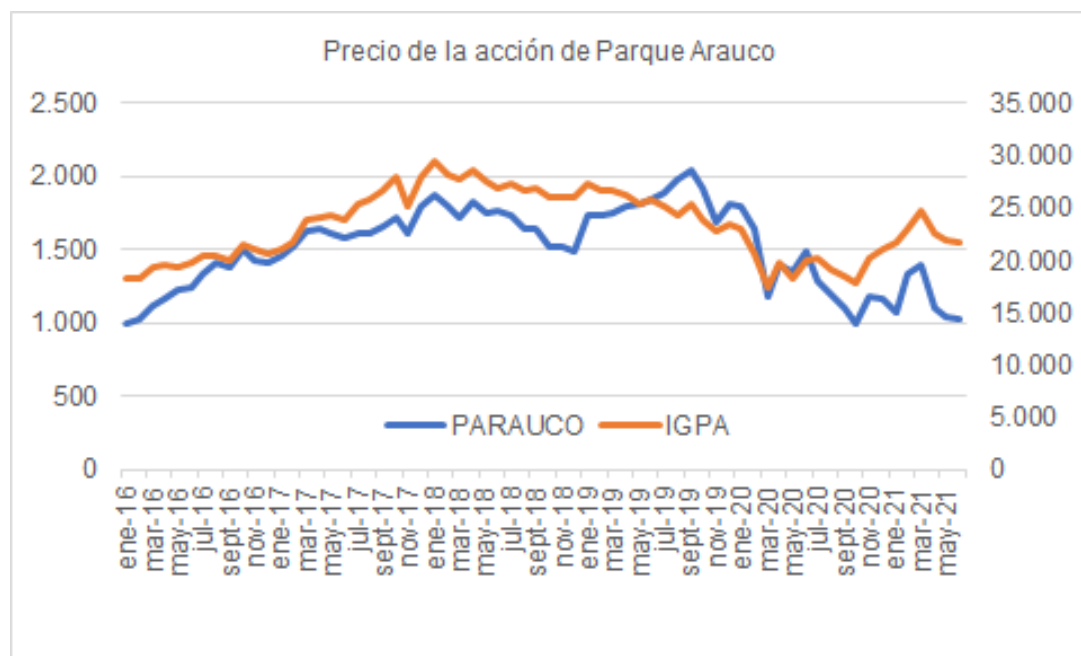
De acuerdo a la tabla 9, se observa una baja del patrimonio económico desde diciembre 2017 a diciembre 2020.

**Tabla 9. Patrimonio económico de Parque Arauco S.A.**

En miles de UF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21
Número de acciones	897.746.765	902.157.216	905.715.882	905.715.882	905.715.882
Precio de acción (CLP)	1907	1545	1850	1163	1030
Total en MUF	63.878	50.561	59.184	36.234	31.400

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros Consolidados Parque Arauco 2017 a junio 2021 desde CMF y yahoofinance,2021.

**Gráfico 4: “Precio de la acción de Parque Arauco e IGPA”**



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eikon.

En el gráfico 4, se observa que la tendencia del precio de la acción de Parque Arauco fue al alza desde enero 2016 hasta octubre 2019.

Durante enero 2019, se produce un mayor aumento en el precio de la acción, una de las razones sería que un Fondo de inversión hace oferta para compra o venta de participación de Parque Arauco en Arauco Express (Diario La Tercera, 2019).

En septiembre 2019, es otro periodo de mayor aumento en el precio de la acción, una de las razones sería la venta del Mall del Centro de Concepción, donde la compañía mantenía una participación del 50%, a la asociada Inmobiliaria Viña del Mar S.A. (Diario La Tercera, 2019).

Cabe señalar que, durante el año 2019, las acciones de Parque Arauco destacaron como las más rentables, principalmente por la estabilidad de los flujos de la empresa y su diversificación, tanto geográfica como en términos de variedad de arrendatarios y formatos, siendo estos los principales factores que explican su sólido crecimiento en el periodo anualizado.

Posteriormente, los factores críticos que se aplican a la caída en el precio de la acción son, estallido social y pandemia.

### 3.3. Valor económico

El valor económico (V) de los activos se obtuvo de la suma de la deuda financiera (B) más el patrimonio económico (P) de Parque Arauco, como se observa en la suma de estos dos factores (P+B), que se resumen en la tabla 10.

