



**VALORACIÓN DE LA EMPRESA PARQUE  
ARAUCO S.A.  
Mediante Métodos de Flujos de Caja Descontados**

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Eduardo Valderas Tello  
Profesor Guía: Francisco Marcet Orellana**

**Santiago, Agosto 2022**

Eduardo Valderas Tello

Quiero agradecer, y dedicar este trabajo, a mi familia y principalmente a Paula, mi compañera de vida, por ser un apoyo constante y brindarme su comprensión durante esta etapa. También a Karina, con quien conformamos un buen equipo de trabajo.

## Tabla de contenido

1. RESUMEN EJECUTIVO	8
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	9
2.1. Descripción de la empresa	9
2.1.1. Antecedentes del negocio e historia	13
2.1.2. Principales accionistas	16
2.1.3. Filiales	17
2.2. Descripción de la industria	20
2.2.1. Estado actual	22
2.2.2. Regulación y fiscalización	24
2.2.3. Empresas comparables	26
3. METODOLOGÍA	28
3.1. Principales métodos de valoración	28
3.1.1. Método de flujos de caja descontados	30
3.1.2. Método de múltiplos	33
4. ESTRUCTURA DE CAPITAL	35
4.1. Deuda Financiera	35
4.2. Patrimonio Económico	39
4.3. Valor Económico	41
4.4. Estructura de capital histórica y objetivo	42
5. ESTIMACIÓN COSTO DE CAPITAL	43
5.1. Costo de la deuda	43
5.2. Beta de la deuda	43
5.3. Estimación del beta patrimonial	44
5.4. Beta patrimonial sin deuda	47
5.5. Beta patrimonial con estructura de capital	48
5.6. Costo Patrimonial	49
5.7. Costo de capital	49
6. ANÁLISIS DEL NEGOCIO	50

6.1.	Análisis crecimiento de la empresa	50
6.2.	Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	54
6.3.	Análisis del resultado no operacional de la empresa	56
6.4.	Análisis de márgenes de la empresa	60
6.5.	Análisis de los activos de la empresa	61
6.5.1.	Activos operacionales y no operacionales	62
6.5.2.	Capital de trabajo operativo neto	65
6.5.3.	Inversiones	66
6.6.	Análisis Crecimiento de la Industria	68
7.	PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS	70
7.1.	Ingresos operacionales proyectados	71
7.2.	Costos y gastos operacionales proyectados	76
7.3.	Resultado no operacional proyectado	77
7.4.	Impuesto corporativo proyectado	79
7.5.	Estado de resultados proyectado en miles de UF	80
7.6.	Supuestos utilizados	81
7.7.	Estado de resultados proyectado porcentual	84
8.	PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	85
8.1.	Inversión en reposición	85
8.2.	Nuevas inversiones de capital	86
8.3.	Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto	87
8.4.	Valor terminal	88
8.5.	Flujos de caja libre proyectados	89
9.	PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO	90
9.1.	Valor presente de los flujos descontados	90
9.2.	Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto	91
9.3.	Activos prescindibles y otros activos	91
9.4.	Valorización Económica de la Empresa	92
9.5.	Análisis de Sensibilidad	95

10. CONCLUSIONES	98
11. BIBLIOGRAFÍA	101
12. ANEXOS	103
12.1.    Anexo I: Estados de resultados de Parque Arauco y sus componentes en relación a los ingresos.	103
12.2.    Anexo II: Banco de Terrenos de Parque Arauco	105

## Índice de Tablas

Tabla 1: Ficha técnica de Parque Arauco.....	9
Tabla 2: Ingresos, EBITDA y Resultado de Parque Arauco.....	10
Tabla 3: Datos de Clasificación de Riesgo de Parque Arauco.....	12
Tabla 4: 12 Mayores accionistas de Parque Arauco, septiembre de 2021.....	17
Tabla 5: Filiales Parque Arauco, septiembre de 2021.....	17
Tabla 6: Antecedentes Cencosud Shopping Centers S.A.....	27
Tabla 7: Indicadores Cencosud Shopping Centers S.A.....	27
Tabla 8: Antecedentes Mall Plaza.....	27
Tabla 9: Indicadores Mall Plaza.....	28
Tabla 10: Deuda Financiera Parque Arauco.....	36
Tabla 11: Características Bono Serie O, Parque Arauco.....	39
Tabla 12: Patrimonio Económico Parque Arauco.....	40
Tabla 13: Valor económico Parque Arauco.....	41
Tabla 14: Estructura de capital histórica de Parque Arauco.....	42
Tabla 15: Resumen resultados regresión con retornos IGPA.....	46
Tabla 16: Resultados intercepto y beta de la regresión.....	46
Tabla 17: Resumen resultados de la regresión con retornos IPSA.....	47
Tabla 18: Ingresos de Parque Arauco.....	51
Tabla 19: Variación de ingresos Parque Arauco.....	52
Tabla 20: Ingresos ordinarios por país.....	52
Tabla 21: Área Bruta Locataria (ABL) y porcentaje de ocupación de Parque Arauco.....	52
Tabla 22: Superficie arrendable de Parque Arauco.....	53
Tabla 23: Costo de Ventas por País y variación anual.....	54
Tabla 24: Gastos de Administración y Venta de Parque Arauco por país.....	55
Tabla 25: Costo de Venta y Gastos de Administración y Ventas en relación a Ingresos.....	55
Tabla 26: Costo de Venta y Gastos Operacionales de Parque Arauco.....	56
Tabla 27: Resultado No operacional Parque Arauco.....	58
Tabla 28: Variación Resultado No Operacional de Parque Arauco.....	59
Tabla 29: Resultado no operacional en función de los ingresos ordinarios de Parque Arauco.....	59
Tabla 30: Márgenes de Parque Arauco.....	60
Tabla 31: Variación de márgenes Parque Arauco.....	61
Tabla 32: Saldo al 30 de septiembre de 2021 de los Activos de Parque Arauco y su clasificación en Operacional/No Operacional.....	62
Tabla 33: Composición efectivo y equivalentes al efectivo.....	63
Tabla 34: Composición Otros Activos Financieros.....	64
Tabla 35: Composición Activos por impuestos corrientes.....	64
Tabla 36: Composición Plusvalía.....	65
Tabla 37: Capital de Trabajo Operativo Neto y RCTON Parque Arauco.....	66

Tabla 38: Inversiones Históricas de Parque Arauco .....	67
Tabla 39: Desarrollos futuros de Parque Arauco .....	67
Tabla 40: Variación Ingresos por país Parque Arauco.....	74
Tabla 41: Ingresos proyectados para Parque Arauco .....	76
Tabla 42: Costos y Gastos operacionales con relación a los Ingresos de Parque Arauco.....	77
Tabla 43: Costos y gastos operacionales proyectados de Parque Arauco.....	77
Tabla 44: Promedio de ponderación de las partidas del resultado no operacional en relación con los Ingresos Operacionales históricos .....	78
Tabla 45: Resultado no operacional proyectado para Parque Arauco .....	79
Tabla 46: Impuesto corporativo proyectado Parque Arauco.....	80
Tabla 47: Estado de resultados proyectado Parque Arauco .....	80
Tabla 48: Estado de Resultados proyectado en relación con ingresos ordinarios de Parque Arauco .....	84
Tabla 49: Inversión en reposición proyectada de Parque Arauco .....	86
Tabla 50: Futuras inversiones de Parque Arauco.....	87
Tabla 51: Inversión en Capital de Trabajo Operativo Neto y variación CTON.....	88
Tabla 52: Flujos de Caja Libre de Parque Arauco .....	89
Tabla 53: Valor Presente de los Flujos de Caja Libres de Parque Arauco.....	91
Tabla 54: Liberación de Capital de Trabajo Operativo Neto .....	91
Tabla 55: Activos prescindibles de Parque Arauco al 30 de septiembre de 2021 .....	92
Tabla 56: Determinación Precio de la acción estimada de Parque Arauco.....	93
Tabla 57: Precio estimado de la acción para Parque Arauco según tasa de descuento.....	97

## Índice de Figuras

Figura 1: Diversificación de los ingresos de Parque Arauco .....	11
Figura 2: Composición de Infraestructura de Parque Arauco .....	11
Figura 3: Indicadores Financieros septiembre 2019-2021 Parque Arauco .....	12
Figura 4: Evolución principales indicadores de Parque Arauco .....	15
Figura 5: Estructura de propiedad de Parque Arauco, julio de 2021 .....	16
Figura 6: Estructura de propiedad de Parque Arauco, diciembre de 2020.....	16
Figura 7: Estructura Societaria Parque Arauco .....	19
Figura 8: Variación Anual Índice General .....	24
Figura 9: Flujo de Caja libre de Maqueira, 2010 .....	33
Figura 10: Estructura deuda financiera Parque Arauco .....	37
Figura 11: Tipo de deuda financiera Parque Arauco.....	38
Figura 12: Comportamiento precio de la acción Parque Arauco .....	40
Figura 13: Retornos IGPA, IPSA y Parque Arauco .....	45
Figura 14: Proyecciones del Fondo Monetario Internacional para América Latina .....	69
Figura 15: Estadísticas de la industria de Mall GLA y Porcentaje de ventas de Mall por país .....	70
Figura 16: Área Bruta Locataria de Parque Arauco .....	71
Figura 17: Área Bruta Locataria de Parque Arauco por país .....	72
Figura 18: Tasa de ocupación de locales de Parque Arauco .....	73
Figura 19: Evolución de los Ingresos y EBITDA de Parque Arauco.....	73
Figura 20: Precio de la acción de Parque Arauco a contar del 4 de enero de 2021 .....	95
Figura 21: Estimaciones de precio de la acción de Parque Arauco a partir de simulaciones .....	96



## 1. RESUMEN EJECUTIVO

El presente informe tiene como objetivo realizar una valoración de Parque Arauco S.A. al 30 de septiembre de 2021 a través de dos metodologías: i) Método de flujos de caja descontados y ii) Método de Múltiplos. Parque Arauco S.A. es una empresa chilena, que transa en la bolsa de valores de Santiago, y cuyo giro se basa principalmente en el desarrollo y administración de activos inmobiliarios de multiformato, principalmente de uso comercial en Chile, Perú y Colombia, donde se enfocan en distintos tipos de centro comerciales: regionales, vecinales, outlet mall y strip centers.

En lo que respecta a la valoración a través del método de flujos de caja descontados, analizamos los estados financieros de la compañía del periodo 2017-2021 (septiembre) y el precio de la acción de la compañía, entre octubre de 2019 y septiembre de 2021, lo que nos permitió determinar una serie de datos necesarios, tales como el beta de la acción apalancada (1,1753), la estructura de capital óptima (66,22%), el costo de la deuda (3,69%), entre otros, para finalmente poder estimar una tasa de descuento (WACC) de un 5,5266%, utilizando el método de CAPM. Posteriormente, realizamos un trabajo de proyección del estado de resultados para el periodo 4T 2021-2026, con una serie de supuestos, para finalmente proyectar los flujos de caja libre, los cuales descontamos a la tasa de descuento y obtuvimos un precio estimado de la acción al 30 de septiembre de \$737,9, que es un 10,71% inferior al precio observado, de \$826,5.

Sobre la valoración por múltiplos, utilizamos como empresas comparables a Cencosud Shopping Centers S.A. y Mall Plaza S.A., ambas compañías chilenas y con operaciones en Perú, Colombia y Chile, las que además transan en la bolsa de valores de Santiago. Así, a partir de la información presente en sus Estados Financieros y también bursátiles, determinamos una serie de ratios de la industria y obtuvimos una serie de precios estimados para Parque Arauco, siendo el precio \$891,92, obtenido a través del ratio Enterprise Value to EBITDA el que más se acerca al precio observado (\$826,5) aunque con un sobrepeso de un 7,39%.

## 2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

### 2.1. Descripción de la empresa

Parque Arauco S.A. es una empresa chilena, una sociedad anónima abierta, fundada en el año 1979 y que cuenta con una importante trayectoria y un crecimiento constante desde sus inicios. La misma compañía se define como “Somos una de las principales empresas del sector de real estate de América Latina, desarrollamos y operamos activos inmobiliarios en Chile, Perú y Colombia, que suman más de un millón de metros cuadrados de superficie arrendable” (Parque Arauco, 2021).

Tabla 1: Ficha técnica de Parque Arauco

Ticker o Nemotécnico	PARAUCO
Clase de acción	Todas las acciones tienen la misma serie
Derechos de cada clase	Todas las acciones tienen el mismo derecho
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	Empresa focalizada en la gestión inmobiliaria en el mercado sudamericano
Rubros	Desarrollo y Administración Inmobiliaria
Países donde Opera	Chile, Perú y Colombia
Fecha de Creación en Registro de Valores	Registro de Valores bajo el número 0403. Su existencia fue autorizada y aprobados sus estatutos por resolución N°363-S de la Superintendencia de Valores y Seguros con fecha 22 de junio de 1981.
Actividades económicas	Construcción de edificios para uso residencial
	Alquiler de bienes inmuebles amoblados o con equipos y maquinarias
	Compra, venta y alquiler (excepto amoblados) de inmuebles
	Otras actividades de servicios de apoyo a las empresas n.c.p.

Fuente: elaboración propia a partir de los datos publicados en la página web de Parque Arauco.

El giro del negocio se basa principalmente en el desarrollo y administración de activos inmobiliarios de multiformato, principalmente de uso comercial en Chile, Perú y Colombia, donde se enfocan en distintos tipos de centro comerciales: regionales, vecinales, outlet mall y strip centers. Así, al cierre del año 2020, Parque Arauco contaba con 55 activos inmobiliarios en total

y 1.071.500 m<sup>2</sup> de área bruta locataria (superficie disponible para arriendos) (Parque Arauco, 2021).

Con respecto a sus tipos de clientes, la empresa los define como tiendas por departamento, de mejoramiento del hogar, supermercados, restaurantes, cines, centros de salud y tiendas menores de distintos rubros.

Al definir sus clientes la empresa estructura cuáles son sus fuentes de ingreso, a qué tipo de negocios puede entrar y objetivos estratégicos, para así definir claramente como crearán valor en la empresa y como esta puede asegurar su continuidad. Los objetivos de crecimiento, sostenibilidad y rentabilidad han guiado a Parque Arauco a tener ingresos fijos basados en contratos de largo plazo, mientras que una pequeña porción es variable, en asegurar que todo nuevo proyecto sea rentable y que el ánimo de crecer se enfoque en crear nuevos locales en nuevas ciudades o espacios que sean atractivos. En la tabla 2 se puede ver la composición de los ingresos en el periodo 2020 y septiembre de 2021.

*Tabla 2: Ingresos, EBITDA y Resultado de Parque Arauco*

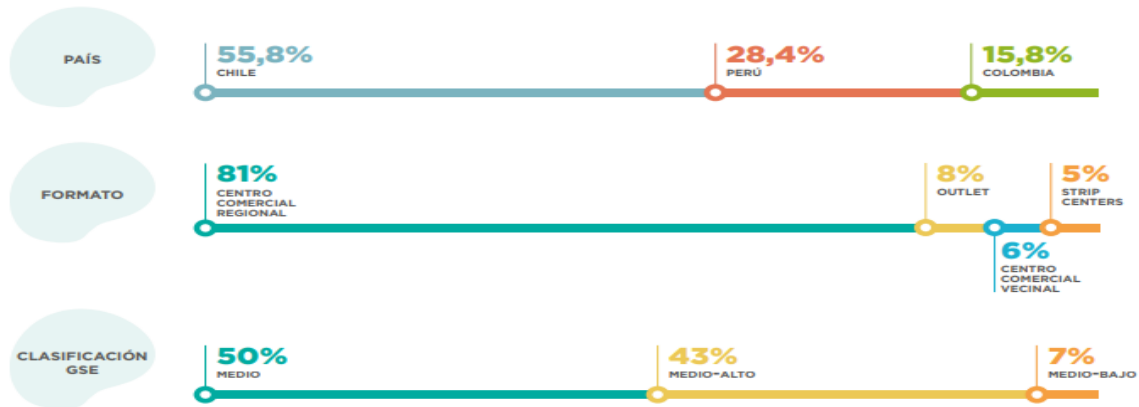
Países de Operación	Septiembre 2021				Año 2020			
	Ingresos en UF	%	EBITDA en UF	%	Ingresos en UF	%	EBITDA en UF	%
Chile	2.182.468	57,92%	1.314.259	55,98%	2.332.304	55,76%	1.077.370	53,73%
Perú	979.775	26,00%	603.472	25,71%	1.189.862	28,45%	523.023	26,08%
Colombia	606.062	16,08%	429.949	18,31%	660.578	15,79%	404.707	20,18%
Total	3.768.306	100%	2.347.680	100%	4.182.743	100%	2.005.100	100%

*Fuente: Estados Financieros Parque Arauco*

Figura 1: Diversificación de los ingresos de Parque Arauco

### Diversificación de los ingresos

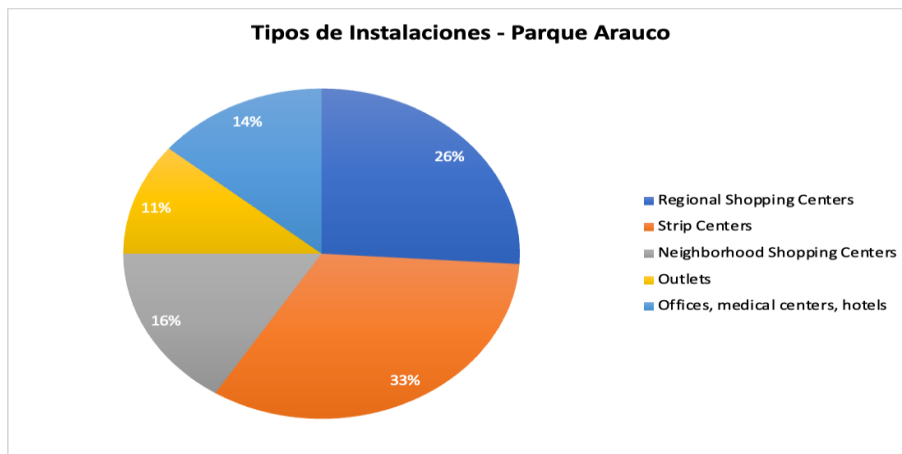
Cifras al 31 de diciembre de 2020



Fuente: Memoria Anual 2020, Parque Arauco.

Respecto a sus activos financieros, la empresa cuenta 55 locales más 9 infraestructura a septiembre de 2020 y que se componen de la siguiente manera:

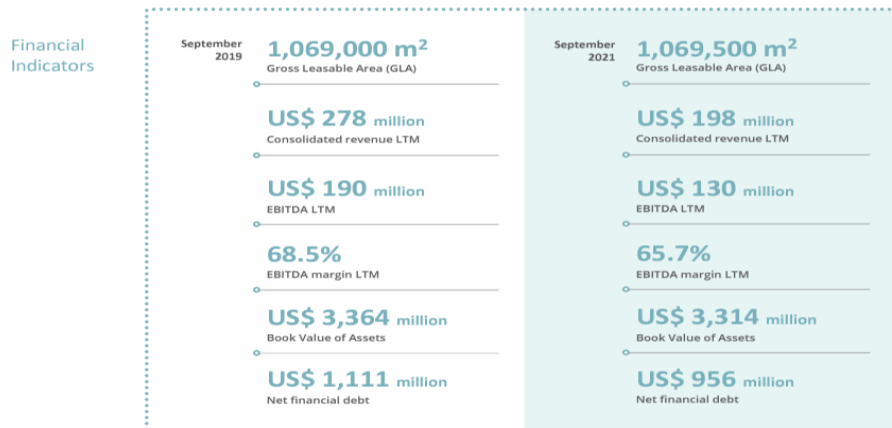
Figura 2: Composición de Infraestructura de Parque Arauco



Fuente: Elaboración propia.

Sobre los ingresos e indicadores financieros la empresa en septiembre del 2021 presentó los siguientes resultados:

Figura 3: Indicadores Financieros septiembre 2019-2021 Parque Arauco



Fuente: Reporte Financiero septiembre de 2021, Parque Arauco.

Los resultados a septiembre de 2021 se comparan con el año 2019 para omitir, o disminuir en cierta medida, el efecto de la pandemia por Covid-19, y aunque se ha mostrado una caída en los retornos consolidados, EBITDA y valor libro de los activos también hay una caída del neto de la deuda financiera, ya que como ha mencionado la empresa en sus memorias y estados financieros, Parque Arauco se encuentra en un proceso de reestructuración de sus activos y pasivos para mantener la solidez de la empresa.

Con respecto a la clasificación de riesgo de Parque Arauco, la compañía cuenta con las clasificaciones:

Tabla 3: Datos de Clasificación de Riesgo de Parque Arauco

Aspectos	ICR Chile	Feller-Rate
Solvencia/Bonos	AA	AA
Título Accionario	1ª Clase Nivel 1	1ª Clase Nivel 1
Tendencia	Estable	Estable
Fecha Clasificación	03-06-2021	30-07-2021

Fuente: Elaboración propia a partir de los Informes de Clasificación de Parque Arauco.

### 2.1.1. Antecedentes del negocio e historia

Parque Arauco se creó en el año 1979 bajo el nombre de Cocentral, Compañía de Centros Comerciales S.A., y fue fundada por José Said junto a su tío Domingo Said Kattan, los arquitectos Bendersky, Brunetti y la multinacional Paulista CBPI Internacional. En 1989 inaugura el primer centro comercial de Chile (Parque Arauco Kennedy) y durante la época de 1990 al 1999 se establece como estrategia la expansión donde se cumple los siguientes hitos:

- En 1992 se cambia el nombre a Parque Arauco S.A. y pasa a ser una sociedad anónima.
- En 1994 se expanden internacionalmente como accionista minoritario de la sociedad Argentina Alto Palermo S.A.
- Mientras que en 1997 se construyeron los centros en Viña del Mar y Curicó.

Después de la etapa de expansión en el 2000 hasta el 2009 se estableció la estrategia de diversificación y consolidación, la cual se vio reflejada con los siguientes puntos:

- En 2006 continuaron con la diversificación teniendo presencia en Perú con la alianza del Grupo Wiese y la adquisición de Mega Plaza Norte.
- El año 2008 se realizó la colocación de bonos corporativos en el mercado chileno, se adquirió el Arauco Estación que es un lugar histórico, y finalmente se diversifican con su primer strip center, Arauco Express Pajaritos.
- Finalizando con su operación de MegaPlaza Express Villa Chorrillos, Lima, el primer centro comercial vecinal en Perú.

Finalmente, la última etapa que han tenido es desde 2010 al 2020 en el que se baja el crecimiento.

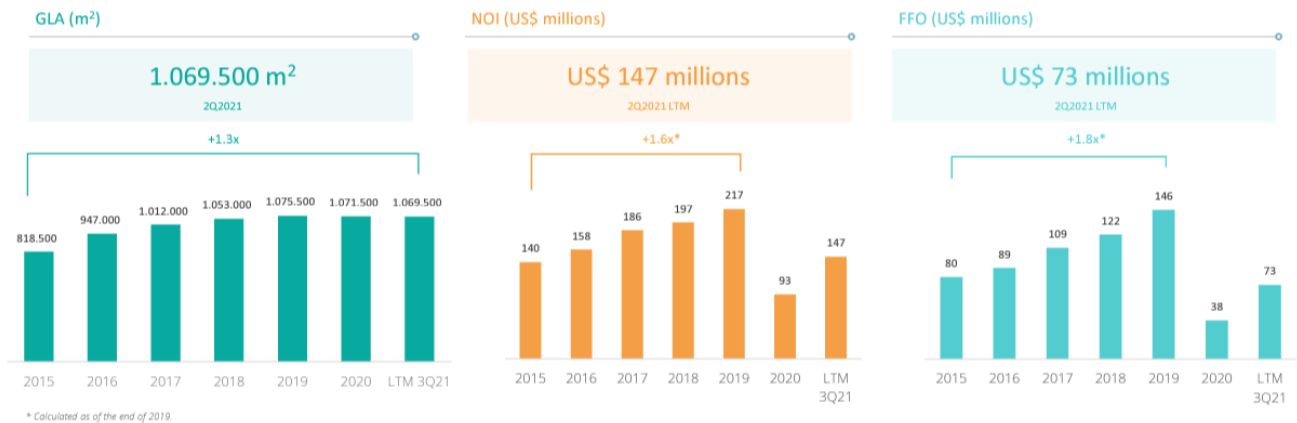
- En 2010 se inaugura el primer centro comercial regional en Colombia Parque Arboleda.

- Unos años más tarde, en 2012, amplían su portafolio ingresando al mercado de los outlets mediante la adquisición de Arauco Premium Outlet Buenaventura en Chile. Y asociándose en Perú con la empresa Los Portales, para tener strip centers en el país.
- En el 2013 se coloca el primer distrito de lujo en Chile en Parque Arauco.
- En el 2015 adquieren su participación que Bancolombia tenía sobre sus activos.
- En el 2017 sobrepasan los 1.000.000 m2 de superficie arrendable e inician el proyecto de expansión del Parque Arauco Kennedy.
- Finalizando con el 2019 se vende parte de su participación minoritaria de sus activos en Chile para generar nuevos proyectos, además de mejorar su clasificación de riesgo de AA- a AA.

En la historia de la compañía, se destaca que el director y fundador siempre se mantuvo como un pilar fundamental en la estrategia de crecimiento sostenible de Parque Arauco, tratando de diversificar los ingresos y entrar a nuevos negocios que sean similares al nicho en el que iniciaron, hasta su fallecimiento en julio del 2020.

