



**VALORACIÓN DE LA EMPRESA PARQUE
ARAUCO S.A.
Mediante Métodos de Múltiplos**

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

**Alumno: Karina Guajardo Alarcón
Profesor Guía: Francisco Orellana Marcet**

Santiago, Agosto de 2022

Karina Guajardo Alarcón

Este informe lo dedico a mis seres queridos que me han apoyado constantemente en mis distintos procesos de crecimiento, también a mi compañero de tesis que me ha facilitado todo este proceso. Y a mis mascotas Pelu y Shiro que sin ellos apoyándome en las noches sería más difícil mantenerme despierta.

Tabla de contenido

1. RESUMEN EJECUTIVO	6
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	7
2.1. Descripción de la empresa	7
2.1.1. Antecedentes del negocio e historia	11
2.1.2. Principales accionistas	14
2.1.3. Filiales	15
2.2. Descripción de la industria	18
2.2.1. Estado actual	21
2.2.2. Regulación y fiscalización	23
2.2.3. Empresas comparables	25
3. METODOLOGÍA	27
3.1. Principales métodos de valoración	27
3.1.1. Método de flujos de caja descontados	28
3.1.2. Método de múltiplos	31
4. ESTRUCTURA DE CAPITAL	33
4.1. Deuda Financiera	33
4.2. Patrimonio Económico	37
4.3. Valor Económico	39
4.4. Estructura de capital histórica y objetivo	40
5. ESTIMACIÓN COSTO DE CAPITAL	41
5.1. Costo de la deuda	41
5.2. Beta de la deuda	41
5.3. Estimación del beta patrimonial	42
5.4. Beta patrimonial sin deuda	45
5.5. Beta patrimonial con estructura de capital	46
5.6. Costo Patrimonial	47
5.7. Costo de capital	47
6. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS	48

6.1.	Análisis de las empresas comparables	48
6.2.	Múltiplos por la industria	51
6.3.	Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria	54
6.4.	Análisis de los resultados	58
7.	CONCLUSIONES	60
8.	BIBLIOGRAFÍA	62

Índice de Tablas

Tabla 1: Ficha técnica de Parque Arauco.....	7
Tabla 2: Ingresos, EBITDA y Resultado de Parque Arauco.....	8
Tabla 3: Datos de Clasificación de Riesgo de Parque Arauco.....	10
Tabla 4: 12 Mayores accionistas de Parque Arauco, septiembre de 2021.....	15
Tabla 5: Filiales Parque Arauco, septiembre de 2021.....	16
Tabla 6: Antecedentes Cencosud Shopping Centers S.A.....	25
Tabla 7: Indicadores Cencosud Shopping Centers S.A.....	25
Tabla 8: Antecedentes Mall Plaza.....	26
Tabla 9: Indicadores Mall Plaza.....	26
Tabla 10: Deuda Financiera Parque Arauco.....	34
Tabla 11: Características Bono Serie O, Parque Arauco.....	37
Tabla 12: Patrimonio Económico Parque Arauco.....	38
Tabla 13: Valor económico Parque Arauco.....	39
Tabla 14: Estructura de capital histórica de Parque Arauco.....	40
Tabla 15: Resumen resultados regresión con retornos IGPA.....	44
Tabla 16: Resultados intercepto y beta de la regresión.....	44
Tabla 17: Resumen resultados de la regresión con retornos IPSA.....	45
Tabla 18: ABL en Miles de m2 por cada compañía.....	49
Tabla 19: Ingresos operacionales de cada compañía, en Miles de UF.....	50
Tabla 20: EBITDA de cada compañía, en Miles de UF.....	51
Tabla 21: Fondos de la Operación (FFO) de cada compañía, en miles de UF.....	51
Tabla 22: Definición del cálculo de los múltiplos.....	52
Tabla 23: Múltiplos de empresas comparables.....	52
Tabla 24: Múltiplos de la Industria.....	53
Tabla 25: Indicadores de Parque Arauco, septiembre 2021.....	54
Tabla 26: Valorización por Múltiplos de Parque Arauco.....	55
Tabla 27: Valoración por Múltiplos de la industria en pesos chilenos.....	55
Tabla 28: Precios Estimados de la acción de Parque Arauco a partir de ratios FFO y GLA históricos.....	56

Índice de Figuras

Figura 1: Diversificación de los ingresos de Parque Arauco	9
Figura 2: Composición de Infraestructura de Parque Arauco	9
Figura 3: Indicadores Financieros septiembre 2019-2021 Parque Arauco	10
Figura 4: Evolución principales indicadores de Parque Arauco	13
Figura 5: Estructura de propiedad de Parque Arauco, julio de 2021	14
Figura 6: Estructura de propiedad de Parque Arauco, diciembre de 2020.....	14
Figura 7: Estructura Societaria Parque Arauco	18
Figura 8: Variación Anual Índice General	22
Figura 9: Flujo de Caja libre de Maqueira, 2010	31
Figura 10: Estructura deuda financiera Parque Arauco	35
Figura 11: Tipo de deuda financiera Parque Arauco.....	36
Figura 12: Comportamiento precio de la acción Parque Arauco	38
Figura 13: Retornos IGPA, IPSA y Parque Arauco	43
Figura 14: Área Bruta Locataria por compañía.....	49
Figura 15: Precio de la Acción de Parque Arauco y precios estimados.....	57

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 m² 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

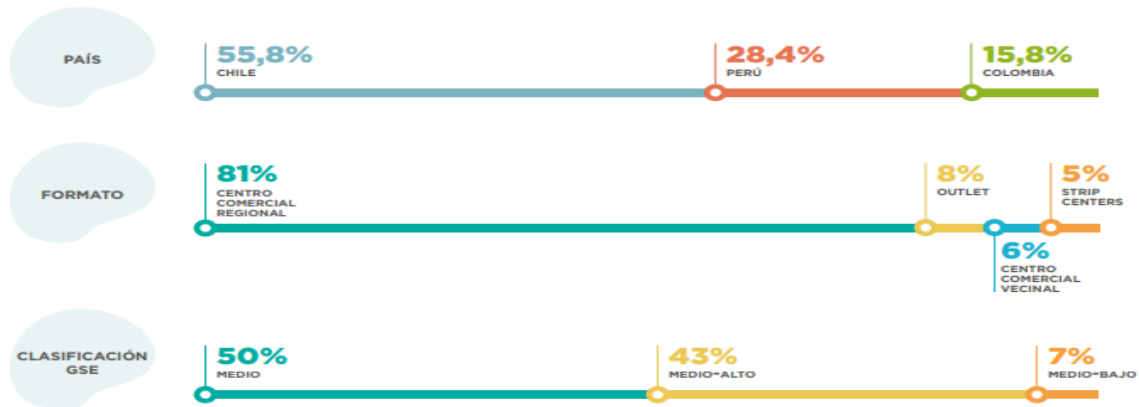
Países de Operación	Septiembre 2021				Año 2020			
	Ingresos en UF	%	EBITDA en UF	%	Ingresos en UF	%	EBITDA en UF	%
Chile	2.182.468	57,92%	1.314.259	55,98%	2.332.304	55,76%	1.077.370	53,73%
Perú	979.775	26,00%	603.472	25,71%	1.189.862	28,45%	523.023	26,08%
Colombia	606.062	16,08%	429.949	18,31%	660.578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