**Tabla 10. Estimación del Valor Económico de Parque Arauco desde diciembre 2017 a junio 2021**

En miles de UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Total deuda financiera (B)	32.388	36.136	41.058	44.313	41.474
Patrimonio económico (P)	63.878	50.561	59.184	36.234	31.400
Valor económico (V)	96.266	86.697	100.242	80.548	72.874

*Fuente: elaboración propia con información de los Estados Financieros de Parque Arauco S.A.*

En la tabla 10, es posible observar que, en el periodo desde diciembre 2017 a diciembre 2020, la deuda financiera aumentó un 37%, el patrimonio económico disminuyó un 43%. Ambos han provocado una disminución en el valor económico en un 16%.

### 3.4. Estructura de capital histórica y objetivo

**Tabla 11. Estructura de capital histórica y objetivo.**

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21	EC	EC	EC Objetivo
						Histórico Promedio 2017-1S2021	Histórico Promedio 2019-1S2021	Promedio 2018-1S2021
B/V	33,64%	41,68%	40,96%	55,02%	56,91%	45,64%	50,96%	48,64%
P/V	66,36%	58,32%	59,04%	44,98%	43,09%	54,36%	49,04%	51,36%
B/P	50,70%	71,47%	69,37%	122,30%	132,08%	89,19%	107,92%	98,81%

*Fuente: elaboración propia con información de Estados Financieros de Parque Arauco S.A.*

La estructura de capital histórica y objetivo se observa en la tabla 11. Se define como estructura de capital objetivo de la empresa al promedio desde diciembre 2018 a junio 2021.

Respecto al cambio de la estructura histórica, ésta se debe a dos razones: un aumento de la deuda y una disminución del precio de la acción de Parque Arauco. Principalmente, porque la acción disminuyó desde el 2018 de 1.545 a 961 a junio de 2021. Esta situación es provocada por el periodo de crisis o estrés que vive el país, lo que se revertirá cuando se vuelva a la normalidad, es decir, esto es algo temporal y la estructura de capital (B/P) va a tender a bajar. Este último, a junio de 2021 ha alcanzado un valor de 132,08%.



## 4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

### 4.1. Costo de la deuda

El costo de la deuda  $K_b$  fue obtenida a partir de una tasa de mercado del bono de más larga duración serie O, cuyo vencimiento es 01 de marzo 2040 con una yield de UF + 3,0% al 30 de junio 2021.

$$K_b = UF + 3\%$$

Para la estimación del Beta de la acción, se consideraron los precios de la acción PARAUCO y del índice de mercado IGPA para el último día hábil de la semana, el cual, permitió obtener los retornos semanales desde julio 2019 a junio 2021.

Se calculó el Beta de la acción a partir de una regresión, entregando los siguientes valores en tabla 12, para 104 observaciones.

$$R_{t,i} = \alpha + \beta * R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$$

**Tabla 12: Datos de la estimación del Beta**

Junio 2021	
Beta de la acción	1,2706
P-value	0,0000
Nº observaciones	104
R2	0,58
Presencia bursátil	100%

*Fuente: elaboración propia con datos de Eikon*

De acuerdo al cuadro anterior, la regresión del IGPA explica en un 58% las variaciones de los retornos de PARAUCO. Siendo Beta 1,27 que indica que al observar el 1% el retorno del IGPA, se espera que el retorno observado de PARAUCO sea del 1,27%. El Beta tiene mayor riesgo sistémico que el mercado, es decir, la serie estacionaria se mueve en la misma dirección que el índice, pero con mayor intensidad.

Por otro lado, el valor de p es 0,0000, esto indica que es significativo. Por consiguiente, se rechaza la hipótesis nula que  $\beta = 0$ , al 5% de significancia.

Finalmente, la acción tuvo una presencia bursátil de 100% (transacciones sobre 1.000 UF/diarias) con una gran liquidez (Bolsa de Santiago,2021).

#### 4.2. Beta de la deuda

El Beta de la deuda fue obtenido a partir de la siguiente ecuación:

$$K_b = R_f + \beta_b * PRM$$

$$3,0 = 2,25 + \beta_b * 5,4$$

$$\beta_b = 0,1389$$

El costo de la deuda  $K_b$  fue calculado a partir de una tasa de mercado del bono de más larga duración (UF + 3,0%) a junio de 2021. La tasa libre de riesgo  $R_f$  se obtuvo a partir de la información publicada en Eikon para un bono BTU en UF a 30 años denominado CL 30 Benchmark que al 30 de junio 2021 tuvo una Yield de 2,25%. El premio por riesgo de mercado se obtuvo a partir de la información publicada por Damodaran desde total equity risk premium que fue 5,4% a enero 2021.