La solidez de la estrategia y su foco de lograr un crecimiento sostenible les ha permitido aprovechar las oportunidades sin generar un sobre endeudamiento, permitiéndoles obtener como resultado los siguientes indicadores específicos de la empresa (Parque Arauco, 2021):

Figura 4: Evolución principales indicadores de Parque Arauco



Fuente: Reporte de 2021 de Parque Arauco.

- GLA o ABL (Área Bruta Locataria) es la superficie disponible para arrendamiento, donde el 87,4% del ABL es de propiedad de Parque Arauco.
- NOI (Net Operating Income; Ingresos Operacionales Neto) donde refleja el resultado financiero obtenido de la operación de los activos. El cálculo corresponde a la fórmula:

$$NOI = \text{Ingresos ordinarios} + \text{Costos de Ventas} + \text{Gasto de Administración} - \text{Depreciación y Amortización} + \text{NOI Empresas relacionadas.}$$

- FFO (Funds from Operation; Fondos de las Operaciones) atribuibles a la acción de la compañía, se usa en el mercado inmobiliario para medir los fondos que genera la operación.

$$FFO = \text{EBITDA} + \text{Ingresos Financieros} + \text{Costos Financieros} + \text{Impuestos Corrientes} + \text{FFO Empresas Relacionadas}$$

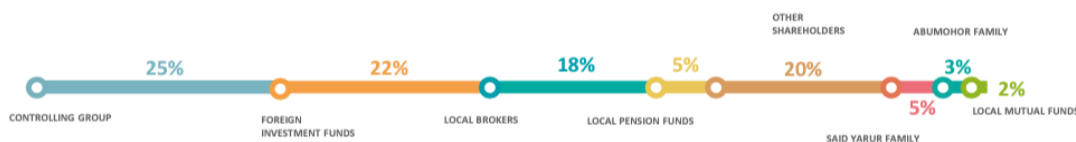
Todos estos indicadores han presentado crecimientos hasta el 2019, siendo el 2020 una disminución que se debe a factores externos como el estallido social y el coronavirus.



## 2.1.2. Principales accionistas

La empresa cuenta con una larga trayectoria, la cual ha significado un atractivo para los inversionistas, pues tienen un total de 905.715.882 de acciones suscritas y pagadas, mientras que el total de accionistas es de 1.563. La composición de estos accionistas son principalmente los que se muestran en las siguientes figuras, las cuales no presentan mayor variación en un periodo de 6 meses:

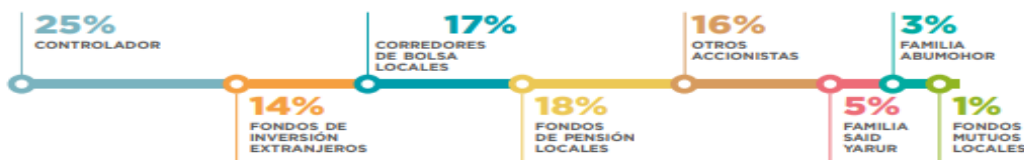
Figura 5: Estructura de propiedad de Parque Arauco, julio de 2021



Fuente: Reporte septiembre 2021 Parque Arauco

Figura 6: Estructura de propiedad de Parque Arauco, diciembre de 2020

### Estructura de propiedad



Fuente: Memoria Anual Parque Arauco<sup>1</sup>

Así, a continuación, se presenta un detalle de los principales accionistas y su porcentaje de participación en la propiedad de Parque Arauco.

1

<https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=94627000&grupo=&tipoentidad=R&VEMI&row=AAAw2ACTAAABy%20AAW&vig=VI&control=svs&pestanía=5>

Tabla 4: 12 Mayores accionistas de Parque Arauco, septiembre de 2021

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	Porcentaje de propiedad
INMOBILIARIA ATLANTIS SA	230.707.974	230.707.974	25,47%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	95.191.995	95.191.995	10,51%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE STATE STREET	68.675.361	68.675.361	7,58%
SANTANDER CORREDORES DE BOLSA LIMITADA	61.940.429	61.940.429	6,84%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	56.199.278	56.199.278	6,21%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S A	28.064.953	28.064.953	3,10%
INDUSTRIAS COMBINADAS GAIO PEIRANO S.A.	26.642.000	26.642.000	2,94%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	26.266.794	26.266.794	2,90%
INV RANCO UNO S A	19.424.114	19.424.114	2,14%
BANCO ITAU CORPBANCA POR CTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	18.736.355	18.736.355	2,07%
BCI C DE B S A	16.983.408	16.983.408	1,88%
INV RANCO DOS S A	13.764.313	13.764.313	1,52%

Fuente: Comisión del Mercado Financiero

El principal accionista y controlador es la empresa Atlantis S.A. Rut 76.089.588-1, además no existe un acuerdo de actuación conjunta entre los accionistas controladores, esta empresa a su vez tiene 14 controladores que se componen de otras empresas.

### 2.1.3. Filiales

Respecto a las empresas controladas por la compañía, como ya se mencionó en los puntos anteriores, Parque Arauco tiene presencia en Chile, Perú, Colombia y en Argentina, por lo tanto, se cuenta con filiales en dichos países y a partir de los datos recopilados por los últimos estados financieros, se presenta la siguiente tabla.

Tabla 5: Filiales Parque Arauco, septiembre de 2021

Nombre Sociedad	País	Moneda funcional	Porcentaje de Participación			
			30-9-2021			31-12-2020
			Directo	Indirecto	Total	Total
Inversiones Parque Arauco Uno S.A.	Chile	Peso Chileno	99,82%	0,18%	100%	100%
Desarrollos Inmobiliarios San Antonio S.A.	Chile	Peso Chileno	0%	70%	70%	70%
Centros Comerciales Vecinales Arauco Express S.A.	Chile	Peso Chileno	51%	0%	51%	51%
Nueva Arauco SpA.	Chile	Peso Chileno	100%	0%	100%	100%

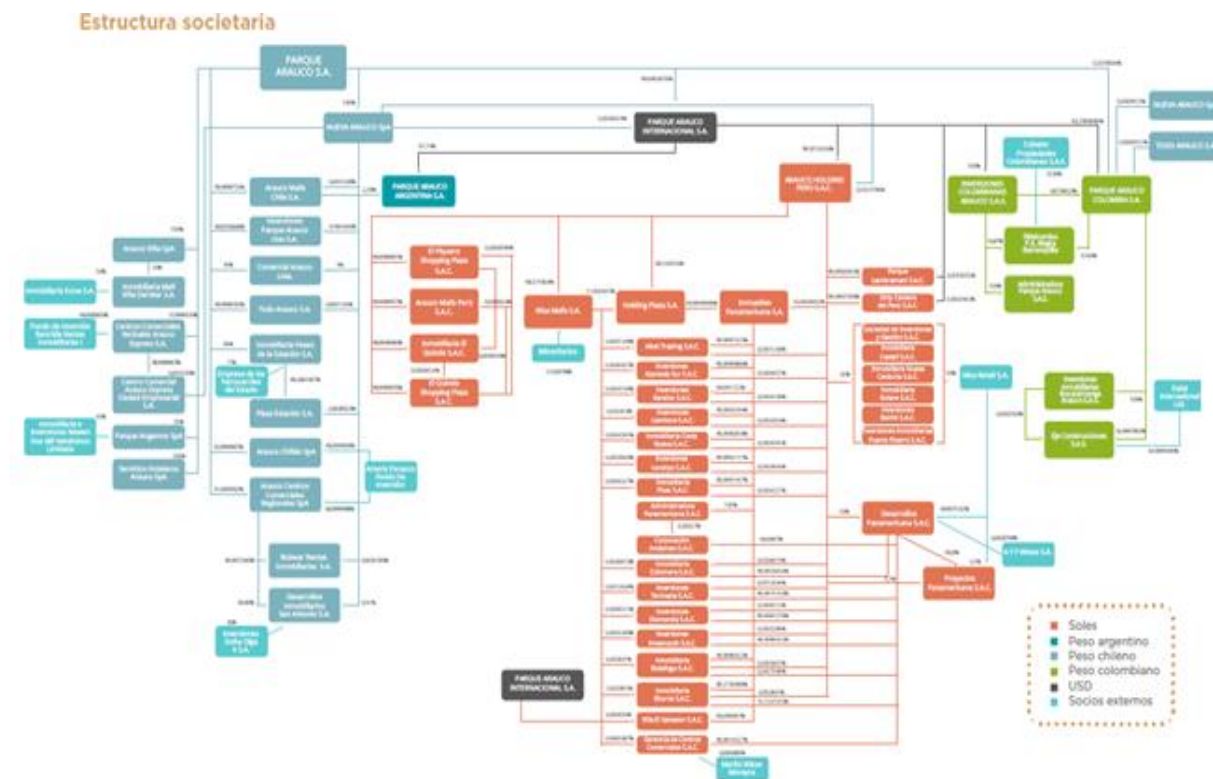
Centro Comercial Arauco Express Ciudad Empresarial S.A.	Chile	Peso Chileno	0%	100%	100%	100%
Plaza Estación S.A.	Chile	Peso Chileno	0%	100%	100%	100%
Comercial Arauco Ltda. (1)	Chile	Peso Chileno	-	-	-	100%
Inmobiliaria Paseo de la Estación S.A.	Chile	Peso Chileno	83%	0%	83%	83%
Todo Arauco S.A.	Chile	Peso Chileno	100%	0%	100%	100%
Arauco Malls Chile S.A.	Chile	Peso Chileno	100%	0%	100%	100%
Parque Angamos SpA.	Chile	Peso Chileno	55%	0%	55%	55%
Bulevar Rentas inmobiliarias S.A.	Chile	Peso Chileno	0%	100%	100%	100%
Arauco Centros Comerciales Regionales SpA	Chile	Peso Chileno	51%	0%	51%	51%
Arauco Chillán SpA	Chile	Peso Chileno	51%	0%	51%	51%
Arauco Viña SpA	Chile	Peso Chileno	100%	0%	100%	100%
Parque Arauco Internacional S.A.	Chile	Dólar	100%	0%	100%	100%
Parque Arauco Argentina S.A.	Argentina	Peso Argentino	0%	100%	100%	100%
Arauco Holding Perú S.A.C.	Perú	Sol Peruano	0%	100%	100%	100%
Parque Lambramani S.A.C.	Perú	Sol Peruano	0%	100%	100%	100%
Strip Centers del Perú S.A.C.	Perú	Sol Peruano	0%	100%	100%	100%
El Quinde Shopping Plaza S.A.C.	Perú	Sol Peruano	0%	100%	100%	100%
Inmobiliaria El Quinde S.A.C.	Perú	Sol Peruano	0%	100%	100%	100%
El Piquero Shopping Plaza S.A.C.	Perú	Sol Peruano	0%	100%	100%	100%
Arauco Malls Perú S.A.C.	Perú	Sol Peruano	0%	100%	100%	100%
Holding Plaza S.A.	Perú	Sol Peruano	0%	100%	100%	100%
NISA Malls S.A.	Perú	Sol Peruano	0%	98,86%	98,86%	98,86%
Inmuebles Panamericana S.A.	Perú	Sol Peruano	0%	100%	100%	100%
Administradora Panamericana S.A.C.	Perú	Sol Peruano	0%	100%	100%	100%
Altek Trading S.A.C.	Perú	Sol Peruano	0%	100%	100%	100%
Inversiones Villa el Salvador S.A.C.	Perú	Sol Peruano	0%	100%	100%	100%
Inversiones Alameda Sur S.A.C.	Perú	Sol Peruano	0%	100%	100%	100%
Inmobiliaria Costa Nueva S.A.C.	Perú	Sol Peruano	0%	100%	100%	100%
Inmobiliaria Botafogo S.A.C.	Perú	Sol Peruano	0%	97,33%	97,33%	97,33%
Inversiones Lendipo S.A.C.	Perú	Sol Peruano	0%	100%	100%	100%
Inmobiliaria Pisac S.A.C.	Perú	Sol Peruano	0%	100%	100%	100%
Inversiones Kandoo S.A.C.	Perú	Sol Peruano	0%	100%	100%	100%
Inmobiliaria Eburns S.A.C.	Perú	Sol Peruano	0%	94,64%	94,64%	94,64%
Inversiones Lambore S.A.C.	Perú	Sol Peruano	0%	100%	100%	100%
Administradora Parque Arauco S.A.S	Colombia	Peso Colombiano	0%	100%	100%	100%
Inversiones Colombianas Arauco S.A.S.	Colombia	Peso Colombiano	0%	100%	100%	100%

Fideicomiso PA Alegra Barranquilla	Colombia	Peso Colombiano	0%	52,50%	52,50%	52,50%
Parque Arauco Colombia S.A.	Colombia	Peso Colombiano	0%	100%	100%	100%
Eje Construcciones S.A.S.	Colombia	Peso Colombiano	0%	55%	55%	55,00%
Inversiones Inmobiliarias Bucaramanga Arauco S.A.S.	Colombia	Peso Colombiano	0%	100%	100%	100%
Fideicomiso Parque Arauco Matriz (2)	Colombia	Peso Colombiano	0%	51, %	51%	-

Fuente: Reporte Financiero 3Q2021 Parque Arauco

Finalmente se menciona que la empresa Comercial Arauco Ltda. (1), fue disuelta el 19 de mayo del 2021 y con fecha 12 de febrero del 2021 se constituyó el Fideicomiso Parque Arauco Matriz (2) que corresponde a un patrimonio autónomo constituido mediante contrato de fiducia.

Figura 7: Estructura Societaria Parque Arauco



Fuente: Memoria Anual 2020 Parque Arauco

## 2.2. Descripción de la industria

La industria en la que participa Parque Arauco corresponde al desarrollo y administración de activos inmobiliarios de multiformato, sector que contiene tiene muchos factores que deben ser consideradas al momento de entender el comportamiento de esta industria:

- Ciclo del negocio: Cuando se decide entrar a este tipo de industria se sabe que conlleva una inversión de alto costo y que tiene un periodo largo de retorno de inversión. Esto hace que no cualquier persona jurídica o natural pueda realizar este tipo de proyectos o esté interesada en ser inversionistas al inicio de la consolidación de la empresa, por lo cual se genera una barrera de entrada para nuevas empresas.
- Definición de clientes: Para identificar cuáles son los clientes potenciales, primero hay que realizar una evaluación del mercado donde se desea realizar la inversión de infraestructura, para ver potenciales consumidores y que por lo tanto sea atractivo para los comerciantes locales y grandes comercios instalarse en el espacio que se construye. Además de eso los consumidores están muy condicionados al ciclo económico, a factores de sostenibilidad y cambios demográficos o tecnológicos.
- Tipos de Flujos de ingresos y egresos: Los ingresos en general de este tipo de empresas y como se menciona en la parte de la descripción de la empresa sus ingresos son fijos, ya que son contratos entre los locatarios y un monto variable respecto a las ventas que estos generan, pero en general sus ingresos son mucho más estables, pero también la mayoría de sus egresos son fuertes al inicio y posteriormente la mantención de los espacios.
- Mecanismos de Financiamiento: Conseguir financiamiento a un proyecto de larga trayectoria puede hacer que sea más difícil, a menos que la empresa entregue retornos atractivos o que tenga un fuerte capital de trabajo o activo que sustente la solvencia de la deuda.

- Gestión de desempeño de los activos indicadores relevantes: Para poder evaluar si un proyecto es rentable o si la empresa tiene una buena gestión se hace importante crear indicadores específicos de la industria como, por ejemplo: GLA o ABL (Área Bruta Locataria), NOI (Net Operating Income; Ingresos Operacionales Neto) y FFO Funds from Operation; Fondos de las Operaciones), los que se mencionaron anteriormente.

Ahora bien, si se analiza más a fondo los factores externos que pueden influir a la empresa, el análisis PESTEL nos permite identificar qué elementos son importantes en la industria:

- Políticos: La mayoría de las empresas de este rubro son Holding consolidados, ya que como se mencionó antes, hay que realizar una gran inversión para entrar a este rubro. Y al estar en varios países están sujetos a múltiples normas y estatutos. Respecto a porque en Chile se han podido posicionar este tipo de empresas, se debe a las políticas de estabilidad económica, a los incentivos a la inversión.
- Económicos: La economía es un pilar importante para que las empresas se puedan consolidar, un mercado financiero profundo o desarrollado, con fondos de financiamiento grande como los Fondos de Pensiones que inviertan en las empresas y en el mercado local. Una economía estable sin tanta variación en el ciclo económico, ya que esta industria está condicionada al ciclo económico, principalmente al incentivo al consumo.
- Sociales: Las tendencias sociales son relevantes en este mercado, ya que es fundamental entender el comportamiento de consumo que tienen las personas y cómo estas van evolucionando, esto es para mantener consumidores cautivos y que analicen su participación de mercado.

- Tecnológicos: La velocidad de las nuevas tecnologías ha permitido crear nuevos mercados e industrias, además de reducir las barreras de entradas a los potenciales competidores, ya que las compras mediante internet es una industria que compite directamente con este rubro.
- Ambientales: La conciencia y los cambios sociales hacen que los nuevos consumidores y las comunidades formen parte activa para solicitar a las empresas y en especial holding, tengan una mayor responsabilidad con el ambiente y las comunidades.
- Legales: Al tener empresas que son grandes, de inversión en infraestructura e internacionales hacen que los factores legales sean más complejos y variados, los cuales ahondaremos más adelante.

### 2.2.1. Estado actual

Habiendo explicado ciertos aspectos relevantes de la industria en la que participa Parque Arauco, se hace necesario ver la situación actual de ella y como factores externos la han influido. Para la industria chilena e internacional, los años 2020 y 2021 han resultado ser periodos atípicos, en comparación a años anteriores, ya que la pandemia de Covid-19 gatilló el establecimiento de restricciones de movilidad afectando, por lo menos en el caso de Chile, el cierre de centros comerciales debido a las cuarentenas decretadas a lo largo del país, lo que ha reconfigurado el comportamiento de los clientes optando por el e-commerce ante el cierre de las tiendas físicas.

Otro aspecto a considerar, y que también guarda relación con la pandemia, es la crisis económica que se ha gestado, evidenciándose un incremento en los materiales de construcción, incremento de la UF en el caso chileno.

La empresa Parque Arauco en sus reportes y memorias realiza un análisis de cómo se debería comportar la industria y como las distintas situaciones de los países los afectan en el año 2020, proyectaban una caída de las ventas minoristas asociadas a los cambios tecnológicos con

las comprar online y la posibilidad del ingreso de nuevos competidores como Amazon, Aliexpress, Rappi u otras empresas de delivery. Otros factores también es la alta expectativa de la subida de tasas que podrían realizar los países donde operan las empresas, además del riesgo de inflación, riesgo de liquidez de los clientes.

Los cambios regulatorios también es algo que ha reflejado la nueva tendencia de los países en donde operan, lo cual presentan un factor que genera un grado de inestabilidad en la estimación de los flujos esperados de la industria.

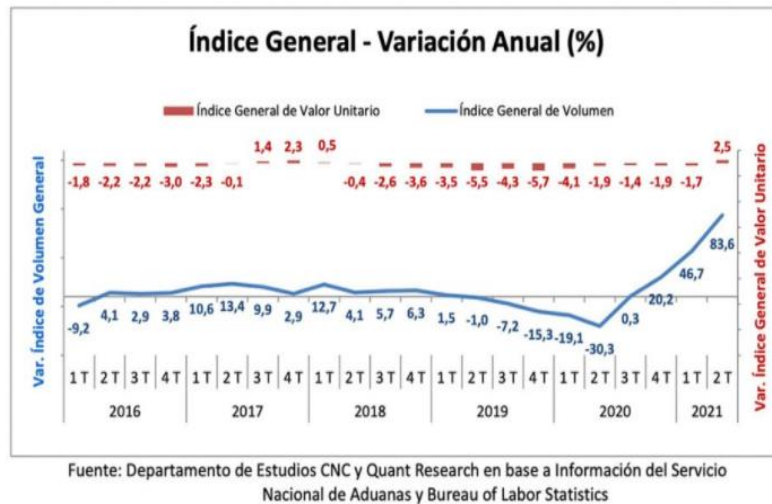
El mayor nivel de competencia también hace que la industria experimenta disminución de rentas y por lo tanto la priorización de realizar mayor gestión de los activos para asegurar los retornos de flujos esperados por las empresas.

También, aunque no es muy mencionado los factores de cambio climático también afectan a la industria, ya que la posibilidad de tener escasez hídrica o potenciales incendios puede complicar la distribución de los insumos de los locatarios, el consumo que se realiza de los materiales y los potenciales efectos migratorios.

Finalmente, a manera local la industria de Retail ha presentado una gran importación, lo que refleja las expectativas favorables al consumo y el restablecimiento del consumo local.



Figura 8: Variación Anual Índice General



### 2.2.2. Regulación y fiscalización

La empresa al ser constituida en Chile y ser una sociedad anónima abierta que está inscrita en el Registro de Valores de la Comisión para el Mercado Financiero con el N.º 0403, y como tal, se encuentra supervisada por dicho organismo. Al efecto, se aplican las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores y de la Ley sobre Sociedades Anónimas. Además, también se aplican otras normativas de la Comisión para el Mercado Financiero.

Ahora bien, al ser una empresa también de inmobiliaria y que tiene posición en Chile, Perú y Colombia, se encuentra sujeta a las normas locales de los países (normas civiles, comerciales, laborales, administrativas y tributarias, entre otras disposiciones relevantes). Las normas que están sujetan por país son:

- Chile: Los principales reglamentos son asociados a la Ley General de Urbanismo y Construcciones, Ley de Aportes al espacio público y Ley sobre bases generales del Medioambiente, entre otras normativas urbanísticas, ambientales y de construcción

general que pueden ser municipales o de seguridad, todas estas corresponden a que están asociados a la construcción de los inmuebles. Por otro lado, respecto al arrendamiento y al funcionamiento de sus activos se obtienen diversos permisos y autorizaciones, tales como los permisos de edificación, patentes comerciales y las autorizaciones sanitarias para los locales de alimentos. Por último, las operaciones en Chile están asociadas a la Ley sobre Protección de los derechos del consumidor, Ley de la defensa de la libre competencia y Competencia desleal, entre otras.

- Perú: Las filiales de la compañía están sujetas a el Reglamento Nacional de Edificaciones, la Ley del Auxilio Oportuno, la Ley general de sociedades, la Ley del procedimiento administrativo general, la Ley de gestión integral de residuos sólidos, las normas de Protección al Consumidor y la Ley de represión de las Conductas Anticompetitivas, entre otras normas de aplicación general. Mientras que, para la correcta operación de los activos, ha sido necesaria la obtención de autorizaciones, permisos y licencias, tales como la Licencia de obra, Licencia de funcionamiento y Certificado de inspección técnica de seguridad en Edificaciones (Certificado ITSE). Finalmente, por el giro del negocio, resultan también relevantes la Ley de Productividad y Competitividad Laboral, la Ley de Seguridad y Salud en el Trabajo y las normas relativas a la implementación de un Sistema de Cumplimiento, entre otras.
- Colombia: Operan mediante sociedades anónimas y sociedades por acciones simplificadas, cuya regulación se encuentra en el Código de comercio y están supervisadas por la Superintendencia de sociedades. Para el desarrollo de los centros comerciales es necesario dar cumplimiento a normas de carácter urbanístico, y dentro de los principales organismos que velan por su cumplimiento, están las oficinas de Planeación distrital y departamental, el Instituto de desarrollo urbano y la Curaduría urbana, ésta última encargada de expedir las licencias de urbanismo y construcción. Previo al inicio de la operación y apertura de las puertas al público, se debe contar con

permisos emitidos por diversos organismos, tales como la Alcaldía local, Secretaría de Salud y Cuerpo Oficial de Bomberos, así como certificaciones 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, ésta se encuentra sujeta 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 normas aplicables.

- Argentina: La empresa cuenta con participación no directa, por lo tanto, está sujeta a los reglamentos de inversiones, tributarios o administrativos mas no de gestión.

Finalmente, también están sujetas a las leyes de mercado que tiene Chile como la Ley N.º 19.705 correspondiente a la regulación de las ofertas públicas de adquisición de acciones, normas de emisión de bonos, y otros relacionados al financiamiento de la empresa (Parque Arauco, 2021).

### 2.2.3. Empresas comparables

Para la identificación de las empresas comparables, nos enfocaremos en el mercado local:

- Cencosud Shopping Centers S.A: Es una empresa chilena, que cotiza en bolsa y que opera centros comerciales en Colombia, Chile y Perú, forma parte del Holding Cencosud. Sus operaciones datan del año 1982. Actualmente cuenta con 1.376.782 m2 de superficie bruta alquilable, además cuenta con 10 shopping centers y 23 power centers.

Tabla 6: Antecedentes Cencosud Shopping Centers S.A.

Antecedentes	
Ticker o Nemotécnico	CENCOSHOPP
Mercado donde transa sus acciones	Chile
Descripción de la empresa (profile)	Cencosud Shopping es un operador de centros comerciales, con operaciones en Chile, Perú y Colombia. Opera a través de distintos formatos, entre los que se incluyen centros comerciales y power centers.
Rubros y países donde opera	Chile, Colombia, Perú
Clasificación de riesgo	AA+ Feller Rate, marzo 2021 AA+ Humphreys, Febrero 2021

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 7: Indicadores Cencosud Shopping Centers S.A.