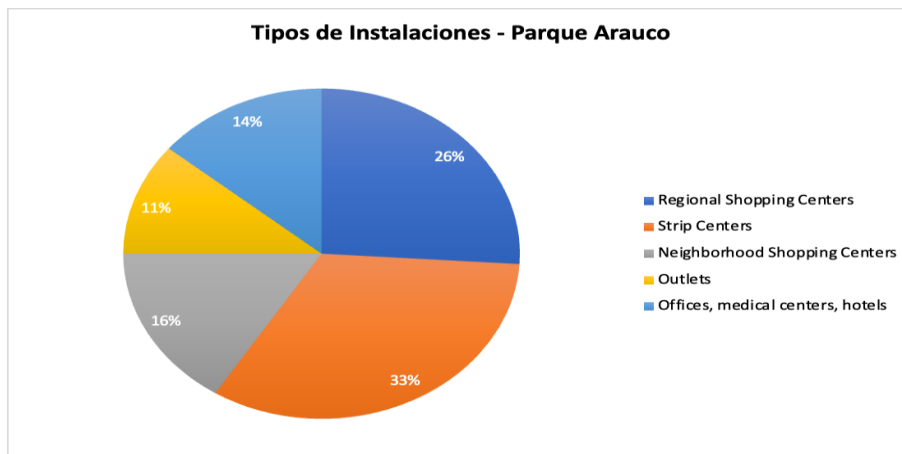
Cifras al 31 de diciembre de 2020



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.

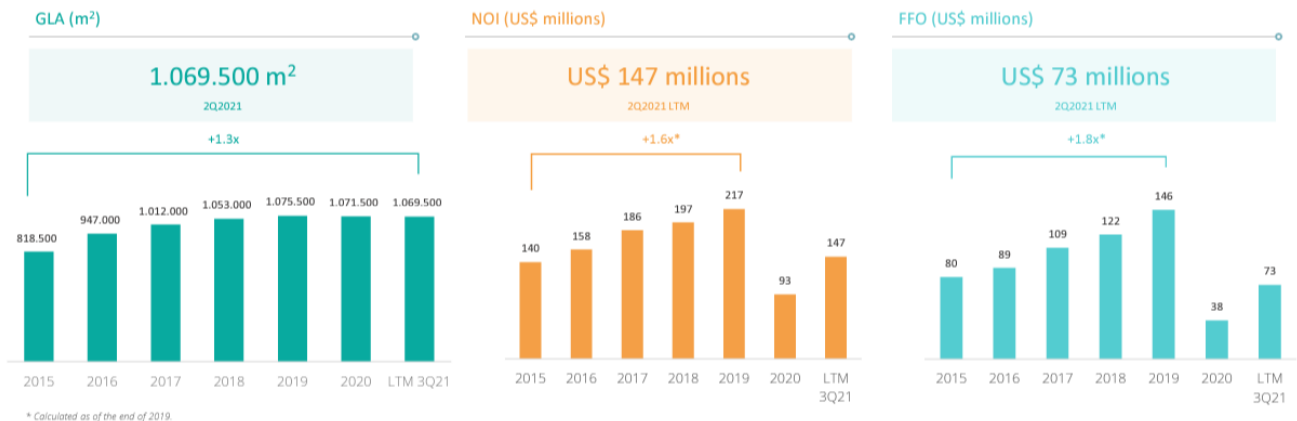
- En 2010 se inaugura el primer centro comercial regional en Colombia Parque Arboleda.

- 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.

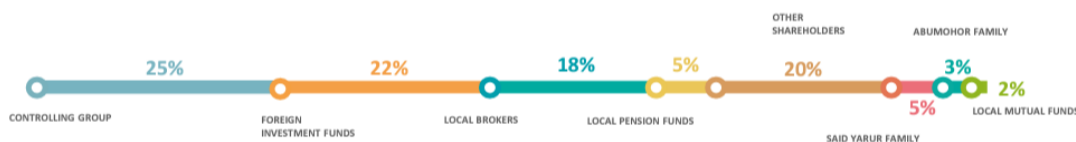
$$FFO = \text{EBITDA} + \text{Ingresos Financieros} + \text{Costos Financieros} + \text{Impuestos Corrientes} \\ + \text{FFO Empresas Relacionadas}$$

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 ilustraciones, las cuales no presentan mayor variación en un periodo de 6 meses:

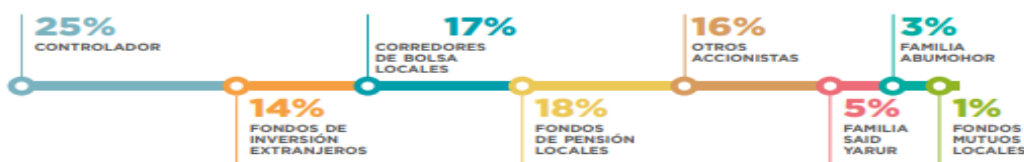
Figura 5: Estructura de propiedad de Parque Arauco, julio de 2021



Fuente: Reporte septiembre 2021 Parque Arauco

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

Estructura de propiedad



Fuente: Memoria Anual Parque Arauco¹

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=AAAwY2ACTAAABY%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