#### 4.3. Estimación del Beta patrimonial.

El beta patrimonial con deuda  $\beta_p^{C/D}$  será el Beta de la acción de Parque Arauco calculado de acuerdo a lo anteriormente señalado en el punto 4.1.

$$\beta_p^{C/D} = 1,2706$$

#### 4.4. Beta patrimonial sin deuda

Para calcular el Beta patrimonial sin deuda, que explica el riesgo del negocio, se desapalanca Beta a partir de la siguiente ecuación:

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

Donde  $\beta_p^{C/D}$  es el Beta patrimonial con deuda,  $\beta_p^{S/D}$  es el Beta patrimonial sin deuda,  $t_c$  es la tasa de impuesto corporativo histórica,  $\beta_b$  es el Beta de la deuda y  $\frac{B}{P}$  es la estructura de capital promedio histórica desde 2019 a junio 2021.

La tasa de impuesto corporativo se obtuvo a partir de la información publicada para distintos países y períodos anuales desde 2019 a 2021 (KPMG Auditores Consultores, 2021). En este caso se consideró el 27% para Chile.

Al reemplazar los términos de la ecuación, se obtiene Beta patrimonial sin deuda:

$$1,2706 = \beta_p^{S/D} * (1 + (1 - 0,27) * 1,0792) - 0,1389 * (1 - 0,27) * 1,0792$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,7719$$

#### 4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Para el cálculo del Beta patrimonial se apalanca Beta con la estructura de capital objetivo.

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

$$\beta_p^{C/D \text{ objetivo}} = 0,7719 * (1 + (1 - 0,27) * 0,9881) - 0,1389 * (1 - 0,27) * 0,9881$$

$$\beta_p^{C/D \text{ objetivo}} = 1,2285$$

#### 4.6. Costo patrimonial

Donde  $K_p$  es el costo patrimonial,  $R_f$  es la tasa libre de riesgo,  $\beta_p^{C/D}$  es el Beta patrimonial con deuda utilizado en la estructura de capital objetivo más PRM.

$$K_p = R_f + \beta_p^{C/D} * PRM$$

$$K_p = 2,25\% + 1,2285 * 5,4\%$$

$$K_p = 8,88\%$$

#### 4.7 Costo de capital

Donde  $K_0$  es el costo del capital promedio ponderado,  $K_p$  es el costo patrimonial,  $\frac{P}{V}$  es el patrimonio a valor de la empresa y  $\frac{B}{V}$  es el endeudamiento a valor de la empresa definido como estructura de valor objetivo. Además  $K_b$  es el costo de la deuda y  $t_c$  es la tasa de impuesto corporativo histórica.

$$K_0 = K_p * \frac{P}{V} + K_b * (1 - t_c) * \frac{B}{V}$$

$$K_0 = 0,088 * 0,5136 + 0,03 * (1 - 0,27) * 0,4864$$

$$K_0 = 5,63\%$$

Es importante mencionar, que el cálculo de la tasa de descuento fue realizado en base a la información de los Estados Financieros Consolidados de Parque Arauco S.A. y riesgo país de Chile. Sin embargo, esta empresa opera en tres países, lo que podría causar un cambio en la tasa de la compañía, porque no se consideró el riesgo de Perú y Colombia. Si su riesgo es mayor, entonces debería aumentar el WACC o costo de capital.

En el ámbito local, de acuerdo al IPoM de junio 2021, durante el primer semestre 2021, la economía chilena ha tenido un desempeño mejor al previsto, destacando que el impacto de las cuarentenas en la actividad fue notoriamente menor que lo anticipado. Sin embargo, el proceso de recuperación nacional seguirá enfrentando importantes desafíos.

También en el IPoM, se menciona que los indicadores de incertidumbre siguen elevados, muy por encima de los previos a la crisis social, y el mercado financiero chileno se ha desacoplado de las tendencias globales. Así, las tasas de interés de largo plazo han aumentado 30 puntos base desde mediados de abril a la fecha (BCP10), mientras que sus referentes externos no han tenido grandes cambios. Esto ha ido acompañado de una caída de la bolsa de algo más de 10%, una depreciación del peso de 2% y un aumento del premio soberano (CDS) de 15 puntos base, todo ello pese a la significativa alza del precio del cobre (Banco Central de Chile, 2021).