Indicadores en UF 31/12/2020	Ingresos	%	EBITDA Ajustado	%
Chile	4.803.592	95,15%	4.016.019	95,78%
Perú	122.909	2,43%	104.574	2,49%
Colombia	121.774	2,41%	72.411	1,73%
Total	5.048.274	100%	4.193.004	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Cencosud Shopping Centers S.A.

- Mall Plaza: Empresa con operaciones en Chile, Perú y Colombia que cuenta con 25 centros comerciales. Además, cuenta con 1.814.000 m2 de superficie bruta alquilable. Es una empresa que cotiza en bolsa.

Tabla 8: Antecedentes Mall Plaza

Antecedentes	
Ticker o Nemotécnico	MALLPLAZA
Mercado donde transa sus acciones	Chile
Descripción de la empresa (profile)	Empresa dedicada al desarrollo, construcción y administración de centros comerciales. Opera bajo la marca Mall Plaza
Rubros y países donde opera	Chile, Colombia, Perú
Clasificación de riesgo	AA+ Fitch Ratings AA+ Humphreys AA+ Feller Rate

*Fuente: Elaboración propia.*

*Tabla 9: Indicadores Mall Plaza*

Indicador en UF 31/12/2020	Ingresos	%
Chile	5.986.674	92,90%
Perú	32.651	0,51%
Colombia	424.674	6,59%
Total	6.443.999	100,00%

*Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Mall Plaza.*

- VivoCorp: Empresa que opera en Chile y cuenta con 368.000 m2 de superficie bruta alquilable, distribuida en 59 activos a lo largo del país. Esta empresa no cotiza en bolsa, por lo tanto, no sería un candidato para considerar como múltiplo.

De esta forma, al comparar con Parque Arauco, podemos observar que tanto Cencosud Shopping y Mall Plaza, son empresas que operan en los mismos países y que las tres cotizan en bolsa, además, de encontrar ciertas similitudes en la superficie alquilable. No obstante, en el caso de VivoCorp, es una compañía de presencia local y que no cotiza en la bolsa, por lo que no resulta adecuada.

### 3. METODOLOGÍA

#### 3.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valorización nos permiten obtener un valor aproximado de los instrumentos que deseamos evaluar, en este caso, el instrumento a medir es el valor de la empresa Parque Arauco S.A. que se refleja en el precio de sus acciones a la fecha del 30 de septiembre del 2021. Es útil indicar que, las valorizaciones que se realizan cuentan con un sesgo, el que se presenta mediante los supuestos utilizados por el analista al momento de determinar el valor, además de cuáles son los datos que se utilizan (Damodaran, 2002).

Por esta razón, resulta importante definir el objetivo e instrumento que se desea valorar, lo que nos permitirá identificar cuál es el mejor método de valoración a utilizar y el que mejor se adapte a esta situación. Esto, ya que cada método asume supuestos, parámetros e información necesarios para llegar a un valor, los cuales pueden generar discrepancia en el valor final del instrumento, por eso se menciona que el valor de una valorización no es objetivo (Damodaran, 2002).

Adicionalmente, los métodos de valorización se pueden agrupar según el tipo de información que se utiliza como insumo para el análisis, los cuales son:

- Métodos basados en el Balance de la empresa
- Métodos basados en cuentas de resultado
- Métodos mixtos
- Métodos basados en el descuento de flujos
- Métodos basados en la creación de valor
- Métodos basados en las opciones

Cada uno de ellos tienen sus ventajas y desventajas, según el objetivo y restricciones que tienen la o las personas que realizan el análisis, por eso es responsabilidad del equipo definir correctamente el método (Fernández, 2008).

Los primeros tres métodos toman información de los balances y documentos contables que tiene la empresa para determinar el valor de la compañía, la ventaja es que estos datos son fáciles de obtener y son datos ciertos, ya que corresponde a los datos de periodos anteriores. La desventaja, es que no incluyen perspectivas de los flujos futuros, o la percepción de otros inversionistas, ya que son solo datos entregados por la empresa. Mientras que los otros tres métodos incluyen como datos relevantes los potenciales flujos o resultados que pueden tener la empresa, pero variará en cómo se realiza la proyección y de donde se obtienen los datos.

El presente trabajo de valorización se realizará bajo dos métodos de valoración, que corresponde al Método de flujos de caja descontados y múltiplos.

### 3.1.1. Método de flujos de caja descontados

El método de flujos de caja descontados (FCD) considera que el objetivo de las empresas es la generación de flujos futuros, los cuales estarían representando el valor de la empresa, pues el precio de las acciones está condicionado a los flujos de caja que genera la empresa para los accionistas en la totalidad de los periodos.

Se considera flujos de caja porque a los ingresos totales hay que descontarle las salidas necesarias para generar dichos flujos de caja.

Otro factor a considerar es que los flujos futuros son datos inciertos, por lo cual existe incertidumbre de cómo se deben determinar y cuál es el valor esperado, por esto el proceso de FCD es largo y no es un monto cierto, ya que depende de cuáles son los criterios para definir cuáles son los flujos descontados que generará la empresa, además de cuál es la tasa de descuento a utilizar para traer a valor presente dichos flujos.

En nuestro caso, al momento de evaluar Parque Arauco S.A., lo realizamos para determinar el valor de la empresa para los inversionistas y si la empresa es atractiva respecto al valor de mercado, por lo cual este método resulta útil para este fin, ya que es una buena aproximación del precio de la acción según sus inversiones, y la diferencia que puede existir entre el precio de mercado y este se puede deber a factores exógenos que los inversionistas consideren relevantes.

Ahora bien, el método de FCD consiste en la separación de los flujos de caja en dos periodos de tiempo, donde uno es explícito, en el cual se detalla cada uno de los flujos, asumiendo distintos supuestos, y suele considerar un periodo entre 5 a 10 años, y otro que es implícito, que asume un valor perpetuo desde el periodo  $n+1$  hasta el infinito, lo cual suele ser llamado “valor terminal” (Damodaran, 2002; Ohlson y Zhang, 1999).

Todos estos flujos son descontados por la tasa de descuento, lo que hace sensible a esta variable.

$$FCD = \sum_{i=1}^n \frac{FC_t}{(1+r)^n}$$

Donde:

n = la cantidad de períodos de vida del activo o instrumento

$FC_t$  = Flujos de caja en el periodo t

r = tasa de descuento que refleje el riesgo de la inversión

$$FCD = \sum_{i=1}^n \frac{FC_t}{(1+r)^n} + \frac{FC_{n+1} * (1+g)}{(r-g)(1+r)^n}$$

Donde:

g = es la tasa de perpetuidad.

En este método podemos considerar que los pasos son:

1. Recopilación de los datos históricos con los cuales se proyecta los flujos.
2. Determinar una tasa de descuento que refleje el riesgo de la inversión.
3. Calcular el valor residual en el año "n".
4. Realizar el descuento de los flujos de caja y del valor residual.
5. Sumar el descuento de los flujos y el valor residual determinará el valor de la empresa.
6. Dividir el valor de la empresa por el número de acciones suscritas en el periodo que estamos calculando.

Las variables importantes que se consideran para el cálculo de FCD son:

- Tasa de Descuento: El definir correctamente cual es la tasa de descuento permite hacer una buena asociación con el riesgo de la empresa, y por lo tanto el riesgo que están dispuestos a correr los inversionistas. La tasa más utilizada es el WACC, que es el Costo de Capital Promedio Ponderado según sus siglas en inglés, esta



variable es la interpretación de los costos relacionados entre la financiación de terceros (costo de la deuda  $K_b$ ) y propios de la empresa (tasa exigida de los accionistas; costo patrimonial  $K_p$ ).

La fórmula es:

$$WACC = K_e \frac{E}{(E + D)} + K_d(1 - t) \frac{D}{(E + D)}$$

Donde:

$K_e$  = costo del patrimonio el cual se calcula con  $K_e = R_f + [E[R_m] - R_f] * b$ , siendo  $R_f$  la tasa libre de riesgo,  $E[R_m]$  la rentabilidad esperada del mercado y  $b$  el riesgo de mercado de un activo.

$E$ = Monto de Fondos Propios o Patrimonio

$D$ = Monto de Deuda Financiera

$t$ = la tasa impositiva

$K_d$ =Costo de la deuda financiera

- Flujos de Caja: Los flujos de caja se determinan respecto a supuestos de proyección que tiene el investigador, y esto se alimenta con datos históricos, de factores externos e internos de la empresa y su desglose se realiza según la Figura 1.

Figura 9: Flujo de Caja libre de Maqueira, 2010

=	Utilidad(Perdida) del Ejercicio
+	Depreciacion
-	Inversion de reposicion
-	Ingresos Financieros despues de impuestos
+	Gastos Financieros despues de impuestos
+	Otros egresos fuera de la explotacion despues de impuestos
-	Otros ingresos fuera de la explotacion despues de impuestos
+	Amortizacion menor valor de inversiones
(+/-)	Diferencia de cambio
(+/-)	Correccion monetaria
-	Inversion en capital fisico
-	Aumentos(disminuciones) de capital de trabajo
<hr/>	
	FLUJO DE CAJA LIBRE

Fuente: *Elaboración propia.*

### 3.1.2. Método de múltiplos

Este método de valoración se llama múltiplos porque se pueden usar diferentes ratios que se alimentan de las cuentas de resultado y algunas de balance para poder calcular el valor de la empresa. Estos ratios necesitan ser comparados con las empresas que sean similares y se espera que sean varias para tener una muestra significativa de comparación (Maqueira, 2010).

Dentro de los supuestos que asume este método es que, el mercado es eficiente, o que tiene un grado de eficiencia semifuerte, el cual consiste en que el mercado cuenta con toda la información y por lo tanto el precio que se refleja en el mercado refleja los datos históricos, públicos y privados, lo que implica que el precio se ajustará rápidamente ante una variación y no permitirá exceso de beneficio para algunos inversionistas, ya que todos cuentan con los mismos datos. Además, asume que con análisis más simples se puede obtener el precio de la acción, esto se conoce como Análisis fundamental (Ross et al.,2012).

La diferencia entre este método y el método de FCD, es que este se basa en datos históricos sin proyección ya que asume que estos datos son relevantes para determinar el valor de la empresa comparándolo con el de la industria, mientras que el FCD asume múltiples supuestos para proyectar los flujos del futuro y con esto determinar el valor de la empresa.

Los pasos genéricos para poder hacer un correcto análisis de las acciones bajo el método de múltiplos consisten:

1. Conocer a la empresa, recopilando todos los datos disponibles históricos.
2. Obtener una selección de compañías comparables y recopilar los mismos datos históricos para el ratio.
3. Cálculo y selección de los múltiplos que sean más comparables entre las empresas seleccionadas.
4. Aplicar los resultados de los múltiplos a la empresa, así se asume la hipótesis de un ratio adecuado de comparación.
5. Determinar el valor o rango objetivo que debería tener el valor de la empresa respecto a los ratios seleccionados.

En este método también hay supuestos que se deben asumir para llegar al cálculo del valor de la empresa, entre esto está la selección de las empresas comparables y como se determina que son comparables y cuáles son los múltiplos más relevantes y por qué. Para la selección de las empresas comparables se toman en consideración tener el mismo: giro o sector de la industria, tamaño, que se transen en la bolsa de valores, ideal mismo país o países donde tienen sus negocios, tener la misma estructura o relación de endeudamiento, misma expectativa de crecimiento, entre otros. Siendo responsabilidad del analista establecer cuáles son más prioritarios.

Dentro de los ratios que más se utilizan, basados principalmente en cuentas de resultado, son (Maqueira, 2010):

- Precio acción/Valor Libro de la Acción (PV)
- Valor de Mercado/Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)
- Precio de la acción/Venta por Acción (PV)
- Value/Sales
- Otros múltiplos específicos de la industria, en este caso puede ser m<sup>2</sup> construidos, cantidad de locales arrendados, entre otros.

## 4. ESTRUCTURA DE CAPITAL

En la presente sección analizaremos la estructura de capital de Parque Arauco, analizando la estrategia y la política de financiamiento fijada por la compañía, así como también el comportamiento bursátil de su acción para el periodo analizado. Un aspecto importante a incluir en el análisis corresponde al giro de la empresa, la cual al tener proyectos de inversión de largo plazo se hace relevante la definición de una política de financiamiento que apoye esta estrategia, en la memoria de Parque Arauco del año 2018 se indicó que la compañía busca financiar sus proyectos con un 50% patrimonio y un 50% de deuda, además de establecer otros criterios que le permitan contar con una robusta estrategia de financiamiento y asegurar tener rentabilidad atractiva y sostenible, para esto también tratan de buscar financiamiento en moneda local, en su mayoría a tasa fija y que la duración promedio de la deuda sea inferior a la duración de los contratos de arriendos, asegurando de cubrir sus deudas con los flujos de los proyectos.

### 4.1. Deuda Financiera

La deuda financiera de Parque Arauco está compuesta por cuatro conceptos, en términos generales, estos son: Préstamos Bancarios, Bonos, Pasivos de Cobertura y Arrendamientos Financieros. Así, el comportamiento de la deuda financiera se presenta en la siguiente tabla:

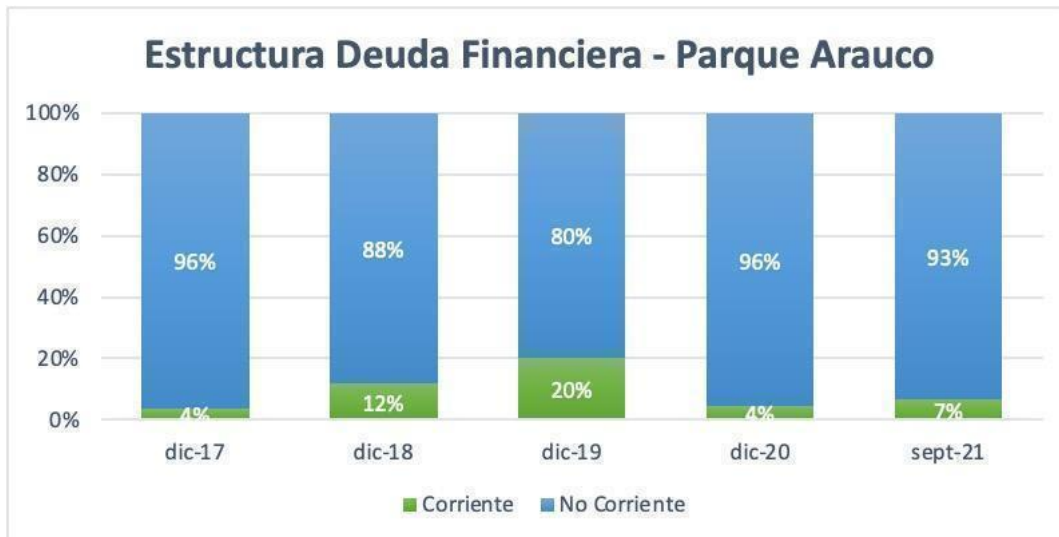
Tabla 10: Deuda Financiera Parque Arauco

Deuda Financiera en UF	Dic - 2017	Dic - 2018	Dic - 2019	Dic-2020	Sep-2021
<b>Total corriente</b>	<b>1.236.566</b>	<b>4.458.252</b>	<b>8.799.513</b>	<b>2.071.929</b>	<b>2.883.876</b>
<b>Otros Pasivos Financieros Corrientes</b>	<b>1.236.566</b>	<b>4.458.252</b>	<b>8.762.631</b>	<b>2.007.204</b>	<b>2.818.567</b>
Préstamos Bancarios	917.923	3.605.252	5.509.546	887.457	1.847.976
Bonos	239.148	778.644	3.190.903	1.119.747	970.591
Arrendamiento Financiero	79.494	74.356	62.182	-	-
<b>Pasivos por Arrendamientos Corrientes</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>36.882</b>	<b>64.725</b>	<b>65.309</b>
<b>Total no corriente</b>	<b>29.551.736</b>	<b>32.545.159</b>	<b>34.510.630</b>	<b>45.639.377</b>	<b>40.936.925</b>
<b>Otros pasivos financieros no corrientes</b>	<b>29.551.736</b>	<b>32.545.159</b>	<b>32.775.341</b>	<b>43.116.116</b>	<b>38.308.567</b>
Préstamos Bancarios	10.142.862	7.739.215	10.464.161	15.972.449	12.165.541
Bonos	18.198.374	23.644.278	21.130.743	27.143.667	26.143.026
Arrendamiento financiero	1.210.500	1.161.665	1.180.437	-	-
<b>Pasivos por arrendamientos no corrientes</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1.735.289</b>	<b>2.523.261</b>	<b>2.628.358</b>
<b>Total</b>	<b>30.788.302</b>	<b>37.003.411</b>	<b>43.310.144</b>	<b>47.711.306</b>	<b>43.820.800</b>

Fuente: Estados Financieros Consolidados 2017-2021

De la tabla anterior, observamos que la deuda financiera es mayoritariamente de largo plazo (no corriente), lo que resulta razonable dado el giro de la compañía, el tipo de activos que cuenta la compañía (Propiedades de Inversión) y la estrategia definida por la empresa (mantener una rentabilidad y crecimiento sostenible), esto con el fin de que las inversiones no representen un riesgo para la rentabilidad de la compañía, por lo cual la mayoría de las inversiones al ser de largo plazo el mecanismo de financiación es de largo plazo, para mantener ratios razonables, tal como se indica en la gráfica siguiente.

Figura 10: Estructura deuda financiera Parque Arauco

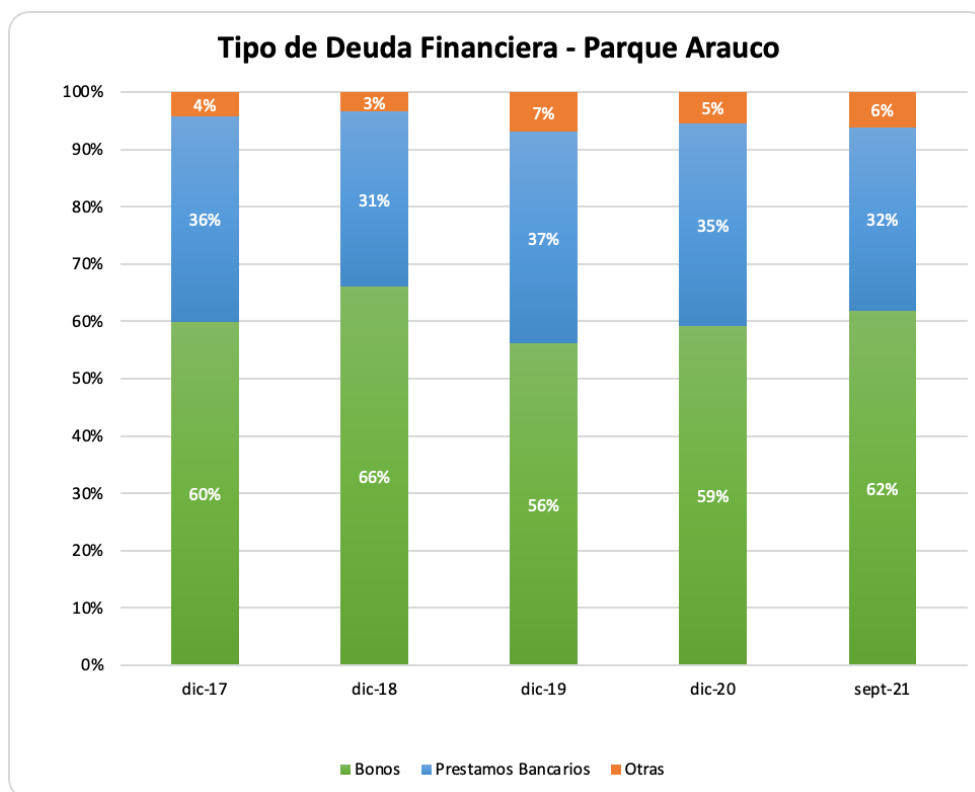


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la Tabla 10.

El año 2020 y con motivo de la crisis del coronavirus, la compañía realizó un proceso de refinanciamiento y reprogramación de sus obligaciones financieras, con el fin de aumentar sus niveles de liquidez. Esto se ve reflejado en la disminución de la deuda corriente y un incremento de la porción no corriente, como mecanismo de reordenamiento de la deuda.

Otro aspecto a relevar, corresponde a la preponderancia de los bonos en la estructura de la deuda financiera, esto ya que, del periodo analizado, es la principal fuente de financiamiento, concentrando el 60% promedio, dentro de la políticas definidas la empresa ha mencionado que al tener una estrategia y objetivos orientados en la medición estratégica de proyectos de inversión, el mecanismo de financiamiento está fuertemente relacionado a esta estrategia, siendo la emisión de bonos la que mejor se adapta a la estructura de resultados (Memorias Parque Arauco, 2021).

Figura 11: Tipo de deuda financiera Parque Arauco



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la Tabla 10.

En esta línea, Parque Arauco al 30 de septiembre de 2021, ha emitido bonos tanto en Chile como en Perú. En el caso chileno, la compañía mantiene vigente un total de 8 bonos emitidos (Series K, X, O, P, R, T, V, AA) siendo el bono inscripción N°1.024 de la serie AAA el último instrumento colocado, el 18 de junio de 2020 por 5.000.000 UF y cuya duración es a 10 años. Además, a continuación, se presenta el bono de mayor vencimiento de la compañía.

Tabla 11: Características Bono Serie O, Parque Arauco

Bono Serie O	
N° Inscripción	804
Valor Nominal	UF 4.000.000
Clasificación de Riesgo	Feller AA- ICR AA- Fitch AA-
Uso de fondos	Los fondos provenientes de la colocación serán destinados en un 67% al refinanciamiento de pasivos de corto y/o largo plazo del Emisor y/o sus Filiales, y en un 33% al financiamiento de las inversiones del Emisor y/o sus Filiales.
Nemotécnico	BPARC-O
Plazo	25 años 15 de gracia
Duration	14,8 años
Tasa de Carátula	3,30%
Pagos	Semestrales
Mecanismo Rescate Anticipado	Make Whole Par / Tasa de Referencia + Spread de Prepago
Spread de Prepago	0,80%
Fecha Inicio devengo de intereses	1 de marzo de 2015
Fecha Rescate Anticipado	1 de marzo de 2018
Amortizaciones	A partir del 1 de septiembre de 2030
Fecha de vencimiento	1 de marzo de 2040
Resguardos Financieros	Deuda Financiera Neta / Patrimonio $\leq$ 1,5
Otros Resguardos	Cross Default, Cross Acceleration, Cross Quiebra y Negative Pledge
Opción de prepago a la par a favor del inversionista en caso de incumplimiento de cualquiera de los siguientes eventos	ABL > 400.000 (metros 2) Disposición de Activos Relevantes (activos cuyos ingresos totales individuales representen más del 25% de los ingresos totales consolidados del emisor)

Fuente: Prospecto de Emisión de Bonos Línea 30 años 2015. Parque Arauco

## 4.2. Patrimonio Económico

Podemos determinar el patrimonio económico de Parque Arauco a partir de dos antecedentes: i) el número de acciones y ii) el precio de la acción al cierre de cada periodo. En el caso del número de acciones, se utilizó la información publicada en los Estados Financieros de la compañía y para el precio de la acción, la fuente corresponde al portal de Investing.



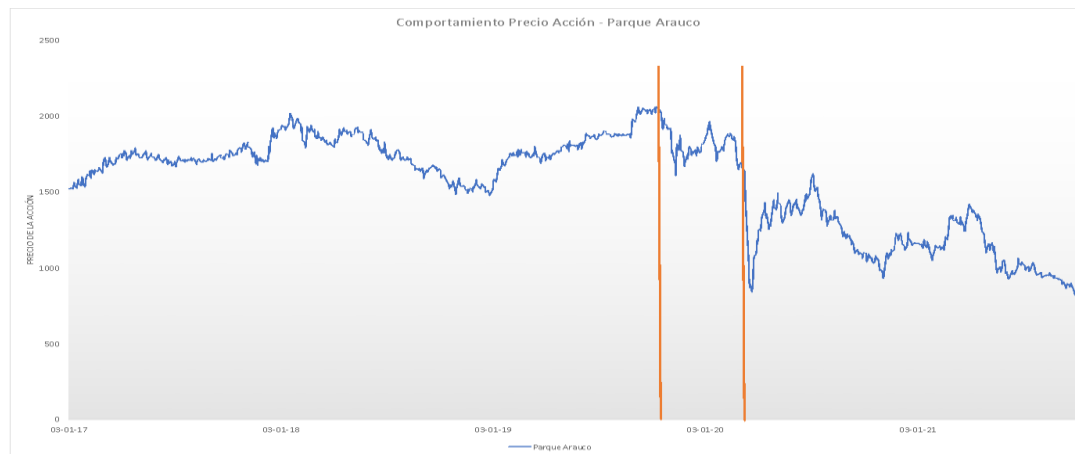
Tabla 12: Patrimonio Económico Parque Arauco

Patrimonio Económico	Dic – 2017	Dic-2018	Dic-2019	Dic-2020	Sept-2021
Número de acciones (Miles)	897.747	902.157	905.716	905.716	905.716
Precio de la acción	\$1.906,80	\$1.487,02	\$1.818,55	\$1.163,00	\$826,5
Patrimonio Económico (Miles \$)	1.711.823.532	1.341.525.823	1.647.089.617	1.053.347.571	748.574.176
Patrimonio Económico (Miles UF)	63.878	48.666	58.181	36.234	24.879

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Parque Arauco y la información de Investing.com.