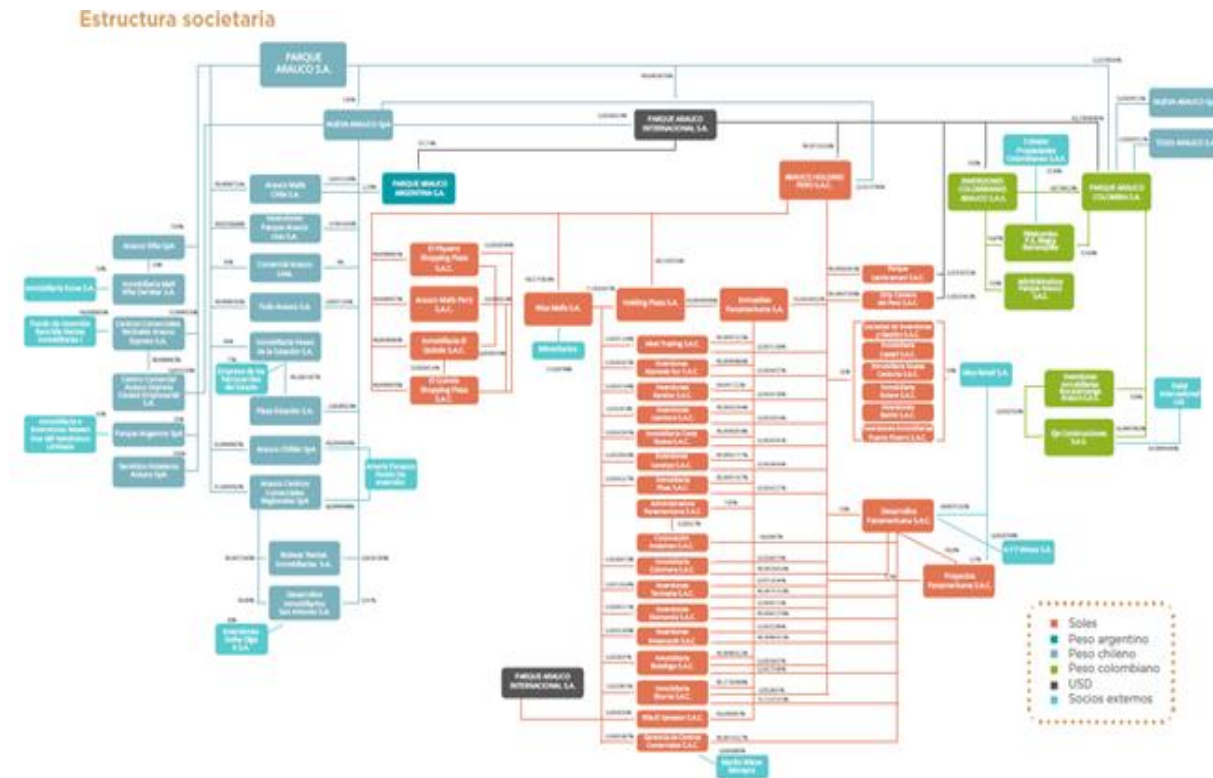
Nombre Sociedad	País	Moneda funcional	Porcentaje de Participación			
			30-9-2021			31-12-2020
			Directo	Indirecto	Total	Total
Inversiones Parque Arauco Uno S.A.	Chile	Peso Chileno	99,82%	0,18%	100%	100%
Desarrollos Inmobiliarios San Antonio S.A.	Chile	Peso Chileno	0%	70%	70%	70%
Centros Comerciales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

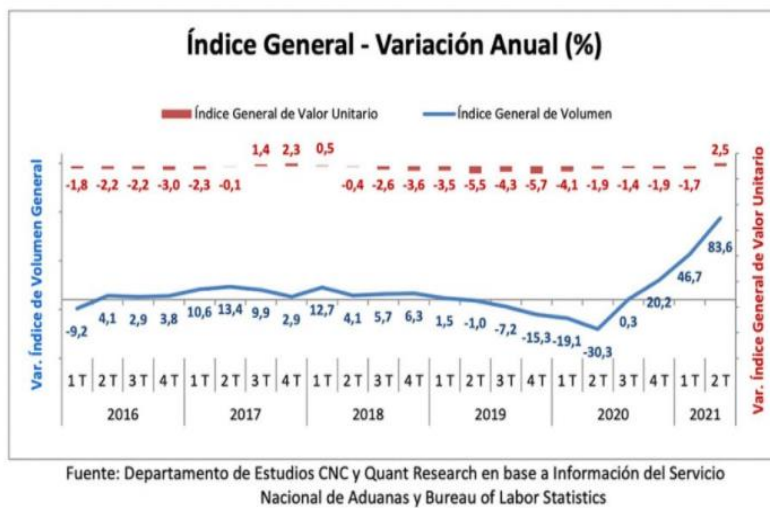
Los cambios regulatorios también es algo que ha reflejado la nueva tendencia de los países en donde operan, lo cual presentan un factor que genera un grado de inestabilidad en la estimación de los flujos esperados de la industria.

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 Nemo-técnico	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 Nemo-técnico	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 múltiples.

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_d) 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 m² 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:

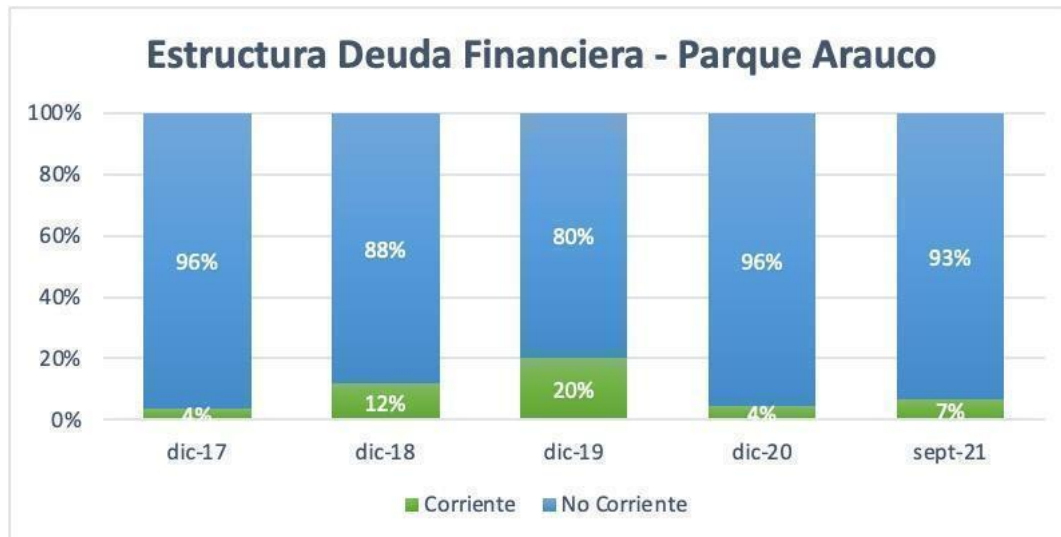
Tabla 10: Deuda Financiera Parque Arauco

Deuda Financiera en UF	Dic - 2017	Dic - 2018	Dic - 2019	Dic-2020	Sep-2021
Total corriente	1.236.566	4.458.252	8.799.513	2.071.929	2.883.876
Otros Pasivos Financieros Corrientes	1.236.566	4.458.252	8.762.631	2.007.204	2.818.567
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	-	-
Pasivos por Arrendamientos Corrientes	-	-	36.882	64.725	65.309
Total no corriente	29.551.736	32.545.159	34.510.630	45.639.377	40.936.925
Otros pasivos financieros no corrientes	29.551.736	32.545.159	32.775.341	43.116.116	38.308.567
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	-	-
Pasivos por arrendamientos no corrientes	-	-	1.735.289	2.523.261	2.628.358
Total	30.788.302	37.003.411	43.310.144	47.711.306	43.820.800