Por otro lado, Chile se encuentra en proceso de elecciones presidenciales y avanzando en la nueva Constitución que está desarrollando la Convención Constitucional, lo que podría afectar negativamente la tasa de descuento, al haber un mayor riesgo dada la incertidumbre política actual del país.

Otro factor que no fue considerado en el cálculo del WACC, está relacionado con el riesgo mercado de Perú y Colombia, que, de acuerdo al análisis de la compañía, las tasas de interés de los países donde opera podría aumentar, lo que en consecuencia disminuiría el valor de los activos, encareciendo sus obligaciones financieras e incrementando el costo de financiamiento para nuevos proyectos, expansiones y mejoras (Parque Arauco S.A., 2020).

## 5. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

### 5.1. Análisis de las empresas comparables

Las empresas utilizadas como comparables de Parque Arauco fueron Grupo Plaza S.A. y Cencosud Shopping S.A., principalmente porque operan en el rubro inmobiliario en los mismos segmentos, en particular en la operación de centros comerciales cuya principal fuente de ingresos es Chile y tienen presencia bursátil.

Los valores de EEFF y balances para todas las empresas fueron obtenidos desde Eikon. Para Cencosud Shopping S.A. los datos históricos están disponibles desde su apertura a bolsa, en el último trimestre de 2018 para efectos de ser comparados.

Desde Eikon la depreciación y amortización para las tres empresas comparables a 2020 fueron: 181 MUF para Parque Arauco, 58 MUF para Plaza S.A. y 3 MUF para Cencosud Shopping S.A. Desde Eikon el valor para plaza Pasa SA fue EBITDA 2020 fue 2.193 MUF y no consideró la depreciación de propiedades de inversión por 1.794 MUF. Los valores de depreciación y amortización son relevantes para comparar por Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA) y valorizar la empresa.

Parque Arauco revaloriza sus activos en “utilidad por revaluación de propiedades de inversión” por 1.138 MUF se observan en otros ingresos por función (Tabla 21) en EEFF a 2020. En comparación Cencoshopp posee “revalúos de propiedades de inversión” por 8.533 MUF en otros ingresos y Mall Plaza no presenta reavalúo de propiedades. En la tabla 13, se observan las categorías que entregan las distintas clasificadoras de riesgo a las empresas utilizadas como comparables.

**Tabla 13: Clasificación de riesgo de empresas comparables**

Clasificación de riesgo	ICR	Fitch	Feller	Humphreys
Grupo Plaza SA		AA+	A+	AA+
Cencosud Shopping SA			AA+	AA+
Parque Arauco SA	AA		AA	

*Fuente: Elaboración propia a partir de las memorias 2020*

En la tabla 14, se muestra la comparación de la superficie de ABL con los ingresos y EBITDA al 2020.

**Tabla 14: Empresa comparables entre ABL, ingresos y EBITDA al 2020**

Empresa	Segmentos	ABL m <sup>2</sup> 2	Ingresos 2020 MUF	Ebitda 2020 MUF
Parque Arauco SA	Ch-Pe-Col	1.071.500	4.329	2.256
Grupo Plaza SA	Ch-Pe-Col	1.814.000	6.444	2.193
Cencosud Shopping SA	Ch-Col-Pe	1.338.761	5.048	4.193

Fuente: Elaboración propia a partir de Eikon, memorias y Análisis Razonado.

En la tabla 15, se observa por cada m<sup>2</sup> de ABL, ingresos y EBITDA al 2020, en cada una de las empresas comparables .

**Tabla 15: Empresa comparables por unidad de ABL, ingresos y EBITDA al 2020**

Empresa	ABL m <sup>2</sup>	Ingresos 2020 UF	Ebitda 2020 UF
Parque Arauco SA	1	4,04	2,11
Grupo Plaza SA	1	3,55	1,21
Cencosud Shopping SA	1	3,77	3,13

Fuente: Elaboración propia a partir de Eikon

Las empresas se vieron fuertemente afectadas por la crisis sanitaria en ingresos y resultados, como se observa en la tabla 63. Los datos fueron calculados a partir de los últimos 12 meses desde junio de 2021 para el crecimiento de las ventas y utilidad sobre los ingresos. Para B/P fueron calculados como stock en el último periodo, para la estructura de capital y comparados con el año anterior.