En el caso del precio de la acción y para analizar su comportamiento, es necesario identificar tres momentos claves: i) etapa previa al estallido social, ii) etapa post estallido social y iii) etapa pandemia Covid-19. Esto, debido a que tanto el estallido social como la pandemia tuvieron un impacto en el rubro en el que participa Parque Arauco como consecuencia del cierre de tiendas en cada época.

Figura 12: Comportamiento precio de la acción Parque Arauco



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Investing.com

Así, en la etapa previa al estallido social, se observa una tendencia en general al alza, impulsado por un crecimiento de las inversiones, ya que, durante el año 2017, la compañía supera 1.000.000 m2 cuadrados de superficie arrendable e iniciaron una nueva fase de desarrollo, de expansión de Parque Arauco Kennedy (Memoria Parque Arauco, 2021).

En la etapa de estallido social, la acción se vio afectada por el cierre de tiendas producto de las manifestaciones que se realizaron a lo largo del país. Finalmente, en lo que respecta a la época de pandemia, las restricciones sanitarias y de desplazamiento afectaron la apertura de tiendas comerciales, lo que castigó el precio de la acción, esto lo mencionamos con el estado actual de la industria, y como esta ha tenido que adaptarse a las nuevas necesidades y competidores de la industria (Ecommerce y Deliverys).

### 4.3. Valor Económico

El valor económico de Parque Arauco lo determinaremos utilizando la deuda financiera, señalada en el punto 3.1, y el precio económico del patrimonio de la compañía, determinado en la sección 4.2. Así, en el caso de Parque Arauco sus valores son lo siguiente:

*Tabla 13: Valor económico Parque Arauco*

En Miles UF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Sept-21
Valor deuda financiera (B)	30.788	37.003	43.310	47.711	43.821
Patrimonio económico (P)	63.878	48.666	58.181	36.234	24.879
Valor Económico (V)	94.667	85.670	101.491	83.946	68.700

*Fuente: elaboración propia.*

Observamos que el valor económico se ha visto afectado por el crecimiento de la deuda financiera a contar del año 2020, como parte del proceso de reestructuración de ella, y también por la disminución del precio de la acción a contar del año 2020, influenciado por factores exógenos del mercado (la crisis del coronavirus y del estallido social).

#### 4.4. Estructura de capital histórica y objetivo

Parque Arauco señala en su Memoria del año 2020 que su política de financiamiento se basa en la mantención de una estructura de capital óptima, que minimiza el costo de fondos actuales y futuros y que le permita mantener la solidez financiera de ella. En este sentido, identificamos, a partir de la tabla 14, que la estructura de capital promedio del periodo analizado corresponde a un 47,80% de deuda y un 52,20% de patrimonio, sin embargo, si nos enfocamos en el periodo 2019-2021, la situación se revierte y la deuda adquiere mayor preponderancia, con un 54,43%. Esto último se relaciona con la reorganización de la deuda de Parque Arauco, a contar del año 2020 y también con la baja en el precio de la acción.

Tabla 14: Estructura de capital histórica de Parque Arauco

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	sept-21	E.C. Histórica promedio 2017-Sep-2021	E.C. Histórica promedio 2019-Sep-2021	E.C. Objetivo (promedio 2017-2019)
B/V	32,52%	43,19%	42,67%	56,84%	63,79%	47,80%	54,43%	39,46%
P/V	67,48%	56,81%	57,33%	43,16%	36,21%	52,20%	45,57%	60,54%
B/P	48,20%	76,03%	74,44%	131,67%	176,13%	101,30%	127,42%	66,22%

Fuente: Elaboración propia

Para la determinación de la estructura de capital objetivo de Parque Arauco, consideramos apropiado señalar que tanto el estallido social como la pandemia por coronavirus (2019-2021) influyeron en la adopción de medidas que le permitieran a la compañía contar con una holgura financiera y mayor liquidez para afrontar una época en la que las tiendas se encontraban cerradas y por ende afectando sus ingresos. Así, este momento del tiempo resultaría más bien atípico y contingente a la situación del país, por lo que estimamos que a futuro la proporción de deuda financiera debiese comenzar a disminuir y llegar a niveles similares a los años 2017-2019, por lo que resultaría razonable utilizar dicho periodo como estructura de capital objetivo, siendo consistente con los ratios e indicadores que la compañía ha presentado (Memoria, 2021 y Reporte Financiero, 2022).

## 5. ESTIMACIÓN COSTO DE CAPITAL

Ahora se procederá a determinar el costo de capital para Parque Arauco, para esto utilizaremos datos del mercado local considerando el periodo desde el 01 de octubre del 2019 hasta el 30 de septiembre del 2021, además de los datos más recientes de emisión de bonos que haya realizado la empresa que cumplan con reflejar lo más exacto el costo de la deuda, así como otros antecedentes.

### 5.1. Costo de la deuda

En la determinación del costo de deuda utilizaremos el bono que presenta el mayor vencimiento y que corresponde al Bono Serie O, que tiene un plazo de 25 años con 15 años de gracia y el duration de 14,8 años. Este bono fue emitido el 09 de abril del 2015 por un monto de 4.000.000 UF, esta información se presenta en la Tabla 11 en el ítem de Deuda Financiera. Ahora bien, al 30 de septiembre de 2021 la yield de dicho bono corresponde al 3,69%, según lo observado en plataforma Eikon Refinitiv, por lo tanto, utilizaremos esta tasa como costo de la deuda.

$$k_b = 3,69\%$$

Es útil indicar que tal como se señaló, este bono corresponde al de mayor duración y con relación a su valor nominal, representa el 18% del total de emisiones vigentes al 30 de septiembre de 2021.

### 5.2. Beta de la deuda

Para determinar el valor del beta de la deuda utilizaremos el método Capital Asset Pricing Model (CAPM):

$$k_b = r_f + PRM * \beta_b \quad o \quad k_b = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_b$$

Donde:  $k_b$  es el costo de la deuda de Parque Arauco,  $r_f$  es la tasa libre de riesgo,  $\beta_b$  es el beta de la deuda y  $PRM$  es el premio por riesgo de mercado para Chile.

En el caso de nuestra valorización, como costo de la deuda ( $k_b$ ) de Parque Arauco, utilizaremos el costo determinado en la sección 4.1 y que corresponde a la tasa 3,69% (tasa de emisión del Bono Serie O). Sobre la tasa libre de riesgo ( $r_f$ ), emplearemos el promedio de 18 meses de la tasa del Bono BCU UF a 20 años y que corresponde a 1,03%. Corresponde indicar que se genera un descalce entre el Bono de Parque Arauco (Serie O) y el Bono BCU utilizado como renta fija, debido a las distintas duraciones entre cada uno.

Finalmente, para el premio por riesgo de mercado para Chile se utilizará el dato calculado por Damodaran, a enero de 2021, de 5,4%

$$\begin{aligned} 3,69\% &= 1,03\% + 5,4\% * \beta_b \\ \beta_b &= (3,69\% - 1,03\%) / 5,4\% \\ \beta_b &= 0,49 \end{aligned}$$

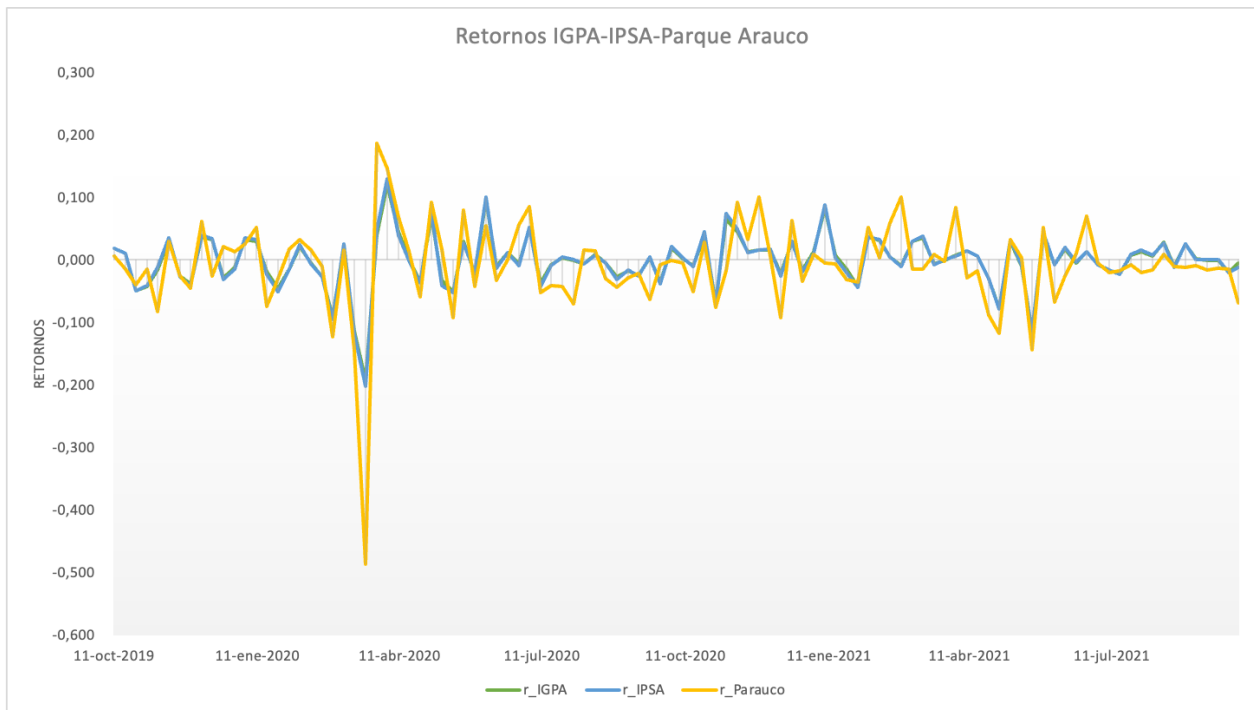
Por lo tanto, el beta de la deuda de Parque Arauco sería 0,49%, de lo cual podríamos inferir que la estructura financiera, la estrategia y otros factores de la empresa hacen que los prestamistas o bonistas tengan incentivos a entregar los flujos a un menor costo que el mercado local.

### 5.3. Estimación del beta patrimonial

Respecto a la estimación del beta patrimonial, utilizaremos los retornos semanales de Parque Arauco y el IGPA entre el periodo comprendido del 1 de octubre de 2019 al 30 de septiembre de 2021. Los precios de ambos instrumentos fueron obtenidos desde la plataforma Eikon Refinitiv y

posteriormente se calcularon los retornos de ambas series utilizando logaritmo natural. Los retornos semanales corresponden a los retornos obtenidos el último día hábil de la semana.

Figura 13: Retornos IGPA, IPSA y Parque Arauco



Fuente: Elaboración propia

En el gráfico podemos observar que el comportamiento de los retornos de Parque Arauco siguen la misma tendencia que los obtenidos por el IGPA e IPSA, lo que nos hace inferir que estas acciones son cíclicas al comportamiento del mercado local, además observamos que Parque Arauco presentan retornos más extremos que en índice, esto se puede deber a que al ser un índice es una composición de varias acciones, lo que hace diversificar el riesgo y, por lo tanto, presentan menor variación y el giro de la empresa depende fuertemente de las tendencias de consumo que tiene el mercado, lo que hace fluctuar más los posibles retornos que puede tener la empresa.

Respecto al cálculo del beta y a partir de la serie de retornos de la acción y del índice IGPA, lo estimaremos mediante el modelo de mercado:

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

Donde:  $R_{t,i}$  corresponde al retorno diario de Parque Arauco,  $\alpha$  corresponde al intercepto de la regresión,  $R_{t,m}$  corresponde al retorno diario del Índice IGPA,  $\varepsilon_{t,i}$  es el término de error y  $\beta$  corresponde al beta de las acciones de Parque Arauco (coeficiente de sensibilidad de Parque Arauco con respecto al mercado).

Con los antecedentes recién indicados, realizamos la regresión en el programa Excel y a continuación se presenta un cuadro resumen con el valor del beta obtenido.

Tabla 15: Resumen resultados regresión con retornos IGPA

Datos	Septiembre 2021
Beta de la acción	1,3807
P-value	0,0000
N° Observaciones	104
R2	60,47%
Presencia Bursátil	100%

Fuente: Elaboración propia

Además, la Tabla 16 presenta el intercepto y beta determinados.

Tabla 16: Resultados intercepto y beta de la regresión

	Coeficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0,0068	0,0045	-1,4977	0,1373	-0,0158	0,0022	-0,0158	0,0022
r_IGPA	1,3841	0,1101	12,5668	0,0000	1,1657	1,6026	1,1657	1,6026

Fuente: Elaboración propia a partir del resultado de la regresión

A partir de estos datos, podemos señalar que el intercepto o constante no es significativa, por lo que nos habla que no podemos asegurar que existan retornos en exceso entre Parque Arauco y el IGPA, lo que podría inferir de la opción de tener un mercado eficiente. Mientras que

si hay una relación directa y lineal con un 1% de significancia. Por lo tanto, al tener una variación de IPSA en 1 tendremos un retorno de un 1,38. Lo que habla nuevamente de que los retornos de Parque Arauco son fuertemente cíclicos al mercado, adicionalmente en presencia bursátil es de un 100% esto habla que las acciones son líquidas o que se transan en todas las semanas.

En resumen, a partir de los datos obtenidos, el beta para Parque Arauco, en el marco del proceso de valoración, es de 1,3807.

De forma complementaria, determinamos un beta para Parque Arauco utilizando los retornos del índice IPSA, para el mismo periodo de tiempo. Así, los resultados del proceso de regresión son los siguientes:

*Tabla 17: Resumen resultados de la regresión con retornos IPSA*

Datos	Septiembre 2021
Beta de la acción	1,3009
P-value	0,0000
N° Observaciones	104
R2	59,80%
Presencia Bursátil	100%

*Fuente: Elaboración propia*

Así, observamos que utilizando los retornos del IPSA el beta de la acción es bastante similar al determinado anteriormente, no obstante, el r2 es superior en el modelo anterior. Finalmente, para el proceso de valorización utilizaremos el beta determinado utilizando el índice IGPA, debido a que este índice contiene la totalidad de acciones que se transan en el mercado en desmedro del IPSA que contiene menos acciones y en el cual Parque Arauco tiene un mayor peso relativo.

#### 5.4. Beta patrimonial sin deuda



Ahora bien, para determinar el Beta Patrimonial sin deuda se debe usar el beta patrimonial calculado en el punto anterior y aplicar la fórmula propuesta por Rubinstein (1973).

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \left[ 1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$

Donde:  $\beta_p^{c/d}$  es el beta patrimonial con deuda el cual es el valor obtenido en el punto anterior el cual da 1,38, el  $\beta_p^{s/d}$  es el beta patrimonial sin deuda, siendo este el valor buscado,  $t_c$  es la tasa de impuesto y utilizaremos la tasa de impuestos corporativos de Chile, que asciende a 27%. Por otro lado, el  $\frac{B}{P}$  es la estructura de capital promedio histórica, que corresponde a 127,42% considerando el periodo 1 de octubre de 2019 al 30 de septiembre de 2021, mientras que  $\beta_d$  es el beta de la deuda correspondiente al valor de 0,49%.

$$\begin{aligned} 1,3807 &= \beta_p^{s/d} [1 + (1 - 0,27) \cdot 1,2742] - 0,49 \cdot (1 - 0,27) \cdot 1,2742 \\ 1,3807 &= \beta_p^{s/d} * (1,9301) - 0,4587 \\ \beta_p^{s/d} &= 0,9530 \end{aligned}$$

Por lo tanto, el valor del beta del patrimonio sin deuda  $\beta_p^{s/d}$  es 0,9530.

## 5.5. Beta patrimonial con estructura de capital

Ahora, para determinar el beta patrimonial con deuda respecto a la estructura de capital objetivo utilizamos la fórmula propuesta por Rubinstein (1973) con los mismos datos del punto anterior solo cambiando la relación  $\frac{B^*}{P}$

$$\beta_p^{*c/d} = \beta_p^{s/d} \left[ 1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B^*}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B^*}{P}$$

Para definir la estructura de capital objetivo usamos los datos obtenidos en la tabla 14, por lo tanto  $\frac{B^*}{P}$  es 66,22%

$$\begin{aligned}\beta_p^{*c/d} &= 0,9530 \cdot [1 + (1 - 0,27) \cdot 0,6622] - 0,49 \cdot (1 - 0,27) \cdot 0,6622 \\ \beta_p^{*c/d} &= 0,9530 \cdot [1,4834] - 0,2384 \\ \beta_p^{*c/d} &= 2,0481 - 0,2384 \\ \beta_p^{*c/d} &= 1,1753\end{aligned}$$

Por lo tanto, como resultado obtenemos que  $\beta_p^{*c/d}$  es 1,1753, siendo menor al beta patrimonial con deuda, ya que tiene una estructura menos apalancada.

## 5.6. Costo Patrimonial

Sobre el Costo de Patrimonio, utilizaremos el método de CAPM y los datos obtenidos en los puntos anteriores, de la siguiente manera:

$$\begin{aligned}k_p &= r_f + PRM \cdot \beta_p^{*c/d} \quad o \quad k_p = r_f + [E(R_m) - r_f] \cdot \beta_p^{*c/d} \\ k_p &= 1,03\% + 5,4\% \cdot 1,1753 \\ k_p &= 7,3733\%\end{aligned}$$

## 5.7. Costo de capital

Respecto al Costo del capital, para determinar su valor es necesario aplicar el Costo de Capital Promedio Ponderado o WACC para Parque Arauco.

$$k_0 = k_p \cdot \frac{P}{V} + k_b(1 - t_c) \cdot \frac{B}{V}$$

La fórmula necesita determinar las siguientes variables que se obtienen con la estructura objetiva obtenida en los puntos anteriores, principalmente en la Tabla 14. El  $\frac{P}{V}$  es 60,54% y  $\frac{B}{V}$  es 39,46%, la tasa de impuesto será de 27%, tasa vigente en Chile y los otros datos en la ecuación son los obtenidos en los puntos anteriores.

$$k_0 = 7,3733\% \cdot 60,54\% + 3,69\% \cdot (1 - 0,27) \cdot 39,46\%$$
$$k_0 = 5,5266\%$$

Así, el Costo de Capital Promedio Ponderado determinado para Parque Arauco es de 5,5266% y que utilizaremos para el proceso de valorización a través del método de flujos de caja descontados (FCD).

## 6. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

### 6.1. Análisis crecimiento de la empresa

Continuando con el proceso de valoración de Parque Arauco y habiéndonos referido en términos generales tanto a la compañía como su industria, es necesario realizar un análisis más acabado sobre su negocio, enfocándonos en la generación de ingresos, costos y cómo se componen sus activos. Esto nos permitirá entender el negocio y así poder realizar una proyección para continuar con este proceso de valorización.

Para analizar y determinar el crecimiento de la empresa, debemos observar los ingresos históricos de la compañía y así, estudiar las tendencias de crecimiento.

Tal como se ha mencionado, la empresa tiene presencia en Perú, Chile y Colombia, y sus ingresos se dividen en dos tipos: i) Ingresos por arriendos, los cuales corresponden a los arriendos de locales comerciales y que a su vez contemplan una porción fija y otra variable; y ii) Otros Ingresos que corresponden a la facturación de servicios básicos y otros, según se desprende de la Nota 24 de los Estados Financieros Consolidados de Parque Arauco al 31 de diciembre de 2020. En términos de representación, los ingresos por arriendo concentran en promedio el 84,37% del total de ingresos (siendo el 84,18% arriendos fijos y el 15,82% variables) y el 15,63% corresponde a otros ingresos.

Tabla 18: Ingresos de Parque Arauco

Ingresos en UF	2017	2018	2019	2020	Sep-2020	Sep-2021
Ingresos por arriendos	5.775.010	5.895.112	6.154.533	3.627.773	2.350.013	3.101.376
Ingresos por arriendos Fijos	4.966.509	5.128.747	5.459.070	2.884.079	1.978.711	2.471.797
Ingresos por arriendos Variables	808.501	766.365	695.462	743.693	371.302	629.579
Otros Ingresos	1.024.531	983.642	1.108.385	701.450	519.994	539.429
<b>Ingresos Ordinarios Totales</b>	<b>6.799.542</b>	<b>6.878.754</b>	<b>7.262.918</b>	<b>4.329.223</b>	<b>2.870.008</b>	<b>3.640.805</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Parque Arauco

Al analizar la tabla 18 observamos que, en primer lugar, Parque Arauco presenta una tendencia al alza en sus ingresos entre el período 2017-2019, con un crecimiento promedio de 6%, y un periodo de disminución de sus ingresos a contar del 2020. Esto último resulta razonable si consideramos que el negocio de la compañía se vio fuertemente afectado por la pandemia y las restricciones de desplazamiento, lo que impulsó el cierre temporal de ciertas tiendas, disminuyendo el porcentaje de ABL abierto al público.

Esta tendencia la ratificamos en la tabla 19, de la cual es posible identificar que el crecimiento de los ingresos en el período 2017-2019 fue de un 6%, con una disminución relevante en el año 2020, efecto pandemia de coronavirus, y en septiembre de 2021 se observa una variación de un 27% en relación con septiembre de 2020, lo que da cuenta de una etapa de recuperación y mayor crecimiento, principalmente impulsado por la disminución de medidas restrictivas y también por el mayor consumo, en el mercado local, a raíz del retiro del 10% de las AFP.

Como se mencionó anteriormente los ingresos de la empresa son principalmente los arriendos de los locales, los cuales han sido afectados por la pandemia y los estallidos sociales, esto ha generado un menor resultado y afectó la cantidad y monto a los cuales se fijan los contratos (Comunicados de Parque Arauco realizados el marzo del 2020 a CMF). Los cuales mencionan cuales son las medidas y condiciones para asegurar los resultados y la operatividad del negocio dada la contingencia mundial. Ahora la empresa también menciona en los Hechos Esenciales y en el Investor Presentation que estas flexibilidades de los pagos de los arriendos solo deberían afectar hasta el periodo 2021.

Tabla 19: Variación de ingresos Parque Arauco

Variación en %	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos por arriendos Totales	12%	2%	4%	-41%	32%
Ingresos por arriendos Fijos	14%	3%	6%	-47%	25%
Ingresos por arriendos Variables	5%	-5%	-9%	7%	70%
Otros Ingresos	9%	-4%	13%	-37%	4%
<b>Ingresos Ordinarios Totales</b>	<b>12%</b>	<b>1%</b>	<b>6%</b>	<b>-40%</b>	<b>27%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Parque Arauco

Tabla 20: Ingresos ordinarios por país

Ingresos Ordinarios UF	2017	2018	2019	2020	Sep-2020	Sep-2021
Chile	4.016.334	4.073.507	4.185.688	2.413.981	1.550.658	2.108.624
Variación Anual % Chile	6,36%	1,42%	2,75%	-42,33%		35,98%
Perú	1.922.139	1.839.915	2.040.542	1.231.531	882.739	946.625
Variación Anual % Perú	2,25%	-4,28%	10,90%	-39,65%		7,24%
Colombia	861.069	965.332	1.036.688	683.711	436.611	585.556
Variación Anual % Colombia	104,27%	12,11%	7,39%	-34,05%		34,11%
Total	6.799.542	6.878.754	7.262.918	4.329.223	2.870.008	3.640.805

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Parque Arauco

A nivel país, Chile concentra los ingresos totales de Parque Arauco en un 57,96% promedio, seguido por Perú (27,42%) y Colombia (14,62%). Además, la Tabla 20 nos demuestra que el aporte de Colombia presenta una tendencia al alza, debido a que es un mercado relativamente nuevo para Parque Arauco y en proceso de expansión. En el caso de Chile, es un mercado maduro por lo que es de esperar un comportamiento similar durante el periodo estudiado.

Ahora bien, a partir de la información disponible en las memorias, es posible concluir que los ingresos de Parque Arauco se relacionan de manera directa con el área bruta locataria (ABL) que tal como se explicó de forma previa, corresponde a la superficie disponible para arrendar, por lo que en la medida que un país o tienda, cuente con un mayor nivel de ABL mayores serán sus ingresos.

Tabla 21: Área Bruta Locataria (ABL) y porcentaje de ocupación de Parque Arauco

Datos por País		2017	2018	2019	2020	Sep-2021
Chile	ABL	454.500 m2	500.500 m2	515.000 m2	512.000 m2	508.500 m2
	Ocupación	97,20%	96,40%	96,10%	95,00%	94,80%

Perú	ABL	402.000 m2	397.000 m2	405.500 m2	405.500 m2	406.500 m2
	Ocupación	91,90%	94,00%	95,60%	87,00%	86,40%
Colombia	ABL	155.500 m2	155.500 m2	155.000 m2	154.000 m2	154.500 m2
	Ocupación	88%	91%	93%	93%	90,10%

Fuente: Elaboración propia a partir de las Memorias Anuales y Reporte Trimestral.

De esta forma, a partir de los datos presentados en las tablas anteriores, identificamos una relación directa entre el área bruta locataria (ABL) e ingresos, ya que a mayor superficie se registran mayores. En la tabla 22 se presentan las tiendas que tienen mayores metros, y que se encuentra acorde a la estrategia de la empresa de focalizar sus inversiones en la rentabilidad de los proyectos.

Tabla 22: Superficie arrendable de Parque Arauco

ABL/GLA Totales	
Parque Arauco Kennedy	108.000
Arauco Maipú	69.000
Arauco Estación	67.500
Arauco Premium Outlet	51.000
<b>Total Chile</b>	<b>508.500</b>
MegaPlaza Norte	112.500
<b>Total Perú</b>	<b>406.500</b>
Parque La Colina	61.500
<b>Total Colombia</b>	<b>154.500</b>
<b>Total Absoluto</b>	<b>1.069.500</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de las Memorias de Parque Arauco.