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

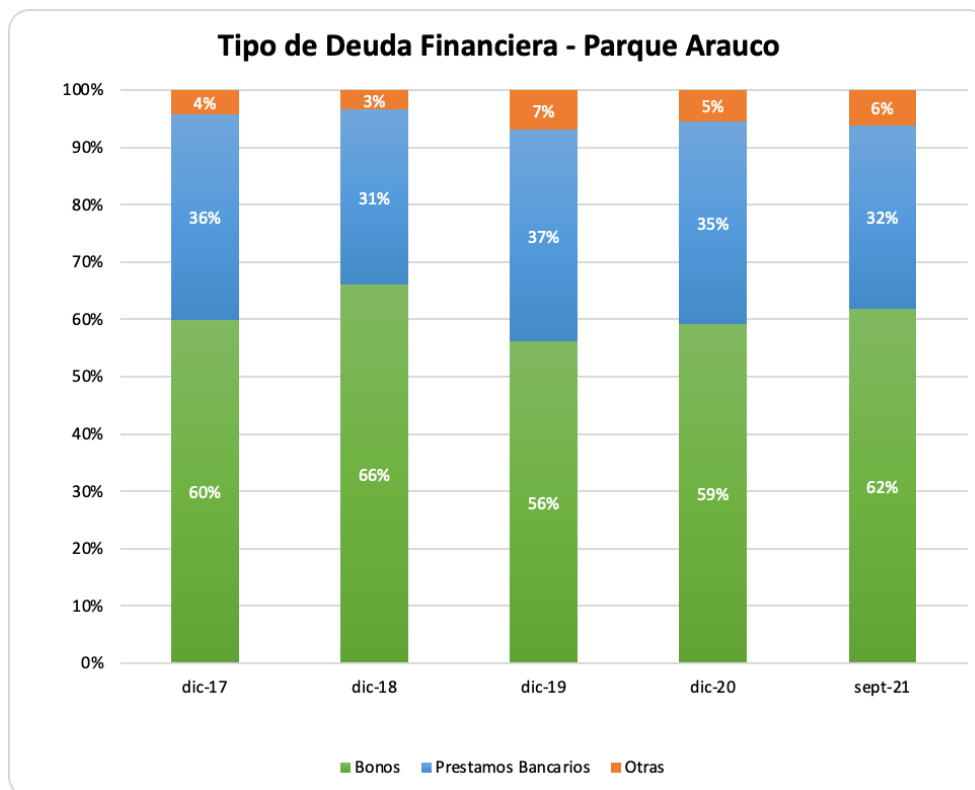


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la Tabla 10.

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.

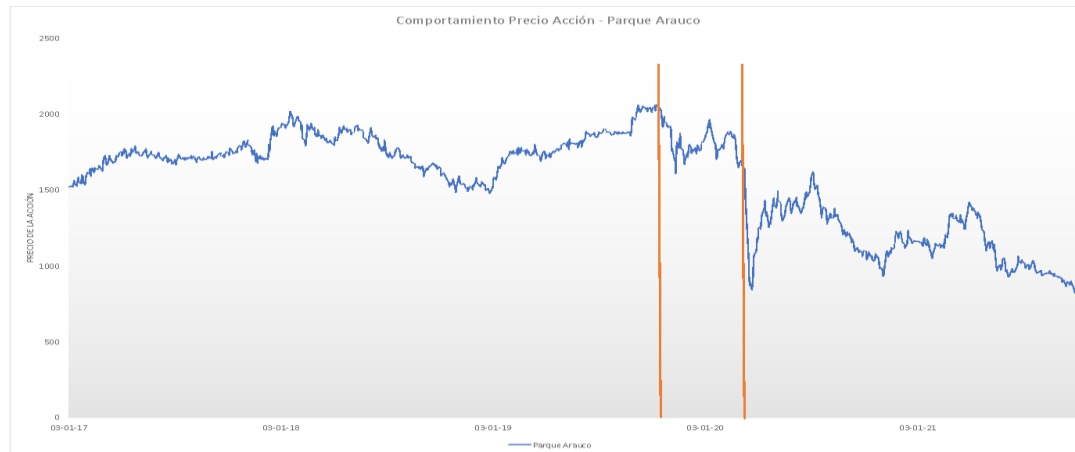
Tabla 12: Patrimonio Económico Parque Arauco

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 3.2. 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 13, 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, β_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%

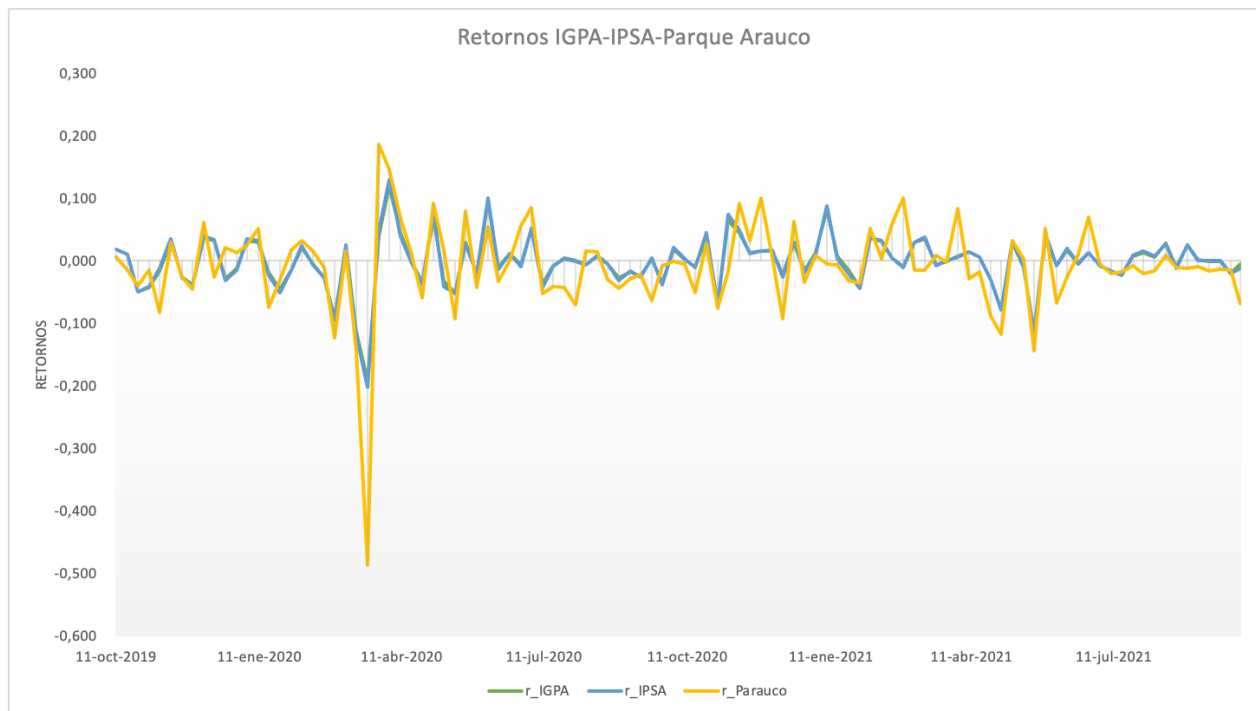
$$\begin{aligned} 3,69\% &= 1,03\% + 5,4\% * \beta_b \\ \beta_b &= (3,69\% - 1,03\%) / 5,4\% \\ \beta_b &= 0,49 \end{aligned}$$

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, α 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 β 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

	Coefficientes	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 β_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%

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

$$\beta_p^{*c/d} = 1,1753$$

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:

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

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.