Para Plaza SA su Ebitda 2020 fue 3.994 UF incluida la depreciación de propiedades en inversión.

**Tabla 16: Comparación de crecimientos de ventas, estructura de deuda y utilidad sobre ingresos.**

Indicador	Empresas	junio 2021	junio 2020	junio 2019	junio 2018	Promedio
% Crecimiento de ventas	Parque Arauco	-22,96%	-15,78%	8,14%	7,32%	-5,82%
	Grupo Plaza	-20,75%	-22,04%	8,78%	10,17%	-5,96%
	Cencosud Shopping	-19,99%	-16,31%	-	-	-18,15%
B/P	Parque Arauco	125,04%	140,81%	112,05%	97,23%	118,78%
	Grupo Plaza	58,72%	65,83%	48,66%	50,68%	55,97%
	Cencosud Shopping	23,64%	24,85%	14,76%		21,08%
% Utilidad sobre ingresos	Parque Arauco	1,42%	38,78%	54,66%	65,50%	40,09%
	Grupo Plaza	9,88%	19,48%	37,14%	41,71%	27,05%
	Cencosud Shopping	167,92%	118,76%	152,67%	-	146,45%

Fuente: Elaboración propia a partir de Eikon

Como se observa en la tabla 16, las revalorizaciones de sus activos han permitido a Cencosud Shopping mejores utilidades después de impuestos en comparación con Parque Arauco.

## 5.2. Múltiplos de la industria

En las tablas 17 y 18 se calcularon los múltiplos de ganancia, valor libro e ingresos para Grupo Plaza SA y Cencosud Shopping para junio de 2020 y junio de 2021 con la cual se obtuvo un múltiplo para la compañía. Para las cuentas del EERR, se utilizó la información de los últimos 12 meses.

**Tabla 17: Múltiplos para Grupo Plaza SA**

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	jun-21	jun-20	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	115,08	55,93	85,50
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	36,16	30,60	33,38
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	36,90	31,01	33,96
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	1,28	1,53	1,40
	Value to Book Ratio (VBR)	1,18	1,32	0,37
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	11,37	10,89	11,13
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	16,18	14,69	15,43

Fuente: Elaboración propia a partir de Eikon

El valor de la empresa será igual al patrimonio económico (valor por número de acciones) más la deuda financiera neta (deuda financiera menos caja y equivalentes) para los períodos junio de 2021 y junio de 2020. Posteriormente, calculado el patrimonio económico dividido por el número de acciones se estima el valor de la acción.

**Tabla 18: Múltiplos para Cencoshopp**

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	jun-21	jun-20	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	8,02	11,03	9,52
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	20,96	18,69	19,83
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	20,98	18,70	19,84
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	0,76	1,00	0,88
	Value to Book Ratio (VBR)	0,81	1,00	0,91
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	13,47	13,10	13,28
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	17,48	16,21	16,85

Fuente: Elaboración propia a partir de Eikon

En Tabla 19, se observa el resumen de los promedios de los siete múltiplos para ambas empresas comparables y el valor promedio calculado o múltiplo de la industria. Price-Earnings Ratio (PER) presentó la mayor diferencia entre las dos empresas.

**Tabla 19: Múltiplos de la industria**

Múltiplos	Plaza SA	Cencoshopp	Promedio
Price-Earnings Ratio (PER)	85,50	9,52	47,51
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	33,38	19,83	26,60
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	33,96	19,84	26,90
Price to Book Equity (PBV)	1,40	0,88	1,14
Value to Book Ratio (VBR)	1,25	0,91	1,08
Price to Sales Ratio (PS)	11,13	13,28	12,21
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	15,43	16,85	16,14

Fuente: Elaboración propia a partir de Eikon



### 5.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria

En tabla 20, se observa los indicadores financieros al 30 de junio de 2021 que se utilizan para el cálculo de los múltiplos requeridos. Para las cuentas del EERR, se utilizó la información de los últimos 12 meses.