La tendencia en materia de ingresos de Parque Arauco es recuperar el crecimiento que realizó hasta el 2019, según indican en su Investor Presentation (Parque Arauco, 2021), y que sugiere que esto se lograría a contar del segundo semestre 2022. Podemos ligar esta expectativa con una eventual normalización de la situación de pandemia y la ausencia de restricciones mayores que impacten en el ABL abierta al público. Por lo tanto, podríamos esperar un crecimiento de los ingresos en torno al 4% y 7% a nivel total.

## 6.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Junto con analizar los ingresos de Parque Arauco, es importante tener claridad acerca de los costos y gastos operacionales de la compañía, su comportamiento histórico y tendencias. En esta línea, es útil recordar que el negocio corresponde a la explotación de activos inmobiliarios a través del arriendo de oficinas comerciales (tiendas).

Así, identificamos las siguientes partidas:

- Costo de Ventas: Contribuciones de bienes raíces, remuneraciones, mantenciones de infraestructura, entre otros.
- Gastos de Administración y Ventas: Depreciaciones, amortizaciones, provisión deudores incobrables, entre otros.

Todos estos costos y gastos componen los Costos de Venta y Gastos de Administración de Venta.

Tabla 23: Costo de Ventas por País y variación anual

Costo de Venta UF	2017	2018	2019	2020	Sep-2020	Sep-2021
Chile	-839.995	-808.912	-791.475	-566.665	-435.022	-518.563
Variación Anual % Chile	6,50%	-3,70%	-2,16%	-28,40%		19,20%
Perú	-444.146	-423.768	-420.471	-362.460	-263.798	-231.929
Variación Anual % Perú	-7,63%	-4,59%	-0,78%	-13,80%		-12,08%
Colombia	-184.122	-197.949	-199.668	-161.248	-115.656	-135.215
Variación Anual % Colombia	14,62%	7,51%	0,87%	-19,24%		16,91%
<b>Total Costo de Ventas</b>	<b>-1.468.263</b>	<b>-1.430.629</b>	<b>-1.411.614</b>	<b>-1.090.373</b>	<b>-814.475</b>	<b>-885.707</b>
Variación Anual % Total	2,66%	-2,56%	-1,33%	-22,76%		8,75%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Parque Arauco

El costo de ventas se materializa principalmente en Chile, quien concentra en promedio el 55,6% y que resulta razonable, considerando que aquí se concentran la mayor cantidad de tiendas y ABL. Durante el período 2017-2019, los costos totales han presentado una disminución y si consideramos que los ingresos fueron al alza, podemos concluir que existe una mejora en la

gestión de costos por parte de Parque Arauco. En lo que respecta a 2020-2021, los costos son mayores y se podría relacionar con la mayor apertura comercial producto de la pandemia.

En términos de Gastos de Administración y ventas, el comportamiento a nivel total es oscilante, ya que no es posible identificar una tendencia clara en el periodo analizado y según se indica en la Tabla 24. También se identifica que el mayor gasto se concentra en Chile.

Tabla 24: Gastos de Administración y Venta de Parque Arauco por país

Gastos de Administración UF	2017	2018	2019	2020	Sep-2020	Sep-2021
Chile	-332.366	-307.713	-389.119	-732.216	-515.304	-320.270
Variación Anual % Chile	13,38%	-7,42%	26,46%	-88,17%		-37,85%
Perú	-209.226	-161.888	-180.203	-327.731	-315.359	-131.642
Variación Anual % Perú	-11,72%	-22,63%	11,31%	81,87%		-58,26%
Colombia	-76.063	-103.857	-131.741	-103.584	-81.677	-34.940
Variación Anual % Colombia	27,53%	36,54%	26,85%	-21,37%		-57,22%
<b>Total Gastos Adm. Y Ventas</b>	<b>-617.655</b>	<b>-573.458</b>	<b>-701.063</b>	<b>-1.163.531</b>	<b>-912.340</b>	<b>-486.852</b>
Variación Anual % Total	4,72%	-7,16%	22,25%	65,97%		-46,64%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Parque Arauco

Habiendo analizado los costos de ventas y gastos de administración y ventas a nivel de país, nos corresponde analizar estas partidas a nivel consolidado y en relación con los ingresos, esto nos permitirá identificar tendencias y poder proyectar el Estado de Resultados de Parque Arauco para continuar con el proceso de valoración.

Tabla 25: Costo de Venta y Gastos de Administración y Ventas en relación a Ingresos

Representación	2017	2018	2019	2020	Sep-2020	Sep-2021
Ingresos Ordinarios	6.799.542	6.878.754	7.262.918	4.329.223	2.870.008	3.640.805
Costo Venta	-1.468.263	-1.430.629	-1.411.614	-1.090.373	-814.475	-885.707
C. Vta. en relación Ingresos	-22%	-21%	-19%	-25%	-28%	-24%
Gastos Adm y Vta.	-617.655	-573.458	-701.063	-1.163.531	-912.340	-486.852
GAV en relación ingresos	-9%	-8%	-10%	-27%	-32%	-13%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Parque Arauco

De la tabla 25, observamos que el costo de venta ha oscilado entre el 19% y 28%, siendo el promedio del periodo analizado un 23%. A su vez, los GAV oscilan entre un 9% y 32%, siendo el promedio de un 16%. Se observa que el año 2020 los GAV superan a los costos de ventas y esto lo analizaremos en mayor detalle a continuación.



Tabla 26: Costo de Venta y Gastos Operacionales de Parque Arauco

En UF	2017	2018	2019	2020	sept-20	sept-21
Depreciación	27.162	35.643	67.611	44.410	33.928	31.603
Variación % Dep.	26,65%	31,22%	89,69%	-34,32%		-6,85%
Amortización	118.731	85.652	100.477	136.543	104.823	83.758
Variación % Amor.	3,60%	-27,86%	17,31%	35,89%		-20,10%
Remuneración	820.571	834.034	862.118	746.638	559.212	626.018
Variación % Rem	10,52%	1,64%	3,37%	-13,39%		11,95%
Prov Deud Incobrables	41.069	44.727	59.941	490.739	424.496	23.994
Variación % Prov. D. I.	70,97%	8,91%	34,02%	718,70%		-94,35%
Otros *	1.078.385	1.004.051	1.022.531	835.576	604.356	607.185
Variación % Otros	-3,50%	-6,89%	1,84%	-18,28%		0,47%
<b>Total con Depr/Amor</b>	<b>2.085.918</b>	<b>2.004.107</b>	<b>2.112.678</b>	<b>2.253.906</b>	<b>1.726.815</b>	<b>1.372.558</b>
<b>Total sin Depr/Amor</b>	<b>1.940.025</b>	<b>1.882.812</b>	<b>1.944.590</b>	<b>2.072.953</b>	<b>1.588.064</b>	<b>1.257.197</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Parque Arauco

A partir de la Tabla 26, podemos concluir que uno de los componentes que presentó mayor variación durante el periodo estudiado, corresponde a la Depreciación, ya que el año 2019 se incrementa en un 89,69% como efecto de la NIIF 16 y el reconocimiento de los arriendos como parte de los activos y, por consiguiente, el devengo de sus depreciaciones en el ejercicio de Parque Arauco. Otra partida que presenta un incremento significativo corresponde a la Provisión de Deudores Incobrables, esto a raíz del estallido social y el efecto de la pandemia de coronavirus.

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

Los resultados no operacionales de Parque Arauco concentran una serie de cuentas que reflejan situaciones que no guardan relación directa con el giro del negocio, que tal como se ha indicado corresponde a la administración y arrendamiento de locales comerciales. Así, a partir de los Estados Financieros identificamos las siguientes partidas:

- Otros Ingresos por función: Corresponden a ingresos provenientes de venta de terreno asociado a Propiedades de Inversión, indemnización o devolución de seguros, utilidades por revaluación de Propiedades de Inversión, entre otros. Esta partida corresponde a un elemento permanente.

- Otros Egresos por función: Corresponden a impuestos extraordinarios, gastos de estudios y proyectos, deterioro de activos, gastos de indemnización y finiquitos, entre otros. Esta partida corresponde a un elemento no recurrente.
- Ingresos Financieros: constituyen ingresos como producto de las inversiones de excedentes de caja tales como depósitos a plazo, cuentas remuneradas, pactos, fondos mutuos. Los ingresos financieros son un elemento permanente de Parque Arauco.
- Costos Financieros: costos asociados a la política de financiamiento, ya que contemplan el devengo de intereses de las obligaciones que Parque Arauco y sus filiales han contraído, tanto en Chile (Peso Chileno y UF), Perú (Sol peruano) y Colombia (peso colombiano). Estos costos son de carácter permanente.
- Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación: corresponde al resultado de la inversión de Parque Arauco en Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. y Desarrollos Panamericana S.A.C. bajo acuerdos conjuntos. Esta partida es permanente.
- Diferencias de cambio: resultado por la ponderación de movimientos de activos y pasivos en moneda extranjera generados en el periodo. Estas diferencias de cambios son permanentes.
- Resultado por Unidades de Reajuste: corresponde principalmente a préstamos bancarios, arrendamientos financieros y emisión de bonos en moneda reajutable. Esta partida es permanente.

Tabla 27: Resultado No operacional Parque Arauco

Resultado No Operacional UF	2017	2018	2019	2020	sept-20	sept-21
Otros Ingresos por función	-	1.184.320	1.735.481	1.190.390	35.118	65.221
Otros gastos por función	-132.630	-363.533	-388.320	-692.558	-227.562	-106.136
Ingresos financieros	213.827	289.336	404.256	257.800	222.616	66.525
Costos financieros	-1.421.246	-1.328.717	-1.414.557	-1.713.531	-1.159.216	-1.080.921
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	435.251	374.742	253.855	179.288	-28.998	128.340
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	-3.004	-213	28.600	36.630	48.076	-101.592
Resultados por unidades de reajuste	-399.804	-658.372	-772.643	-817.567	-394.656	-866.372
Ganancias (pérdidas) que surgen de diferencias entre importes en libros anteriores y el valor razonable	1.924.369	1.825.650	-	-	-	-
<b>Resultado No Operacional</b>	<b>616.762</b>	<b>1.323.213</b>	<b>-153.329</b>	<b>-1.559.548</b>	<b>-1.504.622</b>	<b>-1.894.935</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Parque Arauco

El resultado no operacional de Parque Arauco presenta una tendencia a la pérdida a contar del año 2019, debido en mayor medida por un incremento en los costos financieros en el año 2020, producto del proceso de reestructuración de deuda para hacer frente a los desafíos de la pandemia por Covid-19, también los resultados por unidades de reajuste se vieron afectados, presumiblemente también afectado por la pandemia y su impacto en las economías. Estas variaciones también las podemos identificar en la Tabla 28. Por su parte, a contar del año 2020 los Otros Ingresos por función han disminuido, influyendo así en mayores pérdidas por resultados no operacionales. Cabe señalar que el año 2018 el resultado operacional se incrementa en un 114% en relación al 2017, producto de la utilidad por efecto de la operación de compraventa de los derechos y las acciones entre Arauco Holding Perú SAC y Parque el Golf SAC. Esta utilidad neta ascendió a USD 32,4 millones.

Tabla 28: Variación Resultado No Operacional de Parque Arauco

Variación Resultado No Operacional	2017	2018	2019	2020	sept-21
Otros Ingresos por función	0%	100%	46,54%	-31,41%	85,72%
Otros gastos por función	-10,38%	174,09%	6,82%	78,35%	-53,36%
Ingresos financieros	-18,43%	35,31%	39,72%	-36,23%	-70,12%
Costos financieros	2,91%	-6,51%	6,46%	21,14%	-6,75%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	16,86%	-13,90%	-32,26%	-29,37%	-542,58%
Diferencias de Cambio	-86,21%	-92,92%	-13549%	28,08%	-311,31%
Resultados por unidades de reajuste	-9,35%	64,67%	17,36%	5,81%	119,53%
Resultado que surgen de diferencias entre importes en libros anteriores y el valor razonable de activos financieros	-9,20%	-5,13%	-100%	0%	0%
<b>Resultado No Operacional</b>	<b>-19,08%</b>	<b>114,54%</b>	<b>-111,59%</b>	<b>917,13%</b>	<b>25,94%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Parque Arauco

Finalmente, en la tabla 29 presentaremos las distintas partidas que componen el resultado no operacional en función de los ingresos (%), identificando así que, en promedio, el resultado No operacional es un 19,05% de los ingresos, o que el costo financiero representa un 28,23% de ellos.

Tabla 29: Resultado no operacional en función de los ingresos ordinarios de Parque Arauco

Resultado Operacional con relación a Ingresos	2017	2018	2019	2020	sept-20	sept-21
Otros Ingresos por función	0%	17,22%	23,90%	27,50%	1,22%	1,79%
Otros gastos por función	-1,95%	-5,28%	-5,35%	-16,00%	-7,93%	-2,92%
Ingresos financieros	3,14%	4,21%	5,57%	5,95%	7,76%	1,83%
Costos financieros	-20,90%	-19,32%	-19,48%	-39,58%	-40,39%	-29,69%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	6,40%	5,45%	3,50%	4,14%	-1,01%	3,53%

Diferencias de Cambio	-0,04%	0%	0,39%	0,85%	1,68%	-2,79%
Resultados por unidades de reajuste	-5,88%	-9,57%	-10,64%	-18,88%	-13,75%	-23,80%
Resultado que surgen de diferencias entre importes en libros anteriores y el valor razonable de activos financieros	28,30%	26,54%	0%	0%	0%	0%
<b>Resultado No Operacional</b>	<b>9,07%</b>	<b>19,24%</b>	<b>-2,11%</b>	<b>-36,02%</b>	<b>-52,43%</b>	<b>-52,05%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Parque Arauco

#### 6.4. Análisis de márgenes de la empresa

Continuando con el análisis del negocio de Parque Arauco y habiendo revisado los ingresos, costos y gastos operacionales y resultado no operacional, nos centraremos en el análisis de márgenes de la compañía, para lo cual analizaremos los siguientes resultados que se exponen en la Tabla 30.

Tabla 30: Márgenes de Parque Arauco

Márgenes en UF	2017	2018	2019	2020	Sep-2020	Sep-2021
Margen Bruto	5.331.279	5.448.094	5.851.304	3.238.849	2.055.532	2.755.098
EBITDA	4.859.517	4.995.931	5.318.328	2.256.271	1.281.943	2.383.607
Resultado Operacional - EBIT	4.713.624	4.874.636	5.150.240	2.075.318	1.143.192	2.268.246
Resultado Neto	3.711.734	4.476.179	3.696.321	146.152	-399.607	154.725

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Parque Arauco

En primer lugar y a partir de la Tabla 30 podemos identificar que el año 2020 se produce un quiebre en la tendencia de resultados que presentaba Parque Arauco, y tal como se ha explicado de forma previa, se asocia al impacto de la pandemia y las restricciones de movilidad que afectaron cierre de tiendas. Por esta razón, todos los resultados presentan una disminución a contar del año 2020.

En lo que respecta al margen bruto, su tendencia entre 2017-2019 era al alza, con un crecimiento promedio de 8,10%, similar al crecimiento del EBITDA y EBIT. No obstante, dicha tasa no se sostiene al resultado neto, el cual crece un promedio de 4,64% como consecuencia de un menor resultado no operacional el año 2019, debido a la operación de compraventa de acciones y derechos del año 2018, explicada en el punto anterior. Así, podemos señalar que, a nivel de resultados, Parque Arauco presenta una tendencia al alza (2017-2019) y una caída importante el año 2020. Estas variaciones las observamos en la Tabla 31.

*Tabla 31: Variación de márgenes Parque Arauco*

Variación en %	2017	2018	2019	2020	Sep2021	Promedio 2017-2019	Promedio Periodo 2017-2021
Margen Bruto	14,71%	2,19%	7,40%	-44,65%	34,03%	8,10%	2,74%
EBITDA	15,88%	2,81%	6,45%	-57,58%	85,94%	8,38%	10,70%
Resultado Operacional - EBIT	16,17%	3,42%	5,65%	-59,70%	98,41%	8,41%	12,79%
Resultado Neto	10,74%	20,60%	-17,42%	-96,05%	-138,72%	4,64%	-44,17%

*Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Parque Arauco*

En lo que respecta a variaciones del periodo septiembre 2020-2021, se observan incrementos ligados a un escenario de recuperación, tanto económico como social y que es consecuencia de las medidas adoptadas por la pandemia.

Finalmente, en el Anexo I se presenta el Estado de Resultados en cifras (UF) y en relación (%) de los ingresos de actividades ordinarias.

## 6.5. Análisis de los activos de la empresa

Junto con analizar el desempeño en términos de resultados por parte de Parque Arauco, a continuación, nos referiremos a los activos de la compañía al 30 de septiembre de 2021.

La composición de los activos debiese estar orientada principalmente a los activos no corrientes, los cuales están compuestos por la infraestructura para poder realizar los arriendos correspondientes, mientras que la proporción de los activos corrientes la gran participación es por el efectivo y efectivo equivalente, donde los instrumentos de inversión a corto plazo tiene la mayor concentración, esto nos podría hacer referencia a que al tener contratos que están preestablecidos es más fácil no tener tantos deudores incobrables.

### 6.5.1. Activos operacionales y no operacionales

Para desarrollar nuestro análisis de los activos, iniciaremos con la presentación, a través de la Tabla 32, de los saldos al 30 de septiembre de 2021 de las partidas de activos y además las clasificaremos en Operacional/No Operacional. Esta clasificación estará dada por la relación entre el activo y el negocio de Parque Arauco, así como también si estos activos ayudan a la generación de ingresos. En el caso de aquellos activos que se cataloguen como No Operacionales, se expondrá un mayor detalle y justificación.

*Tabla 32: Saldo al 30 de septiembre de 2021 de los Activos de Parque Arauco y su clasificación en Operacional/No Operacional*

Tipo de Activos en UF	Al 30/Sep/2021	Operacional	No Operacional
Efectivo y equivalentes al efectivo	10.850.455		X
Otros activos financieros corrientes	74		X
Otros activos no financieros corrientes	779.066		X
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	814.087	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	34.175		X
Activos por impuestos corrientes, corrientes	360.706		X
Activos corrientes totales	12.838.564		

Otros activos financieros no corrientes	428.661		X
Otros activos no financieros no corrientes	465.957	X	
Cuentas por cobrar no corrientes	36.514	X	
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	3.987.093		X
Activos intangibles distintos de la plusvalía	420.550	X	
Plusvalía	90.818		X
Propiedades, planta y equipo	902.784	X	
Propiedad de inversión	69.629.022	X	
Activos por derechos de uso	50.544	X	
Activos por impuestos diferidos	582.929		X
Total de activos no corrientes	76.594.873		
Total de activos	89.433.437		

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Parque Arauco

- Efectivo y equivalentes al efectivo: corresponde al efectivo de libre disponibilidad de la compañía y se compone de la siguiente manera.

Tabla 33: Composición efectivo y equivalentes al efectivo

Concepto en UF	Saldo al 30/Sep/21
Efectivo en Caja	2.403
Saldos en Bancos	252.729
Depósitos a plazo corriente	4.392.773
Inversiones a corto plazo	6.202.551
Efectivo y equivalentes al efectivo	10.850.455

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Parque Arauco



- Otros Activos Financieros Corriente y no Corriente: considera inversiones en instrumentos financieros

Tabla 34: Composición Otros Activos Financieros

Otros activos Financieros en UF	Saldo Corriente	Saldo No corriente
Creditulos	64	44.223
Fondos Mutuos	-	60.283
Activos de Cobertura	9	324.155
Totales	74	428.661

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Parque Arauco

- Cuentas por cobrar a entidades relacionadas corrientes y no corrientes: estas cuentas corresponden a transacciones entre partes relacionadas de Parque Arauco y corresponden a operaciones habituales en cuanto a su objeto y son realizadas bajo condiciones de mercado.
- Activos por impuestos corrientes: considera los pagos provisionales y otros impuestos.

Tabla 35: Composición Activos por impuestos corrientes

Activos por impuestos corrientes	Saldo Corriente
Pagos provisionales	83.531
Otros Impuestos	277.175
Total	360.706

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Parque Arauco

- Plusvalía: Menor valor generado en la adquisición de las acciones en las sociedades, al 30 de septiembre de 2021 el saldo es el siguiente:

Tabla 36: Composición Plusvalía

Plusvalía en UF	Saldo
Parque Arauco Internacional S.A. y Filiales	32.227
Arauco Centros Comerciales Regionales SpA	58.590
Total	90.818

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Parque Arauco

- Activos por impuestos diferidos: corresponden a cantidades de impuesto a la renta recuperables en ejercicios futuros.
- Otros Activos No financieros: corresponden a anticipos de proyectos, gastos anticipados, remanente de CF, entre otros.
- Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación: corresponde a la participación de Parque Arauco en Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A y Desarrollos Panamericana S.A.C, Acuerdos Conjuntos.

### 6.5.2. Capital de trabajo operativo neto

Continuando el análisis, nos enfocaremos en el capital de trabajo operativo neto (CTON), el que determinaremos de la siguiente forma:

$$CTON_t = \text{Activos Operacionales Corrientes} - \text{Pasivos Operacionales Corrientes}$$

En el caso de Parque Arauco, los activos operaciones corrientes corresponden a los Deudores comerciales y otras cuentas por pagar, por otra parte, los pasivos operacionales corrientes son las cuentas por pagar comerciales. Así, en la Tabla 37 se presenta el Capital de

Trabajo Operativo Neto y también el indicador RCTON, que corresponde a la relación entre el CTON y las Ventas del periodo.

Tabla 37: Capital de Trabajo Operativo Neto y RCTON Parque Arauco

Determinación del capital de trabajo UF	2017	2018	2019	2020	sep-20	sep-2021
deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	1.081.810	1.096.159	1.237.753	929.000	817.016	814.087
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>1.081.810</b>	<b>1.096.159</b>	<b>1.237.753</b>	<b>929.000</b>	<b>817.016</b>	<b>814.087</b>
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	1.537.559	1.861.614	1.747.225	921.181	1.235.468	1.021.206
<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>1.537.559</b>	<b>1.861.614</b>	<b>1.747.225</b>	<b>921.181</b>	<b>1.235.468</b>	<b>1.021.206</b>
<b>Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON)</b>	<b>- 455.749</b>	<b>- 765.455</b>	<b>- 509.472</b>	<b>7.819</b>	<b>- 418.451</b>	<b>- 207.119</b>
Ingresos Ordinarios	6.799.542	6.878.754	7.262.918	4.329.223	2.870.008	3.640.805
<b>RCTON</b>	<b>-6,70%</b>	<b>-11,13%</b>	<b>-7,01%</b>	<b>0,18%</b>	<b>-14,58%</b>	<b>-5,69%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Parque Arauco

Para el periodo analizado, observamos que Parque Arauco presenta un déficit de capital de trabajo, el cual se produce principalmente por un comportamiento irregular entre sus deudores comerciales y sus cuentas por pagar, ya que, por ejemplo, en el año 2018, los deudores crecieron a una tasa inferior a sus cuentas por pagar, con la salvedad del año 2020. Esto se relaciona con la definición de sus contratos que son fijos y que en general son comercios que tiene largo plazos de contrato lo que permite que puedan tener una gestión más activa para reducir el monto de capital de trabajo (Memoria 2020, Parque Arauco).

Por otra parte, el indicador RCTON nos permite relacionar el CTON con los ingresos por venta de Parque Arauco, así, en el período 2017-2019, obtenemos que el capital de trabajo neto correspondió a un -8,28% en promedio.

### 6.5.3. Inversiones

Otro aspecto relevante de Parque Arauco a nivel de activos, corresponden al nivel de inversiones que realiza. Así, la tabla 38 presenta las inversiones históricas de la compañía.

Tabla 38: Inversiones Históricas de Parque Arauco

En UF	2017	2018	2019	2020	sept-20	sept-21
Compra de propiedad, planta y equipos	41.121	101.916	37.323	210.034	16.614	5.671
Compras de activos intangibles	31.399	108.248	93.692	105.840	79.118	63.650
Copras Otros Activos de largo plazo	3.487.178	3.605.079	3.704.923	2.170.102	1.552.284	2.051.263
<b>Total Inversiones</b>	<b>3.559.698</b>	<b>3.815.243</b>	<b>3.835.938</b>	<b>2.485.976</b>	<b>1.648.015</b>	<b>2.120.584</b>
Ingresos operacionales	6.799.542	6.878.754	7.262.918	4.329.223	2.870.008	3.640.805
% inversiones sobre los ingresos	52,35%	55,46%	52,82%	57,42%	57,42%	58,24%
Depreciación y amortización	145.893	121.295	168.088	180.953	138.751	115.361
% dep. y amor. Sobre inversiones	4,1%	3,2%	4,4%	7,3%	8,4%	5,4%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Parque Arauco.

De esta forma, identificamos que las inversiones de Parque Arauco representan, en promedio, el 55,62% de los Ingresos de la compañía y que, al compararlas con la depreciación, concluimos que estas inversiones son de crecimiento y de reposición.

Sobre el Plan de Inversiones, Parque Arauco considera para el año 2022 la apertura de Parque Alegre (Colombia) con 50.000 m<sup>2</sup> de ABL y Santa Elena (Chile) con 1.500 m<sup>2</sup> de ABL. Otros proyectos que se encuentran en carpeta corresponden a la expansión de Parque Arauco Kennedy (Chile), la adquisición de Puerto Nuevo Antofagasta (Chile). La Tabla 39 presenta mayor información sobre estos proyectos.