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

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. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

Tal como se señaló en la sección 3.1.2 del presente informe, el método de valorización se llama múltiplos porque se utilizan diferentes ratios que permiten calcular el valor de una empresa a partir de ratios de empresas de similares características, denominadas comparables.

6.1. Análisis de las empresas comparables

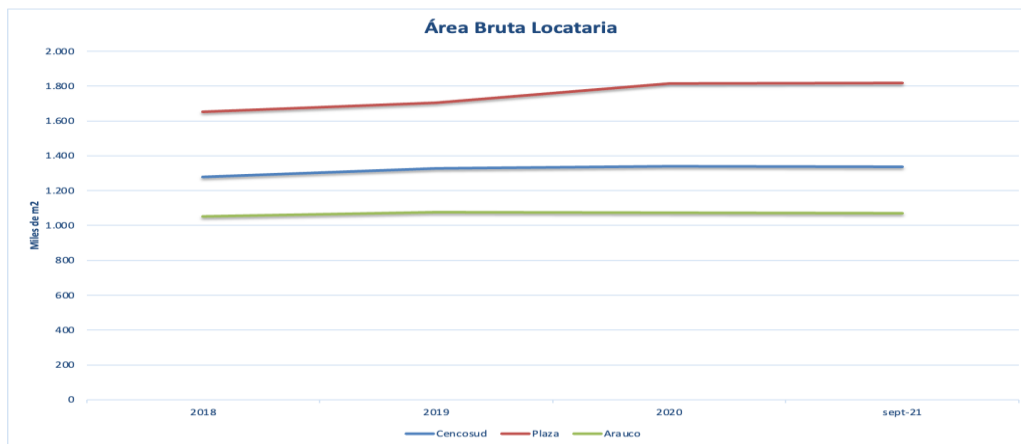
En la sección 2.2.3, identificamos dos empresas chilenas, que serán las que utilizaremos como empresas comparables y que corresponden a Cencosud Shopping Centers S.A. y Mall Plaza S.A. Es útil indicar que se analizarán los datos de estas compañías a contar del año 2018 en adelante, que corresponde a la fecha en la que es posible encontrar información individualizada de Cencosud Shopping.

Algunas razones por la que consideramos a estas dos compañías como similares, se relacionan con que ambas se dedican a operar centros comerciales, comparten los mismos países de operación, en Chile, Colombia y Perú. Otro aspecto que las asemeja a Parque Arauco corresponde a que ambas compañías cotizan en la bolsa de valores de Chile y finalmente, las clasificadoras de riesgo han calificado con AA+ a Cencosud y Mall Plaza, Parque Arauco presenta una clasificación de AA, por lo que comparten una categoría de instrumentos con alta capacidad de pago del capital e intereses.

A continuación, se presentan algunas métricas:

- Área Bruta Locataria: A nivel consolidado se identifica que Mall Plaza presenta mayor superficie arrendable durante el periodo analizado, seguido por Cencosud, según lo presentado en la Figura 14.

Figura 14: Área Bruta Locataria por compañía



Fuente: Elaboración propia.

A nivel desagregado identificamos que, en Chile, Plaza lidera el nivel de ABL, no obstante, Cencosud está cercano a sus niveles. En Perú observamos mayor presencia de Arauco al igual que en Colombia. De esta forma, concluimos a partir de los datos presentados en la Tabla 18, que Cencosud Shopping y Plaza han concentrado sus esfuerzos en Chile, mientras que Arauco presenta un portafolio de locales más diversificado.

Tabla 18: ABL en Miles de m2 por cada compañía

País	Empresa	2018	2019	2020	Sep 2021
Chile	Cencosud Shopping	1.162	1.212	1.223	1.223
	Plaza	1.372	1.378	1.381	1.366
	Arauco	501	515	512	509
Perú	Cencosud Shopping	50	50	50	50
	Plaza	204	202	269	287
	Arauco	397	405,5	405,5	406,5
Colombia	Cencosud Shopping	66	66	66	65
	Plaza	76	123	164	166
	Arauco	155,5	155	154	154,5

Fuente: Elaboración propia.

- Ingresos Operacionales: Respecto a los ingresos operacionales observamos que en Chile el que presenta los mayores ingresos es Plaza seguido por Cencosud, esto es acorde con los datos de ABL, ya que estas empresas buscan una mayor posición en Chile que Parque

Arauco. Esta situación se revierte cuando observamos los ingresos que se generan en Perú y Colombia. Adicionalmente también identificamos que Cencosud y Plaza están tomando una participación activa para ingresar en el Mercado de Perú y Colombia. Cabe destacar que en el caso de Cencosud, su ingreso a mercados internacionales estaba impulsado en Argentina y Brasil, lo que pudo significar la demora en el ingreso de los otros países, por parte de su negocio de operador de centros comerciales. Todos estos puntos se pueden observar en la Tabla 19.

Tabla 19: Ingresos operacionales de cada compañía, en Miles de UF

País	Empresa	2018	2019	2020	Sep 2021
Chile	Cencosud Shopping	3.136	7.893	4.803	4.383
	Plaza	10.827	10.474	5.986	5.647
	Arauco	4.073	4.1858	2.413	2.108
Perú	Cencosud Shopping	-	113	122	84
	Plaza	55.396	58.134	32.651	30
	Arauco	1.839	2.040	1.231	946
Colombia	Cencosud Shopping	-	81	121	83
	Plaza	340	403	424	475
	Arauco	965	1.036	683	585

Fuente: Elaboración propia.

- EBITDA: Ahora analizando el EBITDA por empresas, podemos observar que Plaza es la empresa que presenta mayor EBITDA promedio exceptuando el periodo del 2020, esto se podría explicar a la misma estrategia de Parque Arauco de efectuar inversiones de baja dimensión, pero se asegure un crecimiento (Memoria Plaza S.A., 2022). Mientras Cencosud realizó una estrategia de posicionamiento fuerte en América del Sur que posteriormente consistió en asegurar la rentabilidad de los proyectos (Memoria Cencosud S.A., 2022), considerar que la estrategia de Cencosud se replica a la de Cencosud Shopping S.A.