**Tabla 20: Indicadores de Parque Arauco**

Indicador financiero	jun-21	
Moneda	MUF	CLP
Resultado por acción \$		2,02
EBITDA M\$	2.209	65.619.400
EBIT M\$	2.053	60.982.800
Valor libro patrimonio M\$	33.140	984.590.230
Valor libro empresa M\$	89.786	2.667.517.426
Ingresos M\$	4.344	129.046.364
Ingresos por acción \$		142,5

Fuente: Elaboración propia a partir de Eikon

La tabla 21, muestra un resumen de distintos precios estimados de la acción a partir de los múltiplos de la industria (tabla 19) por el factor de Parque Arauco al 30 de junio de 2021, calculado en tabla anterior.

**Tabla 21: Valoración por múltiplos de Parque Arauco**

Múltiplos	Valor múltiplo	Factor	Valor Empresa MUF	Valor Económico de Patrimonio MUF	Precio Acción CLP	% de Díf.
Price-Earnings Ratio (PER)	47,51	2,02			96	-90,68%
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	26,60	65.619.400	58.755	30.203	991	-3,79%
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	26,90	60.982.800	55.211	26.660	875	-15,05%
Price to Book Equity (PBV)	1,14	984.590.230		37.866	1.242	20,58%
Value to Book Ratio (VBR)	1,08	2.216.769.030	80.272	51.721	1.697	64,66%
Price to Sales Ratio (PS)	12,21	129.046.364		53.019	1.739	68,83%
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	16,14	129.046.364	70.103	41.552	1.363	32,14%
Precio acción al 30/06/2021					1.030	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de Eikon

#### **5.4. Análisis de los resultados**

El uso de múltiplos permitió estimar distintos valores accionarios que estuvieron entre \$96 y \$1.739.

De acuerdo a Fernández, P. (2012), el múltiplo de la industria es EV/EBITDA, con el cual se estimó el valor de la acción en \$991. Al comparar con el precio de la acción a 30 de junio de 2021 de \$1.030 subvalora el precio de la acción en 3,79%.

Esta valoración por múltiplos se realiza cuando los resultados de los comparables han sido afectados negativamente por la pandemia con restricciones de aperturas y aforos en relación al ABL disponible con una fuerte caída en sus ingresos.

El promedio de todos los múltiplos fue \$1.143 con una mediana de \$1.242 y desviación estándar de \$564. Al comparar con el precio de cierre a junio de 2021 sobrevalora en un 10,96%.

Por otro lado, múltiplos de ganancia como Price to Book Equity (PBV) y Value to Book Ratio (VBR) que utilizan el valor del patrimonio a valor libro sobre estiman el valor de la acción con valores de \$ 1.242 y \$ 1.696, respectivamente. Hay que considerar que en ambos múltiplos, las empresas comparables realizan diferentes revalorizaciones afectando sus utilidades.

Múltiplos de ingresos como Price to Sales Ratio (PS) estima el valor de la acción al 30 de junio de 2021 en \$1.739 con un 68,83% de diferencia y Enterprise Value to Sales Ratio (EVS) estima el valor de la acción en \$1.361 con un 32,14% de diferencia.

El promedio de todas las valorizaciones obtenidas excluyendo Price-Earnings Ratio (PER) fue \$1.317. En este sentido, al excluir Price-Earnings Ratio (PER), Price to Book Equity (PBV) y Value to Book Ratio (VBR) el promedio fue \$1.242 y la mediana fue \$1.176. Al comparar con el precio de cierre de la acción de \$1.030 sobrevalora el precio de la acción en 20,53% en relación al promedio y 14,17% en relación a la mediana.

Las expectativas de los inversionistas están relacionadas con el desempeño de la empresa para un segundo semestre donde la economía nacional se ha recuperado a través del consumo, pero mantiene incertidumbre por nuevos desafíos y oportunidades que enfrenta el mercado chileno por cambios políticos y sociales.

## CONCLUSIONES

La metodología utilizada para la valoración fue flujo de caja descontado y múltiplos, las que permitieron estimar el valor de la acción de Parque Arauco que al 30 de junio del 2021 tuvo un precio de cierre de \$1.030.

Es importante mencionar que la empresa se ha visto afectada por la crisis sanitaria, provocando una caída en los ingresos, lo que ha afectado en forma negativa a sus flujos, situación que se mantendría en forma posterior a esta valoración con una recuperación gradual de sus ingresos. La recuperación de sus ingresos estaría condicionada a: a) consumo de las personas, b) los cambios en las decisiones de compra on-line, c) en la apertura de ABL disponibles afectados por la aparición de nuevas variantes del Covid-19, d) vacancia de los centros comerciales, e) políticas fiscales y monetarias que enfrentará Chile, entre otros factores.