Tabla 39: Desarrollos futuros de Parque Arauco

Proyecto	Tipo	País	Apertura	ABL Total (m <sup>2</sup> )	Inversión Total UF
Parque Alegre	Desarrollo Proyecto Nuevo	Colombia	1S22	50.000	3.067.065

Santa Elena	Desarrollo Proyecto Nuevo	Chile	1S22	1.500	107.616
Parque Arauco Kennedy - Fase 1	Expansión	Chile	2S21	11.000	5.918.898
Parque Arauco Kennedy - Torres	Expansión	Chile	2024	10.000	2.421.367
Larcomar	Reconversión	Perú	2S21	3.000	107.616
Puerto Nuevo Antofagasta	Desarrollo Adquisición	Chile	En revisión	2.000	80.712

Fuente: Elaboración propia a partir del Reporte 3Q2021 de Parque Arauco y Memoria Anual Parque Arauco.

## 6.6. Análisis Crecimiento de la Industria

Parque Arauco es una compañía cuya operación se enfoca en tres países (Chile, Perú y Colombia) y cuyo negocio está relacionado de forma directa con el ciclo económico de cada uno de ellos, por lo que una buena aproximación sobre las perspectivas de futuro de esta industria se asocia al crecimiento de cada país.

Así, el Fondo Monetario Internacional señala que, las economías de América Latina crecerán, pero a menores tasas que el año 2021, proyectando un 1,9% de crecimiento para Chile en los años 2022 y 2023, un 2,8% y 3,0% para Perú en 2022 y 2023 y un 4,5% y 3,7% para Colombia, siendo este último el país que presentaría un mayor crecimiento, tal como lo indica la figura 14. De esta manera, sería esperable un crecimiento en los Ingresos de Parque Arauco, pero en menor medida que los observados en 2021. Aquí cabe destacar que durante el año 2021 las restricciones sanitarias se fueron levantando progresivamente lo que implicó una mayor movilidad por parte de los ciudadanos y por ende un mayor número de tiendas abiertas.

Figura 14: Proyecciones del Fondo Monetario Internacional para América Latina

<b>Últimas proyecciones para América Latina y el Caribe</b>				
(aumento del PIB real; porcentaje)				
	2020	Est. 2021	Proyecciones	
			2022	2023
América Latina y el Caribe	-6,9	6,8	2,4	2,6
América del Sur <sup>1</sup>	-6,5	7,1	1,8	2,2
CAPRD	-7,1	9,2	4,5	4,0
El Caribe				
Dependientes del turismo <sup>2</sup>	-9,5	2,6	3,9	2,8
Exportadores de materias primas <sup>3</sup>	4,0	5,5	21,0	15,1
AL5	-6,2	6,5	1,8	2,3
América Latina				
Argentina	-9,9	10,0	3,0	2,5
Brasil	-3,9	4,7	0,3	1,6
Chile	-5,9	12,0	1,9	1,9
Colombia	-6,8	10,2	4,5	3,7
México	-8,2	5,3	2,8	2,7
Perú	-11,0	13,3	2,8	3,0

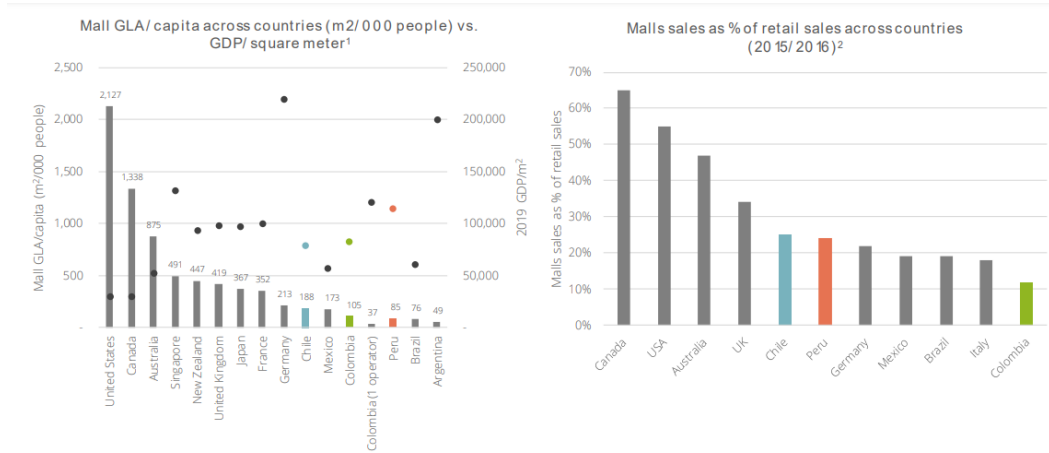
Fuentes: FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico.  
 Nota: Los agregados regionales son promedios ponderados en función del PIB ajustado en función de la paridad del poder adquisitivo. CAPRD = Centroamérica, Panamá y la República Dominicana.  
<sup>1</sup>Excluye Guyana y Suriname.  
<sup>2</sup>Incluye Antigua y Barbuda, Aruba, Las Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Haití, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas.  
<sup>3</sup>Incluye Guyana, Suriname, y Trinidad y Tobago.



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Por otro lado, al comparar los datos de la industria por país podemos ver que en la figura 15 que los países en los que esta Parque Arauco aún presentan un bajo nivel de metros cuadrados construidos por Mall respecto a otros, y que además los retornos obtenidos son superiores, lo cual nos muestra que existe expectativa de la industria a tener mayor crecimiento en Chile, Perú y Colombia. Y el segundo gráfico nos muestra la posibilidad de generar optimización en las ventas del mall para que sea una industria más atractiva para los consumidores.

Figura 15: Estadísticas de la industria de Mall GLA y Porcentaje de ventas de Mall por país



Fuente: Investor Presentation 3T 2021 Parque Arauco.

Además del bajo crecimiento de las economías de los países en los que opera Parque Arauco, se debe adicionar el creciente rubro del e-commerce, el cual, según lo proyectado por Americas Market Intelligence (AMI), se espera un crecimiento de un 29% para el periodo 2020 y 2024 y que rondaría los US\$580.000 millones, por lo tanto, los ingresos de la compañía podrían verse afectados. Esto se encuentra en sintonía con las perspectivas del Sector Inmobiliario Comercial del Banco Crédito Inversiones, quienes apuntan al e-commerce como un mercado creciente y que obligaría a los participantes de este mercado a diversificar sus clientes.

## 7. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

A partir de los análisis efectuados en la sección anterior, procederemos a realizar la proyección de los estados de resultado (EERR) de Parque Arauco, los cuales estarán comprendidos entre el último trimestre del 2021 hasta el año 2025, correspondientes a los flujos proyectados, mientras que, la valorización de los flujos implícitos o perpetuos corresponderá al periodo del 2026. Esto acorde a la metodología de flujos descontados.

Finalmente es importante recordar que la moneda a utilizar para la proyección será en UF, por lo que no se considera la proyección de la inflación, ya que estas cifras se ajustan con la definición del uso de UF.

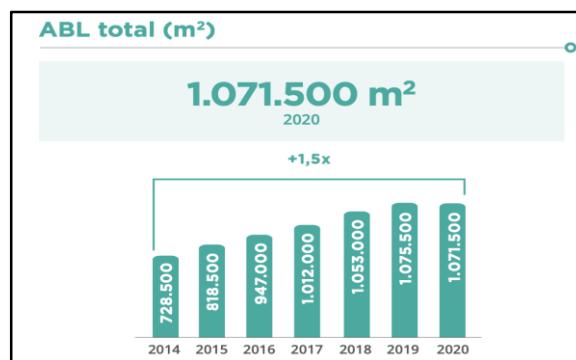
## 7.1. Ingresos operacionales proyectados

Para la proyección de los ingresos operacionales de la compañía, es importante considerar los siguientes factores que influye a la definición de los ingresos futuros:

- Política del crecimiento de la empresa: Los ingresos de Parque Arauco se relacionan con la superficie disponible para arrendamiento o área bruta locataria (ABL). Así, entre el año 2014 y 2020, la compañía ha incrementado su ABL, tal como se indica en la figura 16. Lo anterior, permite identificar que Parque Arauco ha realizado inversiones que apuntan a una mayor generación de ingresos y también mayor presencia en sus respectivos mercados. Por otra parte, la Figura 17, nos demuestra que Parque Arauco ha concentrado sus mayores inversiones en ABL en Chile.

También los ingresos y contratos presentaron una disminución y entregaron incentivos para ayudar a los arrendatarios de los locales, pero esto solo se aplicó hasta el periodo 2021. Por los cierres de la pandemia (Comunicado Parque Arauco-CMF, 2020).

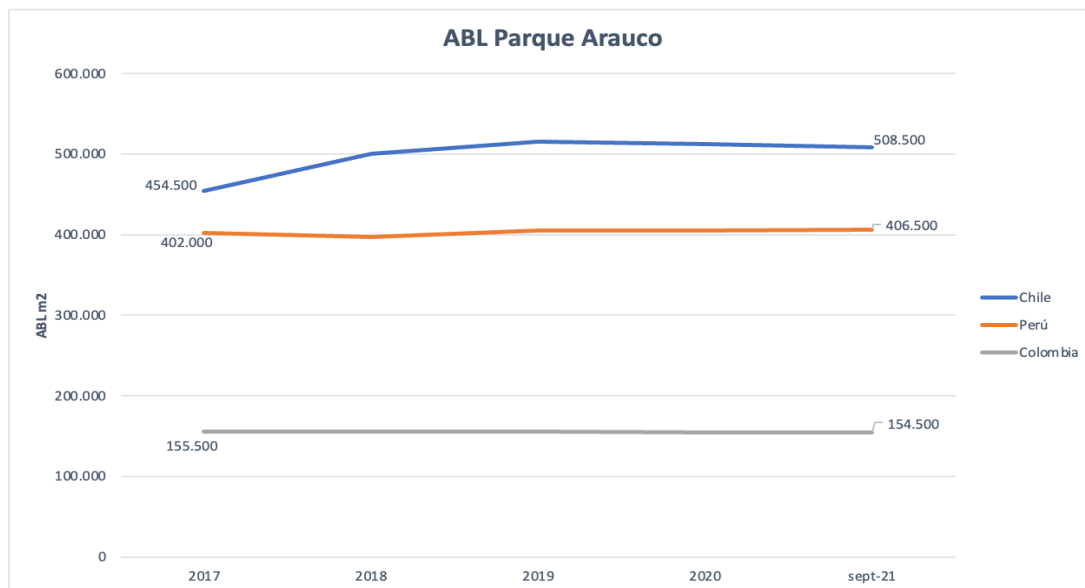
Figura 16: Área Bruta Locataria de Parque Arauco



Fuente: Memoria Anual 2020 Parque Arauco.



Figura 17: Área Bruta Locataria de Parque Arauco por país



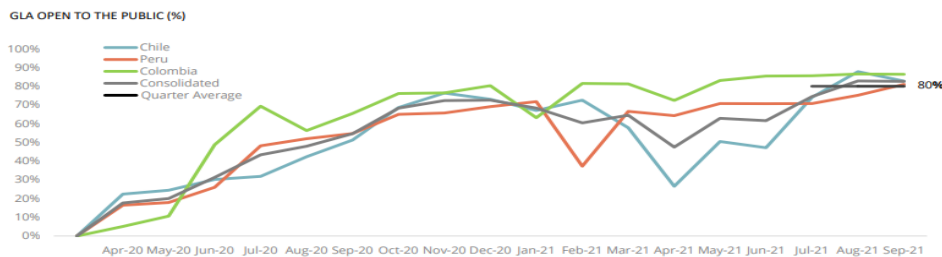
Fuente: Elaboración propia en base a las Memorias Anuales y Reporte Trimestral de Parque Arauco.

Otro aspecto a considerar corresponde al Plan de Inversión, que como tal se señaló en la sección sobre Inversiones, del punto anterior, Parque Arauco tiene contemplado incorporar mayores m<sup>2</sup> de ABL en Chile y Perú, por lo que, a partir de estos antecedentes es previsible un incremento en los ingresos, lo que también se avala con los datos entregados por la empresa en la memoria y reporte de resultados respecto a los terrenos disponibles para nuevos activos (Parque Arauco, 2021) y que se presentan en el Anexo II.

- Datos Históricos: A nivel de ingresos y tal como se indicó en el punto 5.1, estos han crecido de forma dispar, ya que entre el año 2017 y 2019, se observa un crecimiento promedio de un 6% a nivel general, mientras que el año 2020 se produjo una disminución de un 40% en los ingresos y al 30 de septiembre de 2021, el incremento es de un 27% en relación al 30 de septiembre de 2020. De esta forma, y para efectos de proyección, nos enfocaremos en el período 2017-2019, para la determinación de tasas de crecimiento, excluyendo el año 2020 debido a la situación crisis social de Chile y de la pandemia y el año 2021 por

el tema de la pandemia, ya que la tasa de recuperación (2021) puede estar afectada e incrementada ya que la base de comparación fue un año anormal (2020), además la compañía establece que el periodo comprendido entre el 2020 al 2021 son periodos anormales y que la tasa de ocupación de los locales está bajo los rangos de 80% y 120% efectivamente por el impacto de los dos factores antes mencionados (Parque Arauco,2021).

Figura 18: Tasa de ocupación de locales de Parque Arauco



Fuente: Investor Presentation 3T 2021 Parque Arauco.

Figura 19: Evolución de los Ingresos y EBITDA de Parque Arauco



Fuente: Memoria Anual 2020 Parque Arauco.

- Comportamiento de la demanda y la industria: Tal como se ha indicado anteriormente, el negocio de Parque Arauco se relaciona de manera directa con el ciclo económico de cada

país, lo que establece los parámetros en los que se puede mover los ingresos esperados de la empresa. En el punto de análisis de crecimiento de la industria vemos que existe un potencial de generar más infraestructura, pero esto tiene que ir apoyado con campañas para que los consumidores busquen estos espacios como lugares de consumo. Al revisar esto, la empresa se alinea con los datos del mercado al buscar mayor crecimiento sostenible asegurando que los espacios que construyan sean atractivos para los potenciales consumidores.

Ahora bien, a partir de los datos recién expuestos, la proyección de ingresos la realizaremos en base a las tasas de crecimiento individuales de los ingresos por país considerando como periodo inicial los años 2017, 2018 y 2019, de esta manera, aislamos el efecto de años anormales, como consecuencia de la situación de la pandemia. Así, la Tabla 40 nos presenta las variaciones anuales de Ingresos a nivel de país, junto con los promedios, según se indica.

*Tabla 40: Variación Ingresos por país Parque Arauco*

<b>Variación Ingresos</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Promedio 2017-2019</b>	<b>Promedio 2017-2018</b>	<b>Promedio 2018-2019</b>
Chile	6,36%	1,42%	2,75%	3,51%	3,89%	2,09%
Perú	2,25%	-4,28%	10,90%	2,96%	-1,02%	3,31%
Colombia	104,27%	12,11%	7,39%	41,26%	58,19%	9,75%

*Fuente: Elaboración propia a partir de la Tabla N°21.*

En el caso de Chile y considerando las perspectivas de crecimiento de su economía para los años 2022 y 2023, de 1,9% según se indicó en la sección anterior, establecimos como tasa de crecimiento de sus ingresos un 2,09% que corresponde al promedio de variación de los años 2018-2019. Esto debido a que la compañía ha indicado que espera retomar la senda de crecimiento del año 2019, según lo informado en su reporte trimestral, y también considerando que para el año 2022 pretender inaugurar un nuevo desarrollo comercial, Santa Elena, el cual aportará 1.500 m2 de ABL.

En el caso de Perú, utilizaremos una tasa de crecimiento de 2,96%, que corresponde al promedio de crecimiento de ingresos del período 2017-2019, el cual es similar a las expectativas de crecimiento de dicho país (2,8% para 2022 y 3,1% para 2023), no obstante, Parque Arauco no contempla mayores inversiones en ABL para el país, por lo que sus ingresos se verían influenciados por efectos del dinamismo de la economía.

Finalmente, en el caso de Colombia, hay que considerar que el Fondo Monetario Internacional proyecta un crecimiento de su economía de un 4,5% y 3,7% para 2022 y 2023, respectivamente. Además, para el año 2022 Parque Arauco considera inaugurar un nuevo centro comercial en Barranquilla, que incorporaría 50.000 m<sup>2</sup> en ABL, siendo el 50% de su propiedad. En cuanto a las variaciones de ingreso, destaca el año 2017, con un incremento de un 104% e influenciado principalmente por la inauguración, en diciembre de 2016, del centro comercial La Colina, que agregó 64.000 m<sup>2</sup>. Posteriormente, Parque Arauco mantuvo sus ingresos en torno al 9,75% promedio para los años 2018-2019. Por esta razón, utilizaremos para el caso de Colombia una tasa de crecimiento de un 9,75%, ya que, si bien sería esperable un 2022 con un mayor nivel de ingresos, debido a esta apertura, en años posteriores sus ingresos tendrían a estabilizarse, como lo que ocurrió en el periodo 2018 y 2019, por esto y bajo un criterio prudente, consideramos apropiado utilizar el promedio de variación de 2018-2019.

Con respecto a los períodos a proyectar, estos corresponden al cuarto trimestre de 2021 y los años 2022, 2023, 2024 y 2025. Para la proyección al 4T 2021, utilizaremos una tasa de crecimiento especial, considerando la variación de ingresos del periodo septiembre 2020 y diciembre 2020, esto ya que el último trimestre del año, los centros comerciales presentan mayores ventas debido a la estacionalidad de su giro (compras de navidad y año nuevo), por lo tanto, para proyectar los ingresos de cada país para el último trimestre de 2021 utilizaremos las tasas de 55,67%, 39,51% y 56,50% para Chile, Perú y Colombia, respectivamente. Para el resto de los periodos a proyectar utilizaremos las tasas señaladas en los párrafos anteriores. A continuación, se presentan los ingresos proyectados para Parque Arauco se presentan en la Tabla 41.

Tabla 41: Ingresos proyectados para Parque Arauco

Ingresos por País	Saldo al 3T 2021	Proyecciones				
		4T 2021	dic 2022	dic 2023	dic 2024	dic 2025
Ingresos Chile UF	2.108.624	820.624	2.990.469	3.052.970	3.116.777	3.181.918
<i>tasa crecimiento Chile</i>		55,67%	2,09%	2,09%	2,09%	2,09%
Ingresos Perú UF	946.625	330.159	1.314.577	1.353.488	1.393.551	1.434.800
<i>tasa crecimiento Perú</i>		39,51%	2,96%	2,96%	2,96%	2,96%
Ingresos Colombia UF	585.556	229.245	894.244	981.433	1.077.123	1.182.142
<i>tasa crecimiento Colombia</i>		56,60%	9,75%	9,75%	9,75%	9,75%
<b>Ingresos Totales en UF</b>	<b>3.640.805</b>	<b>1.380.028</b>	<b>5.199.290</b>	<b>5.387.891</b>	<b>5.587.451</b>	<b>5.798.860</b>

Fuente: Elaboración propia.

## 7.2. Costos y gastos operacionales proyectados

Para los costos y gastos operacionales se estableció en la sección anterior que estos están directamente relacionados al volumen de ingresos que tiene el periodo, por lo cual se aplicará la misma relación respecto a la ponderación de los costos y gastos operacionales históricos, versus la proyección que se relaciona a los ingresos. Es útil reiterar que los costos y gastos operaciones de Parque Arauco son los siguientes:

- Costo de Ventas: Contribuciones de bienes raíces, remuneraciones, mantenciones de infraestructura, entre otros.
- Gastos de Administración y Ventas: Depreciaciones, amortizaciones, provisión deudores incobrables, entre otros.

Por lo tanto, para realizar la proyección de estos ítems utilizaremos la relación histórica del período 2017-2019, ya que corresponde a un periodo de normalidad en la operación de la compañía, sin el efecto de crisis sociales de los países (Chile con el estallido social, Perú con la destitución del presidente y Colombia con la crisis de la subida de impuestos) y pandemia, y que por lo demás, reflejan la relación de ingresos y costos y gastos operacionales que la compañía trata de mantener para el crecimiento sostenible que define en los reportes financieros y las

Memorias Anuales. En la Tabla 42 se presentan los costos y gastos operacionales en relación con los ingresos y sus ponderaciones.

Tabla 42: Costos y Gastos operacionales con relación a los Ingresos de Parque Arauco

Costos % de Ingresos	Periodos Analizados					Promedio			
	2017	2018	2019	2020	Sep-21	2017-2018	2017-2019	2017-2020	2017-2021
Costo de Venta	-21,59%	-20,80%	-19,44%	-25,19%	-24,33%	-21,20%	<b>-20,61%</b>	-21,76%	-22,27%
Gastos de Administración	-6,94%	-6,57%	-7,34%	-22,70%	-10,20%	-6,76%	<b>-6,95%</b>	-10,89%	-10,75%
Depreciación y Amortización	-2,15%	-1,76%	-2,31%	-4,18%	-3,17%	-1,96%	<b>-2,07%</b>	-2,60%	-2,71%

Fuente: Elaboración propia

Con estos antecedentes, los costos y gastos operacionales proyectados se presentan en la Tabla 43.

Tabla 43: Costos y gastos operacionales proyectados de Parque Arauco

En UF	4T 2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos Totales	1.380.028	5.199.290	5.387.891	5.587.451	5.798.860
Costo de Venta	-284.424	-1.071.574	-1.110.444	-1.151.574	-1.195.145
Gastos de Administración	-95.912	-361.351	-374.458	-388.328	-403.021
Depreciación y Amortización	-28.613	-107.799	-111.709	-115.846	-120.230

Fuente: Elaboración propia

### 7.3. Resultado no operacional proyectado

Con respecto a los resultados no operacionales, identificamos que, de igual forma que los costos y gastos operacionales, estos presentan una relación directa con los ingresos operacionales, esto tiene como explicación que, los ingresos no operacionales son principalmente la relación de Ingresos Financieros/Costos Financieros, Resultado por ajuste tipo de cambio. Esto, ya que el gobierno corporativo de Parque Arauco condiciona estos valores a los ingresos operacionales esperados, ya que por ejemplo en el periodo de las crisis sociales y pandemia, la

empresa reestructuró sus deudas financieras y los gastos financieros para que estén acordes al menor valor de ingresos esperados.

Los componentes del resultado no operacional corresponden a los expuestos en el numeral 5.3 del presente informe junto con la tabla 28, que expresa la relación entre estos con los ingresos operacionales. De esta forma, y para efectos de la proyección de nuestra valoración, identificamos que la relación más adecuada entre ingresos operacionales y partidas del resultado no operacional corresponde al promedio de representación del año 2017-2020. Esto debido a que, tal como se indicó, el resultado no operacional está compuesto, entre otras partidas, por los costos financieros y que, debido a la pandemia y la reestructuración de Parque Arauco, estos se vieron incrementados y estimamos que se mantendrán incrementados en el corto plazo, hasta que la compañía disminuya sus niveles de endeudamiento, por lo que estaríamos incluyendo este efecto en nuestra valorización.

*Tabla 44: Promedio de ponderación de las partidas del resultado no operacional en relación con los Ingresos Operacionales históricos*

<b>Resultado no Operacional en UF</b>	<b>Promedio 2017-2018</b>	<b>Promedio 2017-2019</b>	<b>Promedio 2017-2020</b>	<b>Promedio 2017-2021</b>
Otros Ingresos por función	9%	14%	17%	14%
Otros gastos por función	-3,62%	-4,19%	-7,15%	-6,30%
Ingresos financieros	3,68%	4,31%	4,72%	4,14%
Costos financieros	-20,11%	-19,90%	-24,82%	-25,79%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	5,93%	5,12%	4,87%	4,60%
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	-0,02%	0,12%	0,30%	-0,32%
Resultados por unidades de reajuste	-7,73%	-8,70%	-11,24%	-13,75%

*Fuente: elaboración propia.*

Con los datos ya señalados, el resultado no operacional proyectado se presenta a continuación.

Tabla 45: Resultado no operacional proyectado para Parque Arauco

En UF	4T 2021	2022	2023	2024	2025
Otros Ingresos por función	236.744	891.938	924.293	958.527	994.795
Otros gastos por función	-98.603	-371.489	-384.965	-399.223	-414.329
Ingresos financieros	65.103	245.277	254.174	263.588	273.561
Costos financieros	-342.523	-1.290.464	-1.337.275	-1.386.805	-1.439.277
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	67.242	253.335	262.525	272.249	282.549
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	4.140	15.598	16.164	16.762	17.397
Resultados por unidades de reajuste	-155.150	-584.530	-605.734	-628.169	-651.937
<b>Resultado No operacional</b>	<b>-223.047</b>	<b>-840.335</b>	<b>-870.818</b>	<b>-903.072</b>	<b>-937.241</b>

Fuente: Elaboración propia.

## 7.4. Impuesto corporativo proyectado

Respecto al cálculo de los impuestos corporativos proyectados, daremos cuentas de algunos temas que nos permitirán determinar la tasa a utilizar para la proyección:

- El juicio experto, para esto usamos los datos e informes entregados por la CEPAL sobre cuáles son las tasas impositivas que tienen los países de Latinoamérica, considerando que estos países tienen un comportamiento histórico y además presentan demandas y situaciones sociales que podrían llevarlos a tomar decisiones públicas de aumento o disminución de impuesto. Respecto a este informe, se muestra que la tendencia de los tres países donde Parque Arauco tiene presencia, en largo plazo deberían presentar un aumento de tasa marginal, ya que los incentivos de tener una mayor recaudación de impuesto para poder cumplir con las crecientes demandas sociales de Chile, Perú y Colombia, obliga a que los gobiernos establezcan nuevas tasas impositivas (CEPAL, 2019).