Finalmente podemos ver que la crisis por la pandemia y el estallido social impactó el resultado de las empresas en el 2020 y 2021.

Tabla 20: EBITDA de cada compañía, en Miles de UF

En Miles de UF	2018	2019	2020	Sep 2020	Sep 2021
Cencosud Shopping	2.337	7.340	4.193	2.930	4.014
Plaza	8.970	8.417	3.994	2.615	4.533
Parque Arauco	4.995	5.318	2.256	1.281	2.383

Fuente: Elaboración propia.

- Fondos de la Operación (FFO): corresponde a un indicador que permite medir los fondos generados por la operación. Observamos en la tabla 61, que el año 2020 significó una disminución de FFO para las tres compañías, por lo que exceptuando dicho año, los niveles de FFO de cada una de ellas se ha mantenido con cierta constancia, siendo Plaza quien ha presentado mejores resultados, dónde Plaza atribuye su resultado a la estrategia de omnicanal ya que sus ABL se encuentran más diversificados en los tipos de infraestructuras que existen y en la diversificación de sus clientes (Memoria Plaza, 2022), aunque Parque Arauco, entre el 2018 y 2019 reportó un crecimiento de este indicador, que está asociado a una mejor gestión de tiendas y la activación de nuevos mecanismos de ingresos (Memoria Parque Arauco, 2022).

Tabla 21: Fondos de la Operación (FFO) de cada compañía, en miles de UF

Empresa	2018	2019	2020	Sep 2021
Cencosud Shopping	1.096,3	5.746,4	2.945,8	3.361,2
Plaza	6.247,6	5.858,2	2.726,7	1.553,8
Parque Arauco	3.419,6	3.981,6	1.092,4	1.504

Fuente: Elaboración propia.

6.2. Múltiplos por la industria

Ahora bien, continuando con la metodología de Múltiplos (Maqueira), en esta sección presentaremos los múltiplos de las empresas comparables de Parque Arauco, las que serán

utilizadas como símil de la industria. También para complementar el cálculo de estos múltiplos se presenta la Tabla 22 que describe que componen estos ratios.

Tabla 22: Definición del cálculo de los múltiplos

Múltiplos	Definición
Price Earnings Ratio (PER)	Precio por acción/Resultado por acción
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	(Valor Mercado Patrimonio + Valor Mercado Deuda Neta)/EBITDA
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	(Valor Mercado Patrimonio + Valor Mercado Deuda Neta)/EBIT
Price to Book Equity (PBV)	Valor Mercado Patrimonio / Valor Libro Patrimonio
Value to Book Ratio (VBR)	(Valor Mercado Patrimonio + Valor Mercado Deuda Neta)/(Valor Libro Patrimonio + Valor Libro Deuda)
Price to Sales Ratio (PS)	Valor Mercado Patrimonio / Ingresos
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	(Valor Mercado Patrimonio + Valor Mercado Deuda Neta)/Ingresos
Ratio GLA	Precio/GLA Industria
Ratio FFO	Precio/FFO Industria

Fuente: Basado en lo presentado en el Taller del Informe 5 – AFE y fuente propia.

Tabla 23: Múltiplos de empresas comparables

Tipos de Múltiplo	Múltiplos	Cencosud Shopping			Mall Plaza		
		Sep-21	Sep-20	Promedio	Sep-21	Sep-20	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	6,96	16,75	11,86	39,38	147,88	93,63
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	13,36	18,07	15,72	14,72	26,21	20,47
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	13,37	18,08	15,73	21,38	47,27	34,33
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	0,56	0,70	0,63	0,88	1,11	0,99
	Value to Book Ratio (VBR)	0,65	0,76	0,70	0,92	1,07	0,99
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	8,29	11,12	9,70	6,92	10,79	8,86
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	11,68	14,90	13,29	10,62	15,84	13,23
De la Industria	Ratio GLA (Precio/GLA)	0,65	0,77	0,71	0,47	0,61	0,54
	Ratio FFO (Precio/FFO)	0,01	0,02	0,01	0,02	0,02	0,02

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de cada compañía.

Adicionalmente la industria de espacios inmobiliarios tiene indicadores de desempeño para evaluar la eficiencia de los proyectos, estos son el área locataria GLA o ABL y los FFO, los

cuales ya hemos detallado en puntos anteriores. En los párrafos siguientes, los utilizaremos para crear un ratio con respecto al precio de la acción.

La Tabla 23 nos señala una serie de múltiplos de la industria en la que se desarrolla Parque Arauco. Así, observamos que el múltiplo que presenta una mayor variación entre los datos obtenidos por las empresas es Price-Earnings Ratio (PER), esto podría estar asociado a la estrategia que cada una de estas empresas aplicó para asegurar los flujos futuros, además el precio de la acción de Plaza se no se vio tan afectado a las fuertes caídas tras pandemia y Covid (La Tercera, 2020), pues el precio de la acción se mantuvo con la demanda por parte de los inversionistas institucionales.

Por otro lado, al revisar los múltiplos en general vemos que Plaza presenta mayores ratios que Cencosud Shopping exceptuando los correspondientes a Ingresos, pues los ingresos que tiene Cencosud Shopping son menores a Plaza y la proporción de patrimonio es muy superior en Cencosud Shopping que Plaza, generando esta diferencia. Y el correspondiente a GLA ya que las dimensiones de área locaria en Mall Plaza son mucho más altas.

La tabla 24 presenta los múltiplos de la industria, que corresponden al promedio y mediana de los ratios calculados en la tabla 23.

Tabla 24: Múltiplos de la Industria

Tipos de Múltiplo	Múltiplos	Promedio	Mediana
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	52,75	28,07
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	18,09	16,39
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	25,03	19,73
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	0,81	0,79
	Value to Book Ratio (VBR)	0,85	0,84
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	9,28	9,54

	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	13,26	13,29
De la Industria	Ratio GLA (Precio/GLA)	0,63	0,64
	Ratio FFO (Precio/FFO)	0,01	0,02

Fuente: Elaboración propia.

Tal como se indicó anteriormente, Plaza presenta ratios superiores que pudieren afectar el proceso de Valorización de Parque Arauco, por lo que, para disminuir estos efectos, se utilizará la mediana de estos indicadores como múltiplos de la industria.

6.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria

Habiendo determinado los múltiplos de la industria con los ratios de las empresas que utilizaremos como comparables, continuaremos con la presentación de los datos que componen los factores de Parque Arauco al 30 de septiembre de 2021, para posteriormente asignarle los múltiplos respectivos, y así poder determinar cuál es el valor estimado que debería tener Parque Arauco.