Por otro lado, durante 2021 el Banco Central aumentó la tasa de política monetaria (TPM). La tasa libre de riesgo utilizada en la valoración al 30 de junio de 2021 de 2,25% (BTU CL 30 Benchmark) subió a 2,85% al 20 de diciembre de 2021, producto de las condiciones políticas y económicas del país. Además, la TIR del bono utilizado como  $K_b$  subió a un 3,86% el 22 de diciembre de 2021 en comparación al 3% del 30 de junio de 2021.

En resumen, las condiciones económicas de la moneda cambiaron, pero las condiciones de la empresa se mantuvieron. Eso explicaría la caída del precio de la acción, situación que al momento de la valoración no se había considerado.

Finalmente, Parque Arauco opera en distintos mercados y puede que no hayan sido captados los riesgos de otros países en el procedimiento hecho en este trabajo.

Respecto a la valoración mediante el método de múltiplos, ésta permitió estimar distintos valores accionarios que estuvieron entre \$96 y \$1.739.

De acuerdo a Fernández (2012), el múltiplo de la industria es EV/EBITDA, con el cual se estimó el valor de la acción en \$991. Al comparar con el precio a cierre subvalora el precio de la acción en 3,79%.

## 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.
- Banco Central de Chile (2021) [www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)
- Banco Mundial (2021) <https://datos.bancomundial.org/pais/>
- Bci Corredor de Bolsa S.A. (2021): Recomendaciones Bursátiles 2021 <https://www.bci.cl/inversiones/tendencias>
- Bolsa de Santiago (2021) Presencia bursátil. [www.bolsadesantiago.com/presencia\\_bursatil](http://www.bolsadesantiago.com/presencia_bursatil)
- Cencosud (2020) Memorias Cencosud Shopping <https://www.cencosudshoppingcenters.com/memorias>
- Comisión para el Mercado Financiero (2021): Parque Arauco: EEFF Filiales. <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=94627000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanian=33>
- Comisión para el Mercado Financiero Prospecto Emisión Bonos Parque Arauco S.A. (2020): <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=94627000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanian=42>
- Damodaran (2021, enero 8): Country Default Spreads and Risk Premiums [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/\(2\)](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/(2))
- Diario La Tercera (2019, enero 3): Fondo de inversión hace oferta para compra o venta de participación en Arauco Express. <https://www.latercera.com/pulso/noticia/fondo-inversion-oferta-compra-venta-participacion-arauco-express/468664/>
- Diario La Tercera (2019, agosto 14) Ripley vende Mall del Centro Concepción para financiar expansión en Chile y Perú. (<https://www.latercera.com/pulso/noticia/ripley-vende-mall-del-centro-concepcion-financiar-expansion-chile-peru/782401/>)
- Ehunting Latam (2021) Innovación en la Experiencia del Cliente en el corazón de la transformación de Parque Arauco <https://www.ehuntinglatam.com/innovacion-en-la-experiencia-del-cliente-en-el-corazon-de-la-transformacion-de-parque-arauco-eduardo-perez-marchant-gerente-general-parque-arauco-internacional/>
- Euromonitor (2021, mayo 20). The future of the store <https://www.euromonitor.com/article/the-future-of-the-store>
- Empresa Parque Arauco S.A. (2020): <https://www.parauco.com/estados-financieros/>
- Empresa Parque Arauco S.A. (2020): <https://www.parauco.com/memorias/>

Feller Rate Clasificadora de Riesgo (2021): [www.feller-rate.com](http://www.feller-rate.com)

Fernández, P. (2012). Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor. Gestión 2000.

KPMG Auditores Consultores SpA (2021):  
<https://home.kpmg/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>

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.

Pasmar (n.d) Grupo Pasmar S.A. - Grupo Pasmar: Nuestra Empresa.  
<http://www.pasmar.cl/nuestra-empresa/>

Plaza SA (2020) Memorias <https://www.mallplaza.com/informacion-financiera/memorias.html>

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.