- Datos Históricos que ha pagado la empresa, para esto usaremos los datos obtenidos en los periodos anteriores para poder fijar una variación promedio y proyectarla a los períodos futuros.
- Anuncios en materia tributaria por parte del Gobierno de Chile para el periodo 2022-2026.

Para efectos de la proyección, consideramos que las ganancias de Parque Arauco tributarán en Chile y la tasa a utilizar será la del 27%, tasa impositiva actual, para dichos períodos. La razón por la que no consideramos un aumento de tasa en el corto plazo, corresponde a que la eventual reforma tributaria, según trascendidos, se centraría en la tributación de personas, recursos naturales, medidas para reducir la elusión y evasión, así como también de impuestos verdes.

Tabla 46: Impuesto corporativo proyectado Parque Arauco

Proyección en UF	4T 2021	2022	2023	2024	2025
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	748.033	2.818.232	2.920.462	3.028.631	3.143.224
Gasto por Impto. a Ganancias (27%)	-201.969	-760.923	-788.525	-817.730	-848.670
<b>Resultado Neto</b>	<b>546.064</b>	<b>2.057.309</b>	<b>2.131.937</b>	<b>2.210.901</b>	<b>2.294.554</b>

Fuente: Elaboración propia.

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

Tras los datos mostrados en los puntos anteriores se procederá a presentar los estados de resultados proyectados en UF.

Tabla 47: Estado de resultados proyectado Parque Arauco

ESTADO DE RESULTADOS	4T 2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos Ordinarios	1.380.028	5.199.290	5.387.891	5.587.451	5.798.860
Costo de Venta	-284.424	-1.071.574	-1.110.444	-1.151.574	-1.195.145
<b>Margen Bruto</b>	<b>1.095.604</b>	<b>4.127.716</b>	<b>4.277.447</b>	<b>4.435.878</b>	<b>4.603.715</b>
Gastos de Administración	-95.912	-361.351	-374.458	-388.328	-403.021
<b>EBITDA</b>	<b>999.692</b>	<b>3.766.366</b>	<b>3.902.988</b>	<b>4.047.550</b>	<b>4.200.695</b>

Depreciación y Amortización	-28.613	-107.799	-111.709	-115.846	-120.230
<b>Resultado Operacional - EBIT</b>	<b>971.080</b>	<b>3.658.567</b>	<b>3.791.279</b>	<b>3.931.703</b>	<b>4.080.465</b>
Otros Ingresos por función	236.744	891.938	924.293	958.527	994.795
Otros gastos por función	-98.603	-371.489	-384.965	-399.223	-414.329
Ingresos financieros	65.103	245.277	254.174	263.588	273.561
Costos financieros	-342.523	-1.290.464	-1.337.275	-1.386.805	-1.439.277
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	67.242	253.335	262.525	272.249	282.549
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	4.140	15.598	16.164	16.762	17.397
Resultados por unidades de reajuste	-155.150	-584.530	-605.734	-628.169	-651.937
<b>Ganancia (pérdida) antes de impuesto</b>	<b>748.033</b>	<b>2.818.232</b>	<b>2.920.462</b>	<b>3.028.631</b>	<b>3.143.224</b>
Gasto por Impto. a Ganancias (27%)	-201.969	-760.923	-788.525	-817.730	-848.670
<b>Resultado Neto</b>	<b>546.064</b>	<b>2.057.309</b>	<b>2.131.937</b>	<b>2.210.901</b>	<b>2.294.554</b>

Fuente: Elaboración propia.

## 7.6. Supuestos utilizados

Los supuestos que se aplicaron para el cálculo del estado de resultado proyectado en UF son los siguientes:

- *Ingresos Crecientes*: la compañía ha establecido una estrategia de crecimiento sostenible que se condice con el aumento constante de ingresos, pero estructurados a la estructura de endeudamiento, la expectativa de crecimiento de la economía y la definición de la construcción de los locales evaluados en períodos anteriores, esto se ve en los resultados obtenidos en los periodos críticos como 2020 y 2021, mientras que los periodos anteriores presentan un crecimiento sostenido. Ahora bien, cuando se ve por país el ingreso a Colombia es reciente, por lo cual los retornos de ingresos son mayores a los otros países, por eso en este caso para definir una proyección más de largo plazo se toman periodos más cortos para tener ingresos más conservadores.

- *Cálculo del último trimestre del 2021:* para los ingresos de este periodo ocuparemos una tasa de crecimiento que tiene la empresa entre el penúltimo trimestre del 2020 y el cierre del año del 2020. Esto con el fin de poder tener una relación estacionaria, ya que los malls están fuertemente relacionados al ciclo comercial y los meses de noviembre y diciembre suelen ser periodos de mayor venta, por lo tanto, los ingresos variables y los contratos de arrendamiento se fijan con las ventas proyectadas. Y para los costos y gastos operacionales al igual que nos resultados no operacionales ocuparemos la relación directa que estos tienen con los ingresos operacionales.
- *Relación directa de crecimiento de ABL e Ingresos Proyectados:* para definir cuáles son los periodos que tomaremos por países para el cálculo de la tasa de crecimiento de los ingresos, se analiza respecto a cuáles son los proyectos que tiene la empresa en esos lugares, ya que en los países (Chile y Colombia) que tiene mayor nivel de inversión se espera que los retornos sean mayores que el que no (Perú).
- *Relación directa entre los ingresos y costos y gastos operacionales:* la compañía en la definición de la estrategia y el tipo de negocio que tiene hace necesario realizar un seguimiento acorde para controlar sus ingresos versus sus costos y gastos operacionales, y como se puede observar en los estados de resultado también hay una directa relación entre los egresos operacionales con los ingresos, esto ya sea por la eficiencia que busca la empresa o directamente porque a mayor ingresos mayores egresos operacionales deben tener.
- *Expectativa de eficiencia de costos y gastos operacionales:* como se habló en el punto anterior los costos y gastos operacionales están directamente relacionados a los ingresos, pero además por el giro de la empresa entender y controlar estos resultados se hace importante para buscar eficiencia, para esto tienen un indicador NOI el cual lo compañía mantiene un rango en el que se debe mover, por esto de hace más relevante decir que los ingresos y costos tienen una relación directa.

- *La relación de los resultados no operacionales y la estrategia de la empresa:* como se menciona en puntos anteriores los resultados no operacionales dependen fuertemente del alineamiento de la estrategia y el giro de la compañía, esto porque las cuentas que más influyen ahí corresponden a los resultados financieros los cuales dependen de la política de inversión de la empresa y a su vez de la estructura de la deuda que la empresa controla para que esté acorde a un crecimiento sostenible y asegurar una rentabilidad sostenible. Por otro lado, la variación de tipo de cambio también depende del nivel de inversión en los distintos países y cómo funciona el mercado de cada uno, lo cual la empresa también controla que se mantengan en un rango respecto a la expectativa de crecimiento de la rentabilidad. Dado los puntos que mencionamos, usamos como tasa la variación de estas cuentas con los ingresos promedios desde el 2017 hasta 2020, ya que asumimos que la compañía controla que se mantenga esa relación, ya que por ejemplo la empresa reestructuró sus pasivos para tener una carga financiera sostenible respecto a sus resultados el 2020 y 2021.
- *Crecimiento en los impuestos corporativos:* en este punto usamos un juicio experto pero además utilizamos los datos históricos, ya que las tasas impositivas no han presentado variaciones drásticas, por lo cual usamos la variación histórica proyectada de los periodos anteriores para reflejar la tasa impositiva de los periodos más cercanos, eso sí al revisar el juicio experto (CEPAL) coincide que en el largo plazo Chile, Perú y Colombia presentaran tendencias de alza de tasa para cubrir sus compromisos y demandas sociales por parte del Estado, pero respecto a las noticias que competen el periodo de proyección muestran que los impuestos corporativos debería mantenerse en los países donde Parque Arauco tiene locales.

## 7.7. Estado de resultados proyectado porcentual

Para finalizar con la proyección de los estados de resultados se procede a mostrar cuales son los datos obtenidos respecto a la relación porcentual, los cuales son presentados en la tabla 48.

Tabla 48: Estado de Resultados proyectado en relación con ingresos ordinarios de Parque Arauco

Estado de Resultados en UF	4T 2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos Ordinarios	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Venta	-20,61%	-20,61%	-20,61%	-20,61%	-20,61%
<b>Margen Bruto</b>	<b>79,39%</b>	<b>79,39%</b>	<b>79,39%</b>	<b>79,39%</b>	<b>79,39%</b>
Gastos de Administración	-6,95%	-6,95%	-6,95%	-6,95%	-6,95%
<b>EBITDA</b>	<b>72,44%</b>	<b>72,44%</b>	<b>72,44%</b>	<b>72,44%</b>	<b>72,44%</b>
Depreciación y Amortización	-2,07%	-2,07%	-2,07%	-2,07%	-2,07%
<b>Resultado Operacional - EBIT</b>	<b>70,37%</b>	<b>70,37%</b>	<b>70,37%</b>	<b>70,37%</b>	<b>70,37%</b>
Otros Ingresos por función	17,16%	17,16%	17,16%	17,16%	17,16%
Otros gastos por función	-7,15%	-7,15%	-7,15%	-7,15%	-7,15%
Ingresos financieros	4,72%	4,72%	4,72%	4,72%	4,72%
Costos financieros	-24,82%	-24,82%	-24,82%	-24,82%	-24,82%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	4,87%	4,87%	4,87%	4,87%	4,87%
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%
Resultados por unidades de reajuste	-11,24%	-11,24%	-11,24%	-11,24%	-11,24%
<b>Ganancia (pérdida) antes de impuesto</b>	<b>54,20%</b>	<b>54,20%</b>	<b>54,20%</b>	<b>54,20%</b>	<b>54,20%</b>
Gasto por Impto. a Ganancias (27%)	-14,64%	-14,64%	-14,64%	-14,64%	-14,64%
<b>Resultado Neto</b>	<b>39,57%</b>	<b>39,57%</b>	<b>39,57%</b>	<b>39,57%</b>	<b>39,57%</b>

Fuente: Elaboración propia.

Tras presentar los datos de la tabla 48 observamos que las tasas son constantes en los periodos esto lo explicamos mediante la estructura de flujos y la gestión de la estrategia que tiene la empresa, ya que el crecimiento sostenible lo realizan con el control de los resultados que presentan, lo cual va acorde a los indicadores que tienen para mantener en rango estas variaciones (FFO, ABL y NOI). Y la compañía ha mostrado que estos indicadores se han

mantenido en los rangos exceptuando en los periodos de 2020 y 2021 tanto en la Memoria y en Investor Presentation (Parque Arauco,2021).

## 8. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

Para continuar con el proceso de valoración y siguiendo la metodología, a partir del Estado de Resultados proyectado de la sección anterior, nos corresponde determinar los Flujos de Caja Libre para el periodo analizado. Para el cálculo de los flujos de caja libre en los puntos anteriores se estimó los datos históricos de flujos, y posteriormente se procedió a proyectar estos valores para poder tener los estados de resultados proyectados entre el último trimestre del 2021 hasta el año 2025, y luego de esto poder estimar una proyección implícita correspondiente al valor terminal de los flujos esperados.

Pero, de forma previa a determinar los flujos de caja libre proyectada, es necesario definir cuáles son los criterios de inversión que realizará la empresa para sacar estos montos que no corresponde al flujo de caja libre.

### 8.1. Inversión en reposición

Para la inversión en reposición considerados los siguientes aspectos relevantes:

- La estrategia de crecimiento sostenible, como hemos mencionado anteriormente, la empresa, en sus memorias y reportes de resultados, habla de la idea de generar inversión que esté acorde a la mantención de ingresos y lograr mayor participación de mercado en los distintos países en los que se encuentra, no establece montos o rangos de inversión ya que los evalúa según el periodo y la evaluación de los potenciales clientes o consumidores que pueden ir al espacio.
- Los datos históricos de la depreciación de la empresa, para poder estimar cuales son los valores proyectados de inversión de reposición, ya que sabemos que la

empresa realiza inversiones constantes en los periodos por el objetivo de crecimiento, así, utilizaremos como supuesto que la inversión en reposición es igual a la depreciación y amortización de cada periodo, que corresponde al 2,07% de los ingresos, tal como se señaló en el punto 6.2.

Finalmente, la inversión en reposición se presenta en la tabla 49.

*Tabla 49: Inversión en reposición proyectada de Parque Arauco*

En UF	4T 2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos proyectados	1.380.028	5.199.290	5.387.891	5.587.451	5.798.860
% Dep. y Amort.	-2,07%	-2,07%	-2,07%	-2,07%	-2,07%
Inversión en Reposición	-28.613	-107.799	-111.709	-115.846	-120.230

*Fuente: Elaboración propia.*

## 8.2. Nuevas inversiones de capital

En la sección 5.5.3 sobre Inversiones de Parque Arauco, mencionamos que la compañía ha establecido el objetivo de generar un crecimiento constante y sostenible, lo que además se ve ratificado en la Memoria y Reportes de Resultado del penúltimo trimestre del 2021, ya que se presentan los terrenos nuevos y los proyectos que están en construcción, estos serán nuestros indicadores de inversión ya que la definición de las inversiones e ingresos están sujetos principalmente al aumento de ABL, los que se presentaron en la Tabla 36. De dicha tabla, identificamos proyectos con una fecha concreta de apertura, como lo son Parque Alegra en Colombia (primer semestre de 2022), Santa Elena en Chile (primer semestre de 2022), Parque Arauco Kennedy Fase 1 (segundo semestre 2021), Larcomar en Perú (cuarto trimestre 2021), Parque Arauco Kennedy Torres (2024). El proyecto restante (Antofagasta) y que no indica una fecha de apertura, asumimos para efectos de nuestra proyección, que su apertura se concretará al final del periodo explícito proyectado (2025).

Con respecto a los proyectos cuya apertura ocurrirá en el cuarto trimestre 2021 y primer semestre del 2022, asumimos que, durante los años 2021 y 2022, según corresponda, se ejecutará el 10% del valor del proyecto, ya que el restante asumimos que se ha ido desembolsando durante los últimos años, debido a que los procesos de construcción son de largo plazo, por lo que se calculará de forma proporcional el monto de la inversión para cada proyecto. En el caso del proyecto cuya apertura está considerada para el 2024 y aquel que no indica plazo concreto de apertura, lo asimilamos al año 2024, y asumimos una inversión prorrateando el total de la inversión por los años a proyectar. De esta manera, las nuevas inversiones se desarrollarán conforme a la siguiente tabla.

Tabla 50: Futuras inversiones de Parque Arauco

Inversiones en UF	4T 2021	2022	2023	2024	2025
Parque Alegria	51.118	102.236	-	-	-
Santa elena	1.794	3.587	-	-	-
Larcomar	2.690	-	-	-	-
Parque Arauco Kennedy Fase 1	147.972	-	-	-	-
Parque Arauco Kennedy Torre	-	807.122	807.122	807.122	-
Puerto Nuevo Antofagasta	-	26.904	26.904	26.904	-
Total Inversiones Nuevas	203.574	939.849	834.026	834.026	-

Fuente: Elaboración propia.

### 8.3. Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto

Sobre la inversión o liberación de Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON) de Parque Arauco, este fue analizado, de forma histórica, en el numeral 5.5.3 del presente informe. A modo de resumen, el CTON lo calculamos de la siguiente manera:

$$CTON_t = \text{Activos Operacionales Corrientes} - \text{Pasivos Operacionales Corrientes}$$



En la Tabla 37, de la sección 5.5.3, presentamos el Capital de Trabajo Operativo Neto y también el indicador RCTON, que corresponde a la relación entre el CTON y las Ventas del periodo histórico analizado de Parque Arauco.

De dicha tabla, identificamos que en general Parque Arauco, entre el periodo 2017-2021 ha requerido capital de trabajo, por lo que, para efectos de nuestra proyección, utilizamos como proxy el RCTON del período 2017-2019, de un -8,28% de los ingresos para proyectar el CTON. Esto lo explicamos ya que la empresa al tener contratos fijos de ingresos puede optimizarla e invertir estos flujos más seguros, solo en periodos de estrés como lo que pasó en la pandemia pueden dejar una mayor holgura. Y por otro lado también la mayoría de sus pasivos tienen un carácter fijo y proporcional a los arriendos o ingresos de los locales.

*Tabla 51: Inversión en Capital de Trabajo Operativo Neto y variación CTON*

En UF	4T 2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos Ordinarios	1.380.028	5.199.290	5.387.891	5.587.451	5.798.860
<i>RCTON</i>	-8,28%	-8,28%	-8,28%	-8,28%	-8,28%
CTON	-114.266	-430.501	-446.117	-462.641	-480.146
<b>Variación CTON</b>	<b>-109.116</b>	<b>-15.616</b>	<b>-16.524</b>	<b>-17.505</b>	<b>-</b>

*Fuente: Elaboración propia.*

## 8.4. Valor terminal

El valor terminal corresponde al valor implícito correspondiente a los flujos perpetuos que debería tener una empresa en la cual no se sabe cuál es su periodo de término.

Para este caso aplicaremos los siguientes supuestos para el cálculo del valor terminal:

- La empresa tiene el objetivo de perdurar en el tiempo y no tiene una fecha de término, por eso usaremos la fórmula de perpetuidad.
- Considerando que Parque Arauco es una empresa consolidada y que además no se tiene conocimiento de nuevas inversiones, más allá de las presentadas en su plan de inversión y tratadas en secciones anteriores del presente informe, asumimos que no existirá

crecimiento, por lo que proyectaremos el valor terminal a través de una perpetuidad sin crecimiento.

- La tasa de descuento que se espera considerar en este modelo es la que se aplicará en los otros periodos para traerlos a valor presente y que corresponde a la tasa WACC de 5,5266%.
- El Flujo que utilizaremos para proyectar el periodo implícito serán los mismos que ocupamos para el 2025, el último periodo proyectado, esto se debe a que asumimos que no hay una fuerte diferencia en la definición de estrategias y el cumplimiento de resultados, por lo tanto, los flujos deberían mantenerse.

## 8.5. Flujos de caja libre proyectados

Dado los datos presentados en los puntos anteriores tenemos la información necesaria para mostrar los flujos de caja libre proyectados entre el último trimestre del 2021 hasta el 2025 incluyendo el valor terminal. Este es uno de los pasos más importantes para poder determinar el valor de la empresa bajo el método de FCD de Damodaran.

Tabla 52: Flujos de Caja Libre de Parque Arauco

En UF	4T 2021	2022	2023	2024	2025	2026
EBIT (después de impuestos)	708.888	2.670.754	2.767.634	2.870.143	2.978.739	2.978.739
(+) Depreciación y amortización	28.613	107.799	111.709	115.846	120.230	120.230
(-) Inversión de reposición	-28.613	-107.799	-111.709	-115.846	-120.230	-120.230
(-) Nuevas inversiones	-203.574	-939.849	-834.026	-834.026	-	-
(+/-) Liberación (Inversión) CTON	-109.116	-15.616	-16.524	-17.505	-	-
<b>Flujos de caja libre</b>	<b>396.198</b>	<b>1.715.289</b>	<b>1.917.084</b>	<b>2.018.612</b>	<b>2.978.739</b>	<b>2.978.739</b>

Fuente: Elaboración propia.

## 9. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

Continuando con nuestro proceso de valorización de Parque Arauco y habiendo determinado el Flujo de Caja Libre para esta compañía del periodo 4T 2021 hasta 2015, como periodo explícito, y año 2026 como periodo implícito, debemos realizar una serie de pasos para concluir con la valorización económica de la empresa, el cual consiste en traer los flujos a valor presente y con el monto nos da el valor de la empresa, el que posteriormente deberá dividirse por el número de acciones suscritas por la empresa para tener el precio por acción.

### 9.1. Valor presente de los flujos descontados

En la sección 7.5 determinamos los flujos de caja libres proyectados para la compañía, por lo que ahora debemos traerlos a valor presente utilizando la tasa de descuento de 5,5266%, que corresponde a la tasa WACC calculada en la sección 4.7. Todo esto aplicando la metodología definida para FCD según la publicación de Damodaran.

Para el cálculo del valor terminal a 2025, utilizaremos la siguiente fórmula:

$$VT = \frac{FCL_{2026}}{k_0}$$

Dónde: VT es el valor terminal al año 2025,  $FCL_{2026}$  es el Flujo proyectado para el año 2026 y que asciende a UF 2.978.739, y  $k_0$  es la tasa WACC, de 5,5266%.

Ahora bien, en lo que respecta al valor presente, utilizaremos la siguiente fórmula:

$$VP = \frac{FCL_{4T\ 2021}}{(1 + k_0)^{0,25}} + \frac{FCL_{2022}}{(1 + k_0)^{1,25}} + \frac{FCL_{2023}}{(1 + k_0)^{2,25}} + \frac{FCL_{2024}}{(1 + k_0)^{3,25}} + \frac{FCL_{2025} + VT}{(1 + k_0)^{4,25}}$$

Dónde: VP es el valor presente de los flujos futuros de cada periodo proyectado.

De esta manera, el Valor Presente de los flujos descontados, se presenta en la tabla 53.

Tabla 53: Valor Presente de los Flujos de Caja Libres de Parque Arauco

EN UF	4T 2021	2022	2023	2024	2025	2026
Flujos de Caja Libre Proyectados	396.198	1.715.289	1.917.084	2.018.612	2.978.739	2.978.739
Valor terminal a 2025	-	-	-	-	53.898.435	-
<b>Valor presente FCL</b>	390.906	1.603.744	1.698.545	1.694.833	45.253.286	-
Valor Presente Total (WACC = 5,5266%)	<b>50.641.313</b>					

Fuente: Elaboración propia.

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

En el numeral 5.5.2 nos referimos al Capital de Trabajo Operativo Neto y en el cual determinamos que, al 30 de septiembre de 2021, Parque Arauco presenta un déficit de capital de trabajo de -207.119 UF. Por lo que, para efectos de nuestra valoración, debemos comparar este CTON con el proyectado del 4T 2021.

Tabla 54: Liberación de Capital de Trabajo Operativo Neto

En UF	Valor
CTON real al 30 de septiembre de 2021	-207.119
CTON proyectado al 31 de diciembre de 2021	-114.266
Liberación de CTON	92.853

Fuente: Elaboración propia.

La tabla 54, nos indica que existe exceso de CTON que corresponde a 92.853 UF, este resultado permite reducir la brecha entre activos corrientes y pasivos corrientes, lo que podría implicar el pago de estos pasivos corrientes o el incremento de los activos corrientes.

## 9.3. Activos prescindibles y otros activos

Los activos prescindibles se presentan en la tabla 55, los cuales corresponden a los activos que la empresa puede liquidar y no afectarán a la generación de ingresos o flujos futuros.

Tabla 55: Activos prescindibles de Parque Arauco al 30 de septiembre de 2021

Activos prescindibles en UF	Al 30/Sep/2021	Operacional	No Operacional
Efectivo y equivalentes al efectivo	10.850.455		X
Otros activos financieros corrientes	74		X
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	34.175		X
Activos corrientes totales	10.884.704		
Otros activos financieros no corrientes	428.661		X
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	3.987.093		X
Total de activos no corrientes	4.415.754		
Total de activos	15.300.458		

Fuente: Elaboración propia.

Por lo tanto, el monto que corresponde a Activos prescindibles en UF es 15.300.458, siendo el Efectivo y equivalente de efectivo la mayor proporción.

#### 9.4. Valorización Económica de la Empresa

Ahora bien, para el cálculo de la valorización de la empresa es necesario, al valor presente de FCL agregaremos los excesos de CTON, los activos prescindibles y otros activos que son incrementos para los Flujos que podría generar la empresa. Posteriormente, le deduciremos la deuda financiera y así obtendremos el patrimonio económico, el que será dividido por el número de acciones de Parque Arauco para obtener el precio estimado de la acción en pesos, el cual para eso se usó como precio de la UF de al 30/09/2021 por un monto de 30.088,37.-

De esta manera, en la siguiente tabla se presentan los resultados del proceso de valorización para Parque Arauco al 30 de septiembre de 2021.

Tabla 56: Determinación Precio de la acción estimada de Parque Arauco

Al 30 de septiembre de 2021	
Valor presente FCL	50.641.313
Exceso CTON	92.853
Activos prescindibles y otros activos	15.300.458
<b>Valor total de los activos</b>	<b>66.034.624</b>
Deuda financiera	43.820.800
<b>Patrimonio económico en UF</b>	<b>22.213.823</b>
Número de acciones	905.715.882
Precio acción estimado en UF	0,024526260
<b>Precio acción estimado en pesos (CLP)</b>	<b>737,96</b>
Precio acción real en CLP	826,5
<b>Diferencia de precios (en %)</b>	<b>-10,71%</b>

Fuente: Elaboración propia.