Tabla 25: Indicadores de Parque Arauco, septiembre 2021

Indicadores Parque Arauco	Sep-21	
	M en UF	M en Pesos
Resultado por acción	0,0008	22,6570
EBITDA	3.358	101.034.792
EBIT	3.200	96.293.978
Valor libro Patrimonio	41.012	1.233.973.410
Valor libro Empresa	89.433	2.690.906.335
Ingresos en UF	5.100	151.965.747
Ingresos por acción	0,00563	167,78523
Resultado ejercicio	700	20.520.821
N° acciones	905.716	905.716
Deuda Financiera	39.047	1.174.847.879
Efectivo y Equivalente de efectivo	10.850	326.472.519

Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, la Tabla 26 presenta la valorización de Parque Arauco a través de los múltiplos de la industria, por su parte, la Tabla 27 expone los resultados de valorizar Parque Arauco a través de los ratios de industria creados.

Tabla 26: Valorización por Múltiplos de Parque Arauco

Múltiplos	Industria (Mediana)	En M pesos chilenos			Variación Precio Observado
		Valor Empresa	Valor Patrimonio	Precio Acción estimado	
Price-Earnings Ratio (PER)	28,07	-	-	635,97	-29,88%
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	16,39	1.656.203.876	807.828.516	891,92	7,39%
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	19,73	1.900.000.522	1.051.625.162	1.161,10	28,86%
Price to Book Equity (PBV)	0,79	-	972.635.900	1.073,89	23,08%
Value to Book Ratio (VBR)	0,84	2.258.691.954	1.410.316.594	1.557,13	46,95%
Price to Sales Ratio (PS)	9,54	-	1.449.550.652	1.600,45	48,39%
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	13,29	2.019.295.616	1.170.920.256	1.292,81	36,11%

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 27: Valoración por Múltiplos de la industria en pesos chilenos

Múltiplos	Industria (Mediana)	Valor Parque Arauco	Precio Estimado	Precio Mercado	Variación Precio Observado
Ratio GLA	0,6392	1070	683,6	826,5	-0,2091
Ratio FFO	0,0187	43178	806,1	826,5	-0,0253

Fuente: Elaboración propia

Con respecto a los datos obtenidos en la tabla 27, cabe indicar que estos ratios son propios de la industria, ya que consideran aspectos operativos y claves para el negocio como lo

es la superficie arrendable y los fondos generados por la operación, por lo que consideramos que el precio de la acción podría estar relacionado a estos elementos claves y servir como proxy para realizar una valoración a través de múltiplos. De esta forma, y a partir de los resultados de la tabla 27, el ratio asociado a FFO nos permite obtener un precio estimado bastante cercano al observado, con una diferencia a la baja de un 2,53%, por lo que podríamos asumir que los fondos generados por la operación nos permitirían realizar un proceso de valoración razonable. Sin embargo, al ampliar el periodo de evaluación a diciembre de 2019, septiembre de 2020, diciembre de 2020 y septiembre de 2021, observamos, como se indica en la Tabla 28, que los ratios, tanto de FFO como de GLA, presentan una variación tal que al momento de valorizar Parque Arauco en dichas fechas, se observan variaciones de precios considerables, siendo en todos los casos diferencias bajo el precio observado. Por esta razón, consideramos que de los ratios presentados, el ratio EV/EBITDA es el que mejor se ajusta al proceso de valoración.

Tabla 28: Precios Estimados de la acción de Parque Arauco a partir de ratios FFO y GLA históricos

Ratios y Precios estimados	Dic-19	Sep-20	Dic-20	Sep-21
Ratio Precio/FFO de la industria	0,010	0,020	0,014	0,014
Ratio Precio/GLA de la industria	1,084	0,696	0,730	0,568
Precio Estimado Parque Arauco vía FFO	1.110,09	-96,63	396,89	617,34
Precio Estimado Parque Arauco vía GLA	1.165,76	745,16	782,46	607,48
Precio Observado en Pesos	1.849,9	1.099	1.163	826,5
Diferencia de Precio vía FFO	-39,99%	-108,79%	-65,87%	-25,31%
Diferencia de Precio vía GLA	-58,69%	-47,48%	-48,63%	-36,05%

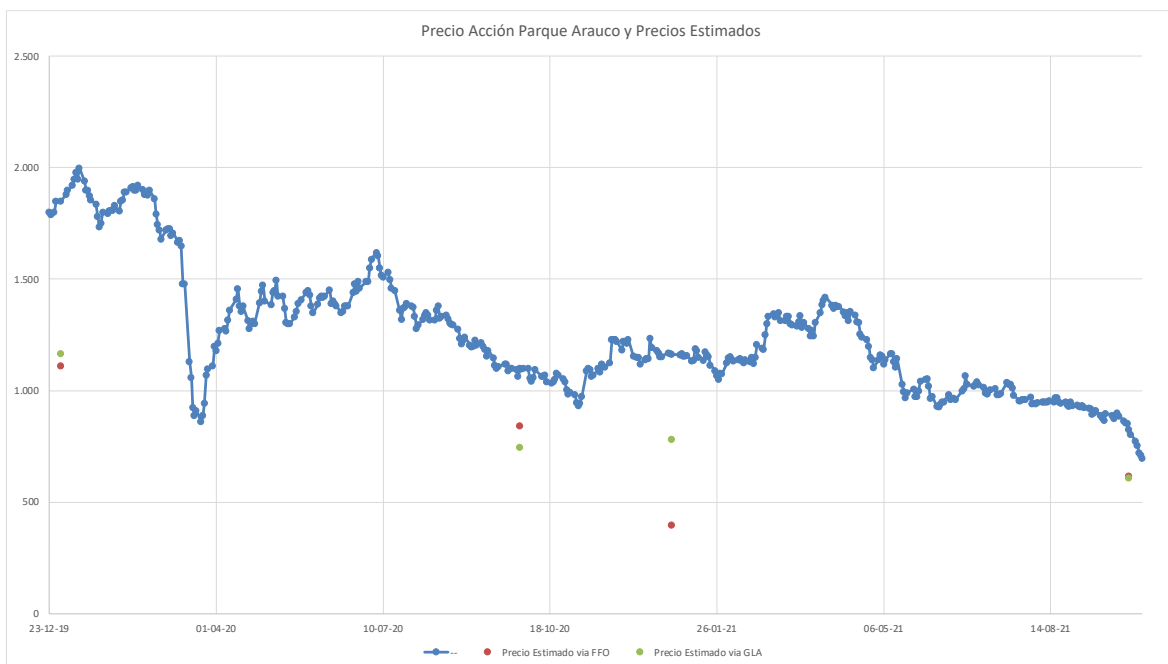
Fuente: Elaboración propia

Estas diferencias se verían explicadas a que el FFO es un proxy del flujo generado por la empresa en el periodo que se está observando y como la industria se vio fuertemente afectada por las crisis sociales y la pandemia, estos deberían reflejar el menor valor de la acción. Pero cuando definimos en valor de la acción los inversionistas no consideran solamente los flujos de un periodo, sino que una composición entre varios periodos y de factores internos y externos de la empresa. Y lo mismo pasa con el GLA, ya que esta variable solo mide los espacios disponibles los cuales impactan directamente en los ingresos esperados de empresa, pero no considera las posibles eficiencias en los espacios sin necesidad de aumentar este número, y que, si afectaría

el resultado del precio de la acción, al igual que asegurar tener una mayor solvencia o cambios en la estructura financiera de la empresa.