Servicio de Impuestos Internos (n.d.): [www.sii.cl](http://www.sii.cl)

Vivocorp (2020) Inversionistas: Memoria  
<https://www.vivocorp.cl/inversionistas/memorias/2020>

Yahoo finance (2021) <https://finance.yahoo.com/>

## ANEXOS

### Anexo 1: Estado de Resultados Integrales

En miles de UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Ingresos ordinarios	6.800	6.879	7.263	4.329	2.114
(-) Costo de ventas	-1.468	-1.431	-1.412	-1.090	-569
<b>Margen Bruto</b>	<b>5.331</b>	<b>5.448</b>	<b>5.851</b>	<b>3.239</b>	<b>1.546</b>
(-) Gastos de administración (*)	-472	-452	-533	-983	-307
<b>EBITDA</b>	<b>4.860</b>	<b>4.996</b>	<b>5.318</b>	<b>2.256</b>	<b>1.239</b>
Depreciación y amortización (**)	-146	-121	-168	-181	-72
<b>Resultado Operacional - EBIT</b>	<b>4.714</b>	<b>4.875</b>	<b>5.150</b>	<b>2.075</b>	<b>1.166</b>
Participación empresas relacionadas	435	375	254	179	45
Otros ingresos por función	112	1.184	1.735	1.190	60
(-) Otros egresos por función	-244	-364	-388	-693	-54
Ingresos Financieros	214	289	404	258	33
(-) Costos Financieros	-1.421	-1.329	-1.415	-1.714	-702
Diferencia de cambio	-3	0	29	37	-83
Unidades de reajuste	-400	-658	-773	-818	-596
Ganancias (pérdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro y el valor justo.	1.924	1.826	0	0	0
<b>Ganancia pérdida antes de impuestos</b>	<b>5.330</b>	<b>6.198</b>	<b>4.997</b>	<b>516</b>	<b>-131</b>
Impuestos corrientes	-498	-875	-510	-34	-138
Impuestos diferidos	-1.120	-847	-790	-335	30
<b>Total utilidad (pérdida)</b>	<b>3.712</b>	<b>4.476</b>	<b>3.696</b>	<b>146</b>	<b>-238</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Parque Arauco 2017 a junio 2021*

(\*\*) La depreciación fue separada de los Gastos de Administración.

## Anexo 2: Estado de Resultados Integrales Porcentual

En miles de UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Ingresos ordinarios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
(-) Costo de ventas	21,59%	20,80%	19,44%	25,19%	26,90%
<b>Margen Bruto</b>	<b>78,41%</b>	<b>79,20%</b>	<b>80,56%</b>	<b>74,81%</b>	<b>73,10%</b>
(-) Gastos de administración	6,94%	6,57%	7,34%	22,70%	14,52%
<b>Margen EBITDA</b>	<b>71,47%</b>	<b>72,63%</b>	<b>73,23%</b>	<b>52,12%</b>	<b>58,59%</b>
Depreciación y amortización (**)	2,15%	1,76%	2,31%	4,18%	3,42%
<b>Margen Operacional - EBIT</b>	<b>69,32%</b>	<b>70,87%</b>	<b>70,91%</b>	<b>47,94%</b>	<b>55,17%</b>
Participación empresas relacionadas	6,40%	5,45%	3,50%	4,14%	2,15%
Otros ingresos por función	1,64%	17,22%	23,90%	27,50%	2,84%
(-) Otros egresos por función	3,59%	5,28%	5,35%	16,00%	2,55%
Ingresos Financieros	3,14%	4,21%	5,57%	5,95%	1,56%
(-) Costos Financieros	20,90%	19,32%	19,48%	39,58%	33,20%
Diferencia de cambio	0,04%	0,00%	0,39%	0,85%	3,95%
Unidades de reajuste	5,88%	9,57%	10,64%	18,88%	28,19%
Ganancias (pérdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro y el valor justo.	28,30%	26,54%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Ganancia pérdida antes de impuestos</b>	<b>78,39%</b>	<b>90,10%</b>	<b>68,80%</b>	<b>11,91%</b>	<b>6,17%</b>
Impuestos corrientes	7,33%	12,72%	7,03%	0,79%	6,52%
Impuestos diferidos	16,47%	12,31%	10,88%	7,75%	1,43%
<b>Margen Neto</b>	<b>54,59%</b>	<b>65,07%</b>	<b>50,89%</b>	<b>3,38%</b>	<b>11,26%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Parque Arauco 2017 a junio 2021