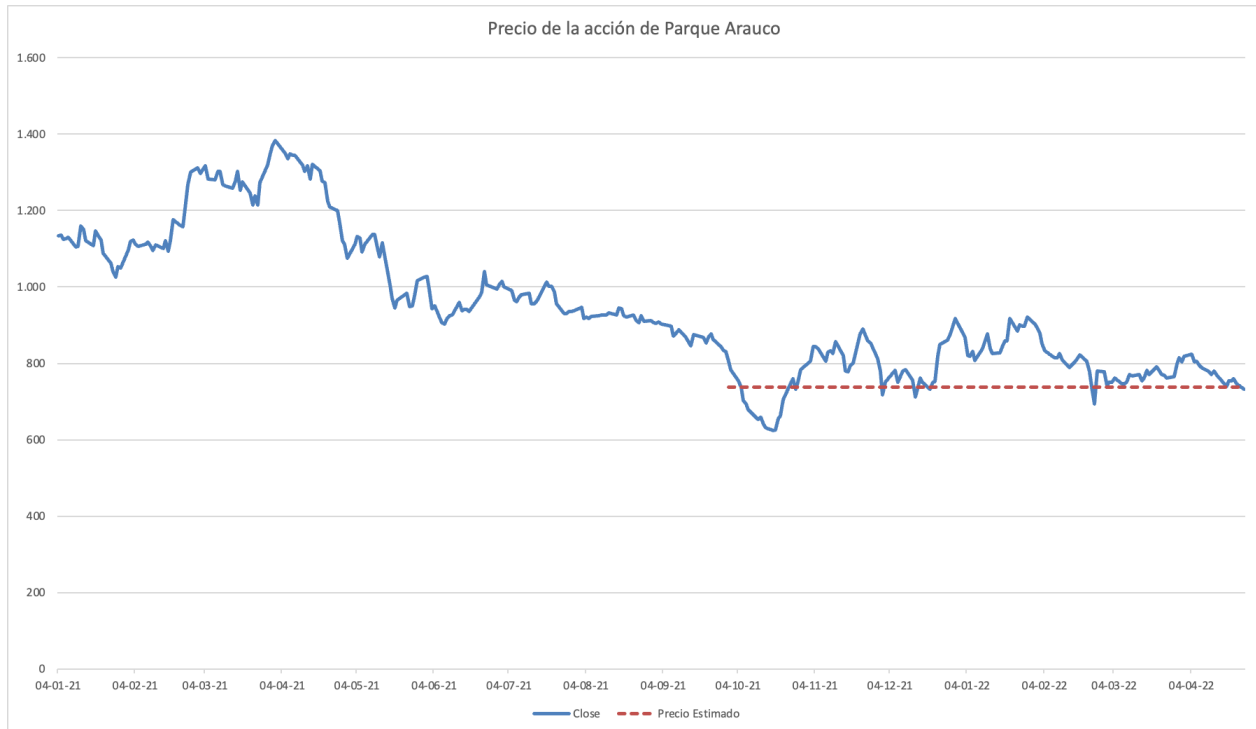
Observamos, a partir de la Tabla 56, que el precio estimado de la acción de Parque Arauco asciende a \$737,96, que es un 10,71% inferior al precio observado de cierre al 30 de septiembre de 2021, que corresponde a \$826,5. Por lo que, según nuestra valoración, la acción estaría sobrevalorada.

Las razones de la diferencia de precio, de un 10,71% a la baja, responden a, en primer lugar, la adopción de una postura conservadora sobre las tasas de crecimiento de los ingresos, ya que al 30 de septiembre de 2021 el futuro de la pandemia era incierta y podría involucrar nuevas cuarentenas que afectarán el cierre de locales, por lo que sumado, a las bajas expectativas de crecimiento para los países en los que opera Parque Arauco, estimamos que un criterio conservador sería un escenario acorde a las proyecciones futuras. Adicionalmente la empresa, aunque ha adquirido terrenos nuevos, no se ha pronunciado sobre la construcción o implementación de nuevos locales aparte de las que usamos para el cálculo de Flujos de inversión, los cuales ya estaban en proceso de construcción.

Otro factor que explica la diferencia observada guarda relación con la presencia de inversionistas institucionales, principalmente las AFP, ya que se han visto con la tentativa de demandar más acciones locales para poder cumplir con activos que son líquidos, pero que también cumplan con el criterio del tipo de instrumentos que se componen los fondos, haciendo que tengan que invertir en instrumentos que son accionarios pero que puedan vender fácilmente si presentan un retiro o tengan necesidad de liquidar. Dado lo anterior, se hace mucho más apetecible las acciones de Parque Arauco debido a los factores políticos que han tenido el país, incentivando a un mayor valor de las acciones.

Respecto a la figura 20, esta muestra el comportamiento que ha tenido la acción de Parque Arauco desde enero de 2021, mostrando una clara tendencia a la baja. Lo cual consideramos se debe principalmente a los factores externos que influyen en los flujos futuros que puede generar la empresa, ya que la gestión de la empresa sigue en asegurar un crecimiento sostenible. Por otra parte, a contar del 30 de septiembre, la acción de Arauco ha alcanzado un precio inferior al proyectado, lo que da cuenta de que las expectativas del mercado se han ajustado a la baja y por ende han mostrado un comportamiento cercano al de nuestra proyección.

Figura 20: Precio de la acción de Parque Arauco a contar del 4 de enero de 2021



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Eikon.

## 9.5. Análisis de Sensibilidad

Ahora bien, con la finalidad de evaluar qué variables resultan críticas para el proceso de estimación del precio de la acción efectuado, realizamos un análisis de sensibilidad que considera dos variables a evaluar:

- Tasa de descuento (WACC)
- Tasas de crecimiento de ingresos por país.



Para el desarrollo de este análisis consideramos 10 tasas de descuento adicionales a la utilizada en nuestro proceso de valoración, de 5,52%, y las establecimos como nuestro WACC +/- 0,5%.

En lo que respecta a las tasas de crecimiento de los ingresos, consideramos que las tasas se mueven en el mismo sentido, es decir, las tres tasas aumentan o disminuyen, aunque en distintas magnitudes, ya que para el caso de Chile y Perú utilizamos una variación de 0,05% y de Colombia de un 0,5%, esto debido a que la nueva apertura de tienda en dicho país, nos permite anticipar mayores ingresos. De esta forma, también consideramos 10 grupos de tasas.

Figura 21: Estimaciones de precio de la acción de Parque Arauco a partir de simulaciones

Tasas de crecimiento Ingresos (Chile, Perú, Colombia)	WACC's										
	3,03%	3,53%	4,03%	4,53%	5,03%	5,53%	6,03%	6,53%	7,03%	7,53%	8,03%
1,84%;2,71%;7,25%	2.132,5	1.682,0	1.343,5	1.080,1	869,2	696,7	553,0	431,4	327,2	237,0	158,1
1,89%;2,76%;7,75%	2.148,0	1.695,1	1.355,0	1.090,1	878,2	704,8	560,3	438,1	333,4	242,7	163,4
1,94%;2,81%;8,25%	2.163,7	1.708,4	1.366,5	1.100,3	887,3	713,0	567,7	444,9	339,6	248,5	168,8
1,99%;2,86%;8,75%	2.179,5	1.721,9	1.378,1	1.110,6	896,4	721,2	575,2	451,7	346,0	254,3	174,2
2,04%;2,91%;9,25%	2.195,5	1.735,4	1.389,9	1.120,9	905,7	729,5	582,8	458,7	352,3	260,2	179,7
2,09%;2,96%;9,75%	2.211,6	1.749,1	1.401,8	1.131,4	915,0	738,0	590,4	465,6	358,8	266,2	185,2
2,14%;3,01%;10,25%	2.227,9	1.763,0	1.413,8	1.142,0	924,4	746,4	598,1	472,7	365,2	272,2	190,8
2,19%;3,06%;10,75%	2.244,3	1.776,9	1.425,9	1.152,7	934,0	755,0	605,9	479,8	371,8	278,2	196,4
2,24%;3,11%;11,25%	2.260,9	1.791,1	1.438,2	1.163,4	943,6	763,7	613,8	487,0	378,4	284,4	202,1
2,29%;3,16%;11,75%	2.277,7	1.805,3	1.450,5	1.174,3	953,3	772,4	621,7	494,3	385,1	290,5	207,9
2,34%;3,21%;12,25%	2.294,6	1.819,7	1.463,0	1.185,3	963,1	781,3	629,8	501,6	391,8	296,8	213,7

Fuente: Elaboración propia.

La figura 21 nos permite concluir que la variable crítica corresponde a la tasa de descuento, ya que en la medida que esta se incrementa el precio estimado de la acción tiende a la baja, independiente de si la tasa de crecimiento de los ingresos se incrementa o disminuye. Por otra parte, en la medida que la tasa de descuento disminuye, el precio estimado se incrementa con independencia de las tasas de crecimiento utilizadas para el proceso de simulación. El escenario base se muestra en destacado.

De esta forma, si hubiésemos utilizado una tasa de descuento que se encontrara entre 5,03% y 5,53%, nuestro precio estimado rondaría el precio observado de la acción al 30 de septiembre de 2021, según se presenta en la siguiente tabla.

*Tabla 57: Precio estimado de la acción para Parque Arauco según tasa de descuento*

WACC	Precio Estimado Acción	Variación con respecto al precio observado
5,03%	915,02	10,71%
5,08%	893,62	8,12%
5,14%	872,68	5,59%
5,19%	852,19	3,11%
5,25%	832,14	0,68%
5,30%	812,51	-1,69%
5,36%	793,29	-4,02%
5,42%	774,46	-6,30%
5,53%	737,96	-10,71%

*Fuente: Elaboración propia.*

Lo anterior, deja de manifiesto la importancia de la tasa de descuento en el proceso de valoración, ya que en la construcción de ella confluyen distintas variables tales como la estructura de capital óptima, la tasa de renta fija, el premio por riesgo de mercado, el beta de la acción, el costo de la deuda, entre otros, los cuales presentan el sesgo de quien los selecciona y que por lo tanto, pueden incidir en la determinación de distintos valores del precio estimado de la acción que difieran entre sí, por efecto de los sesgos de quienes los realizan.

Adicionalmente la tasa de descuento representa el retorno exigido que debería solicitar el inversionista por todos los supuestos y variables antes mencionadas, y mientras más retornos exige el inversionista menor es el precio que está dispuesto a pagar, que es lo que se menciona en el punto anterior, y esto impacta a cada uno de los flujos descontando todos los flujos del proyecto.

## 10. CONCLUSIONES

El presente informe planteó como objetivo realizar una valoración de Parque Arauco, a través de la metodología de Flujos de Caja Descontados (FCD) y que nos permitirá estimar un precio de la acción, al 30 de septiembre de 2021, de la compañía, el cual posteriormente sería comparado con el precio observado de la acción y así determinar eventuales estrategias de compra/venta del instrumento.

Para lo anterior, utilizamos como fuente de información los Estados Financieros de Parque Arauco, de los años 2017 a la fecha, como también información complementaria como sus Memorias, reportes trimestrales, entre otros documentos disponibles en su página web como también en la Comisión para el Mercado Financiero. Si bien, estos insumos nos permitieron realizar nuestro análisis, es útil indicar que ellos muchas veces contienen información histórica y no de futuro, con la salvedad de titulares o grandes anuncios, lo que representa una limitante al no contar con expectativas futuras de la propia compañía, por ser información interna y sensible, lo que implicó la adopción de supuestos en aspectos claves como futuros crecimientos de ingresos o plazos de inversión de nuevos centros comerciales.

De esta manera, nuestro trabajo comenzó con una descripción de Parque Arauco, señalando, entre otros temas, que su giro corresponde al desarrollo y administración de activos inmobiliarios de multiformato, que mantiene operaciones en Chile, Perú y Colombia, que es una empresa que cotiza en la Bolsa de Valores de Santiago. Esto nos permitió conocer la empresa y sus operaciones y que facilitó la adopción de ciertos supuestos para el proceso de valorización.

Ahora bien, en una primera etapa de nuestro trabajo, nos enfocamos en desarrollar la valorización a través del método de Flujo de Caja Descontado (FCD), identificando tres elementos claves que desarrollamos en el informe. El primer elemento corresponde a la estimación de una tasa de descuento (Tasa WACC) apropiada para Parque Arauco, de 5,5266%, la cual fue

producto de una serie de insumos tales como el beta apalancado (1,1753), la estructura de capital objetivo (66,22%), el costo de la deuda (3,69%), el Premio por Riesgo de Mercado, de 5,4%, entre otros.

Un segundo elemento clave corresponde a la proyección del Estado de Resultados de Parque Arauco, para lo cual utilizamos como fuente de información, los Estados Financieros del periodo 2017 a septiembre de 2021, ya que estos nos permitieron realizar una serie de análisis sobre temas claves como el crecimiento histórico de los ingresos, el comportamiento de los costos, los márgenes de la compañía, entre otros. Así, seleccionamos una serie de supuestos, tales como tasas de crecimiento de ingresos por país, la relación entre costos de venta, GAV y otros ítems en relación a los ingresos. Aquí, es relevante indicar que considerando que la valorización se realiza al 30 de septiembre de 2021, adoptamos una postura conservadora sobre el crecimiento de los ingresos, toda vez que la situación de pandemia por Covid-19 ha presentado comportamientos irregulares, presentando periodos de restricciones de libre circulación, los cuales han afectado la apertura/cierre de los centros comerciales, por lo que estimar un comportamiento futuro de la pandemia resulta un ejercicio con bastante incertidumbre, por lo que la proyección de los ingresos se basó en crecimientos históricos de momentos de mayor normalidad, como lo son los años 2018-2019, los que además son años referenciales para las expectativas de Parque Arauco en cuanto a recuperar el crecimiento de dichos años. De esta manera, y tal como se indica de forma detallada de nuestro informe, procedimos a proyectar el Estado de Resultados para el periodo Cuarto trimestre del 2021 (4T 2021) hasta el año 2025, denominado periodo explícito. Con esta información procedimos a proyectar los Flujos de Caja Libre para Parque Arauco para el periodo explícito. También, consideramos un valor terminal de Parque Arauco, a contar del año 2026, y que se utilizaron los flujos de caja libre proyectados para el año 2025. Este valor terminal se determinó sin crecimiento, debido a que es una empresa consolidada y que además no se tiene conocimiento de nuevas inversiones, más allá de las presentadas en su plan de inversión y tratadas en el presente informe.

Un tercer elemento clave corresponde al proceso de descontar los Flujos de Caja libre y realizar los ajustes correspondientes, para determinar un precio estimado de la acción al 30 de

septiembre de 2021. De esta manera, los Flujos de caja libre que proyectamos para el periodo explícito más el valor terminal, los descontamos con nuestra tasa wacc estimada, de 5,5266%, y obtuvimos el Valor Presente de los flujos de caja libre proyectados. Posteriormente, a este valor presente le adicionamos los activos prescindibles, el CTON y se le resta la deuda financiera, obteniendo como resultado el patrimonio económico de Parque Arauco, el cual dividimos por el número de acciones a la fecha de valoración y determinamos un precio estimado para la acción de Parque Arauco, al 30 de septiembre, de \$737,9.

De esta forma, a través del método de FCD estimamos un precio por acción de \$737,9, el que, si comparamos con el precio observado, de \$826,5, resulta un 10,71% inferior, dándonos indicios de que la acción está sobrevalorado. La variación entre el precio estimado y el observado responde a múltiples factores, sin embargo, hemos identificado que la adopción de supuestos, que conllevan el sesgo de los autores de este trabajo, es un factor que explica la diferencia observada, ya que en materia de ingresos se adoptó un supuesto conservador sobre las tasas de ingresos para proyectarlos, principalmente influenciado por la situación de Covid-19 y la incertidumbre futura. También en la determinación de una tasa de descuento influye el sesgo de los autores, lo que se ve reflejado en el análisis de sensibilidad realizado, ya que identificamos precios estimados más cercanos al observado, en la medida que la tasa WACC y tasas de crecimiento de ingresos disminuyen. Otro factor que puede explicar la variación entre precios responde a las expectativas del mercado, quienes cuentan con otro tipo de información y/o análisis de proyecciones, y finalmente, estimamos que lo retiros de fondos de AFP han repercutido en los precios, debido a una mayor demanda de estas, en la necesidad de contar con instrumentos de mayor liquidez.

Es importante indicar, que posterior al periodo de valoración, la acción de Parque Arauco ha tendido a converger al precio estimado.

## 11. BIBLIOGRAFÍA

- Aswath Damoran. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
- Aswath Damoran. (2021). El pequeño libro de la valorización de empresas-
- Fernández, P. (2012). Valoración de empresas: *cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000. (Paginas 5,18-26)
- Parque Arauco S.A. (2021) Memorias; <https://www.parauco.com/parque-arauco-corporativo>
- Ohlson, J.A., Zhang, X.J. (1999). *On the Theory of Forecast Horizon in Equity Valuation*, *Journal of Accounting Research* 37, 437-449.
- Ross Stephan; Westerfield Radolph.; Jaffe Jeffrey (2012). *Finanzas corporativas*. MacGraw-Hill. pp. 430-450.
- Carlos Maqueira Villanueva, 2010 *Finanzas Corporativas* (páginas 365-425)
- Parque Arauco S.A. (2021) Estados Financieros septiembre 2021. <https://www.parauco.com/parque-arauco-corporativo>
- Parque Arauco S.A. (2021) Reporte 3Q2021 <https://www.parauco.com/parque-arauco-corporativo>
- Los incentivos fiscales a las empresas en América Latina y el Caribe (2019) [https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/44787/1/S1900605\\_es.pdf](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/44787/1/S1900605_es.pdf)
- <https://www.pauta.cl/economia/marcel-se-reune-con-boric-por-definiciones-tributarias>
- <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=94627000&grupo=0&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwY2ACTAAABY%20AAW&vig=VI&control=svs&pestanias=25>
- Comunicado de Parque Arauco, CMF (2020) [https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver\\_sgd.php?s567=28a3d53d6ab13992](https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=28a3d53d6ab13992)

[66ac2591c470b99eVFdwQmVVMUVRWHBOUkVFeVRVUIpIVTVuUFQwPQ==&secuencia=1](https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=de82bed2c8e6c4c035ef7aaef3cf5ad9VFdwQmVVMUVRWHBOUkVFeVRVUIpIVTVuUFQwPQ==&secuencia=1)

- Memoria Anual de Plaza S.A. (Pag 14, pág. 42)  
[https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver\\_sgd.php?s567=de82bed2c8e6c4c035ef7aaef3cf5ad9VFdwQmVVMXFRVEJOUkVWNVQwUk5OVTISUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1650134350](https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=de82bed2c8e6c4c035ef7aaef3cf5ad9VFdwQmVVMXFRVEJOUkVWNVQwUk5OVTISUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1650134350)
- Memoria Anual de Cencosud Shopping S.A.  
<https://static1.squarespace.com/static/5429bbc9e4b06a1d711a4542/t/610584298b012e7842dcd384/1627751601289/Memoria+Cencosud+Shopping+2020V2.pdf>
- <https://www.latercera.com/pulso-pm/noticia/frente-a-frente-en-la-pelea-accionaria-de-los-centros-comerciales/YRNWGAKUAVGCNDEORFPGV23DIA/>
- <https://www.america-retail.com/chile/cencosud-shopping-mantuvo-en-promedio-781-de-su-gla-abierto>

## 12. ANEXOS

### 12.1. Anexo I: Estados de resultados de Parque Arauco y sus componentes en relación a los ingresos.

ESTADO DE RESULTADOS	2017	2018	2019	2020	Sep. 2020	Sep. 2021
Ingresos Ordinarios	6.799.542	6.878.754	7.262.918	4.329.223	2.870.008	3.640.805
Costo de Venta	-1.468.263	-1.430.660	-1.411.614	-1.090.373	-814.475	-885.707
<b>Margen Bruto</b>	<b>5.331.279</b>	<b>5.448.094</b>	<b>5.851.304</b>	<b>3.238.849</b>	<b>2.055.532</b>	<b>2.755.098</b>
Gastos de Administración	-471.762	-452.163	-532.975	-982.578	-773.589	-371.491
<b>EBITDA</b>	<b>4.859.517</b>	<b>4.995.931</b>	<b>5.318.328</b>	<b>2.256.271</b>	<b>1.281.943</b>	<b>2.383.607</b>
Depreciación y Amortización	-145.893	-121.295	-168.088	-180.953	-138.751	-115.361
<b>Resultado Operacional - EBIT</b>	<b>4.713.624</b>	<b>4.874.636</b>	<b>5.150.240</b>	<b>2.075.318</b>	<b>1.143.192</b>	<b>2.268.246</b>
Otros Ingresos por función	-	1.184.320	1.735.481	1.190.390	35.118	65.221
Otros gastos por función	-132.630	-363.533	-388.320	-692.558	-227.562	-106.136
Ingresos financieros	213.827	289.336	404.256	257.800	222.616	66.525
Costos financieros	-1.421.246	-1.328.717	-1.414.557	-1.713.531	1.159.216	-1.080.921
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios	435.251	374.742	253.855	179.288	-28.998	128.340
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	-3.004	-213	28.600	36.630	48.076	-101.592
Resultados por unidades de reajuste	-399.804	-658.372	-772.643	-817.567	-394.656	-866.372
Ganancias (pérdidas) que surgen de diferencias entre importes en libros anteriores y el valor razonable de activos financieros reclasificados como medidos al valor razonable	1.924.369	1.825.650	-	-	-	-
<b>Ganancia (pérdida) antes de impuesto</b>	<b>5.330.386</b>	<b>6.197.849</b>	<b>4.996.912</b>	<b>515.770</b>	<b>-361.430</b>	<b>373.312</b>
Gasto por Impto. a Ganancias	-1.618.652	-1.721.669	-1.300.591	-369.619	-38.177	-218.586
<b>Resultado Neto</b>	<b>3.711.734</b>	<b>4.476.179</b>	<b>3.696.321</b>	<b>146.152</b>	<b>-399.607</b>	<b>154.725</b>

Fuente: elaboración propia.



<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>Sep-20</b>	<b>Sep-21</b>
Ingresos Ordinarios	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Venta	-	-	-	-	-	-
	21,59%	20,80%	-19,44%	-25,19%	28,38%	24,33%
<b>Margen Bruto</b>	<b>78,41%</b>	<b>79,20%</b>	<b>80,56%</b>	<b>74,81%</b>	<b>71,62%</b>	<b>75,67%</b>
Gastos de Administración	-6,94%	-6,57%	-7,34%	-22,70%	-	-
<b>EBITDA</b>	<b>71,47%</b>	<b>72,63%</b>	<b>73,23%</b>	<b>52,12%</b>	<b>44,67%</b>	<b>65,47%</b>
Depreciación y Amortización	-2,15%	-1,76%	-2,31%	-4,18%	-4,83%	-3,17%
<b>Resultado Operacional - EBIT</b>	<b>69,32%</b>	<b>70,87%</b>	<b>70,91%</b>	<b>47,94%</b>	<b>39,83%</b>	<b>62,30%</b>
Otros Ingresos por función	0%	17,22%	23,90%	27,50%	1,22%	1,79%
Otros gastos por función	-1,95%	-5,28%	-5,35%	-16,00%	-7,93%	-2,92%
Ingresos financieros	3,14%	4,21%	5,57%	5,95%	7,76%	1,83%
Costos financieros	-	-	-	-	-	-
	20,90%	19,32%	-19,48%	-39,58%	40,39%	29,69%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	6,40%	5,45%	3,50%	4,14%	-1,01%	3,53%
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	-0,04%	0,00%	0,39%	0,85%	1,68%	-2,79%
Resultados por unidades de reajuste	-5,88%	-9,57%	-10,64%	-18,88%	-	-
Ganancias (pérdidas) que surgen de diferencias entre importes en libros anteriores y el valor razonable de activos financieros reclasificados como medidos al valor razonable	28,30%	26,54%	0%	0%	0%	0%
<b>Ganancia (pérdida) antes de impuesto</b>	<b>78,39%</b>	<b>90,10%</b>	<b>68,80%</b>	<b>11,91%</b>	<b>12,59%</b>	<b>10,25%</b>
Gasto por Impto. a Ganancias	-	-	-	-	-	-
	23,81%	25,03%	-17,91%	-8,54%	-1,33%	-6,00%
<b>Resultado Neto</b>	<b>54,59%</b>	<b>65,07%</b>	<b>50,89%</b>	<b>3,38%</b>	<b>13,92%</b>	<b>4,25%</b>

Fuente: elaboración propia.

## 12.2. Anexo II: Banco de Terrenos de Parque Arauco

Nombre	m <sup>2</sup>	% propiedad	Costo total (moneda local) <sup>1</sup>	Costo total (US\$MM) <sup>2</sup>
Quilicura	29.600	100%	70.100	3
Buenaventura	74.900	100%	321.700	12
Chicureo	47.600	100%	200.300	7
Los Andes	40.100	100%	115.400	4
San Pedro de la Paz	17.000	100%	51.000	2
Buín	43.700	100%	194.900	7
<b>Total Chile</b>	<b>252.900</b>	<b>100%</b>	<b>953.400</b>	<b>35</b>
Chimbote	42.700	100%	17.600	4
Talara	30.700	100%	10.200	3
Ica	12.600	100%	13.400	3
Chiclayo	7.100	100%	5.600	1
Pomalca Chiclayo	45.000	100%	6.900	2
Terrenos Desarrollos Panamericana	251.100	50%	96.900	23
<b>Total Perú</b>	<b>389.200</b>	<b>67%</b>	<b>150.600</b>	<b>36</b>
Neiva	49.500	100%	22.100	6
Valledupar	46.000	100%	30.500	8
Barranquilla	56.200	100%	58.600	15
<b>Total Colombia</b>	<b>151.700</b>	<b>100%</b>	<b>111.200</b>	<b>29</b>
<b>Total</b>	<b>793.800</b>	<b>84%</b>		<b>100</b>

Fuente: Reporte de Resultado 3T, 2021 Parque Arauco.