Finalmente, en la figura 15 se presenta el precio de la acción de Parque Arauco y los precios estimados a través de los ratios de GLA y FFO.

Figura 15: Precio de la Acción de Parque Arauco y precios estimados



Fuente: Elaboración propia

Por lo tanto estos indicadores de gestión como FFO y GLA podría ser una buena aproximación del precio de la acción siempre y cuando el comportamiento de la industria y que las políticas de las empresas (financiamiento, inversión, etc.) se mantengan constante en los tiempos, ya que cualquier tipo de shock no podría ser reflejado directamente en los ratios al igual que factores externos (del país, pandemias, guerras, entre otros).

6.4. Análisis de los resultados

En primer lugar y a partir de los datos presentados en la tabla 66, identificamos una serie de precios de la acción para Parque Arauco, a partir de los múltiplos de la industria, con un rango que oscila entre \$625,97 y \$1.600,45, siendo el precio promedio de \$1.173,32, estando un 41,96% por sobre el precio de mercado del 30 de septiembre de 2021 que corresponde a \$826,5.

Ahora bien, de la serie de precios determinados, el ratio Enterprise Value to EBITDA nos arroja un precio de \$891,92, que se asemeja al precio observado en el mercado, con la salvedad de un sobreprecio de un 7,39%. Este ratio corresponde a uno de los ratios recomendados por el Profesor Fernández para valorizar empresas del rubro inmobiliario.

Por otro lado, los múltiplos de ingresos suelen presentar más variación con el precio de Parque Arauco, lo que mostraría que usar la relación ingresos no es un buen mecanismo para medir a la empresa, esto guardaría relación con que en los flujos de las compañías la determinación de los costos de la empresa es importantes a considerar, ya que para estos proyectos de inversión el margen de los flujos reales puede variar mucho entre una empresa a otra. Mientras los múltiplos de valor libro el que se asemeja más al valor de la acción es Price to Book Equity (PBV), pues al incluir la deuda está condicionada a la estrategia de la empresa para desarrollar más inversiones de infraestructura.

Y si consideramos los datos obtenidos por el indicador especial de la industria presentado en la tabla 27, nos muestra que el precio estimado de la acción de Parque Arauco con respecto a los indicadores de la industria presenta una variación de -20,91% respecto al GLA, esto tendría relación a que los GLA están relacionado a un mayor flujo de ingresos, pero no se podría hacer una relación de los costos relacionados, mientras que cuando aplicamos el FFO la variación se reduce considerablemente a un -2,53%. Por qué usamos estos indicadores en múltiplos también guarda relación a que son ratios que observa la industria y se proyecta sobre ellos, tanto para gestión como para resultados financieros (American Retail, 2021). No obstante, y tal como indicamos en la sección anterior, estos ratios muestran un comportamiento irregular en periodos

anteriores, por lo que no consideramos apropiado utilizarlos como proxy en nuestro proceso de valoración.

Finalmente, y en atención al precio de \$891,92, del ratio EV/EBITDA, podemos señalar que la acción de Parque Arauco se encuentra subvalorada, por lo que existe una oportunidad de arbitraje y aprovechar el potencial incremento en el precio observado de la acción. Cabe señalar que el 31 de diciembre de 2021, el precio de la acción alcanzó \$916,6, situación que puede observarse en la figura 15, superando el precio estimado, no obstante, en dicha figura queda clara que la tendencia en el precio de la acción es a la baja, por lo que la oportunidad de arbitraje resultaría acotada.

7. CONCLUSIONES

El presente informe planteó como objetivo realizar una valoración de Parque Arauco, a través de múltiplos, centrando nuestro análisis en la industria local, para lo cual escogimos como empresas comparables a Cencosud Shopping Centers S.A. y Mall Plaza S.A. quienes son operadores de centros comerciales en los mismos países en los que se desarrolla Parque Arauco (Chile, Perú y Colombia), por lo que están expuestos a riesgos similares y si bien, el enfoque de sus operaciones presentan diferencias, ya que Cencosud y Plaza se enfocan principalmente en Chile, Parque Arauco ha equilibrado más sus operaciones en los tres mercados, aunque con una leve preponderancia en Chile. De igual manera, en nuestro informe damos cuenta de aspectos claves para el giro como lo son los niveles de área bruta locataria (ABL), las clasificaciones de riesgo y el nivel de ingresos. Es importante indicar que para este análisis consideramos información desde el año 2018, debido a que fue el año en el que la información de Cencosud Shopping comenzó a estar disponible.

Bajo esta metodología, las fuentes de información utilizadas corresponden a los Estados Financieros 2018-septiembre 2021 y datos bursátiles de sus acciones, de ambas compañías, los cuales nos permitieron obtener un total de 7 ratios, con información al 30 de septiembre de 2020 y 2021, para posteriormente calcular los ratios de la industria, a través de la mediana de cada uno de ellos.

Con los ratios de la industria ya calculados y con la información de Parque Arauco al 30 de septiembre de 2021, determinamos una serie de precios de la acción estimada para la compañía, siendo el ratio Enterprise Value to EBITDA, el que nos entrega un precio cercano al observado, de \$891,92, aunque con una variación de un 7,39%. La diferencia de precios podría estar influenciada por la perspectiva de los inversionistas con respecto al futuro de la compañía ya que, al 30 de septiembre de 2021, la incertidumbre de las operaciones de Parque Arauco con relación a la pandemia de covid-19, podría ser un factor de preocupación para el mercado. De

esta manera, bajo este método existiría una opción de arbitraje, aunque acotada, ya que se observó que la acción alcanzó el precio estimado, pero posteriormente disminuyó.

Respecto al ratio que incluimos de giro de administración de activos inmobiliarios usamos el GLA/ABL y FFO respecto al precio de la acción, ya que son indicadores de gestión financiera y al analizar la variación respecto al precio del mercado la que presentó un mayor acercamiento al valor es FFO, esto se podría deberse a que está directamente relacionado a los flujos netos de la empresa y no solo los ingresos que pasa con GLA/ABL.

Finalmente, podemos concluir que dependiendo el método de valoración a utilizar la acción de Parque Arauco se encontraría subvaluada (método de múltiplos) o sobrevaluada (método de FCD), no obstante, dado el comportamiento actual del instrumento valorado, consideramos que el método de FCD nos permitió estimar un precio para Parque Arauco que se asemeja a los niveles alcanzados en la actualidad.

8. 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://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

[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
- 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>