



VALORACIÓN EMPRESA PARQUE ARAUCO S.A. Mediante Método de Flujos de Caja Descontados

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

Alumnos: Jonathan Acevedo Espinoza

Profesor Guía: Mauricio Jara B.

Santiago, Mayo de 2015

ÍNDICE

ÍNDICE DE TABLAS Y FIGURAS.....	3
RESUMEN EJECUTIVO.....	5
1. METODOLOGIA.....	6
1.1 Modelo de descuento de dividendos	6
1.2 Flujo de Caja Descontado.....	7
1.3 Múltiplos.....	10
2. DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA.....	12
2.1 Industria en Chile.....	12
2.2 Industria en Perú.....	13
2.3 Industria en Colombia.....	14
2.4 La Empresa.....	14
2.4.1 Competencia.....	15
2.4.2 Filiales.....	15
2.4.3 Accionistas.....	16
2.4.4 Gobierno Corporativo de Parque Arauco S.A.....	16
3. DESCRIPCION DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA.....	18
4. ESTIMACIÓN DE ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	20
4.1 Deuda Financiera de la Empresa.....	20
4.2 Patrimonio Económico de la Empresa.....	21
4.3 Estructura de Capital Objetivo de la Empresa.....	21
4.3.1 Razón de Endeudamiento (B/V).....	21
4.3.2 Razón de Patrimonio a Valor de Empresa (P/V).....	22
4.3.3 Razón Deuda a Patrimonio de la Empresa (B/P).....	22
5. ESTIMACIÓN COSTO PATRIMONIAL Y DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	23
5.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa.....	23
5.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa.....	23

5.2.1 Costo de la Deuda (K_b) y Beta de la Deuda.....	23
5.2.2 Beta Patrimonial Sin Deuda (Estructura de financiamiento actual).....	24
5.2.3 Estructura de Financiamiento Objetivo de Parque Arauco S.A.....	25
5.2.4 Beta Patrimonial Con Deuda y Costo Patrimonial (K_p) para Parque Arauco S.A.....	25
5.2.5 Costo Promedio Ponderado Capital ($K_0 - WACC$).....	25
6. ANALISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO Y LA INDUSTRIA.....	26
6.1 Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2014 al 2018.....	29
6.1.1 La industria en Chile.....	29
6.1.2 La industria en Perú.....	31
6.1.3 La industria en Colombia.....	32
6.2 Análisis de Costos de Operación.....	36
6.2.1 Análisis de Cuentas no operacionales.....	37
6.3 Análisis de Activos.....	39
6.3.1 Activos Operacionales.....	39
6.4 Activos No Operacionales.....	42
7. PROYECCIÓN DE EERR.....	44
7.1 Proyección de Ingresos.....	44
7.2 Proyección de Costos y Gastos.....	46
8. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE.....	48
8.1 Determinación de Flujo de Caja Bruto.....	48
8.2 Determinación de Flujo de Caja Libre.....	49
9. VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y SU PRECIO DE ACCIÓN.....	52
10. CONCLUSIONES.....	55
11. BIBLIOGRAFÍA.....	56
12. ANEXOS.....	57

ÍNDICE DE TABLAS Y FIGURAS

Tabla 1: Mayores Accionistas.....	16
Tabla 2: Bono Serie G.....	19
Tabla 3: Bono Serie H.....	20
Tabla 4: Deuda Financiera UF.	20
Tabla 5: Número Total de Acciones.....	21
Tabla 6: Precio de Mercado de la Acción.	21
Tabla 7: Patrimonio Económico.	21
Tabla 8: Razón de Endeudamiento de la Empresa.	22
Tabla 9: Razón de Patrimonio a Valor de Empresa.	22
Tabla 10: Razón Deuda a Patrimonio de la Empresa.	22
Tabla 11: Resumen Estructura de Capital Objetivo de la Empresa.	22
Tabla 12: Estimación Beta.	23
Tabla 13: Bonos Emitidos.	24
Tabla 14: Estructura de Capital Actual.	24
Tabla 15: Estructura de Capital Objetivo.	25
Tabla 16: Variables Estimadas.	26
Tabla 17: Ingresos.	28
Tabla 18: Centros Comerciales en Chile.	31
Tabla 19: Centros Comerciales en Perú.	32
Tabla 20: Centros Comerciales en Colombia.	33
Tabla 21: Crecimiento Países América Latina.	35
Tabla 22: Costos de Operación.	36
Tabla 23: Otras ganancias (pérdidas).	37
Tabla 24: Cuentas No Operacionales.....	38
Tabla 25: Total de Activos.	39
Tabla 26: Activos Operacionales.	40
Tabla 27: Otros activos no financieros.	40
Tabla 28: Deudores por cobrar y otras cuentas por cobrar.	41
Tabla 29: Activos por impuestos.	41

Tabla 30: Activos intangibles distintos de plusvalía.	42
Tabla 31: Plusvalía.	43
Tabla 32: Activos por impuestos diferidos.	43
Tabla 33: Desarrollo de Nuevos Proyectos.	45
Tabla 34: Proyección de Ingresos.	45
Tabla 35: Proyección de Costos y Gastos.	46
Tabla 36: Proyección de Cuentas No Operacionales.	47
Tabla 37: Proyección de Estados de Resultados.	48
Tabla 38: Tasa de Nuevas Inversiones.	50
Tabla 39: Activos y Pasivos Corrientes.	50
Tabla 40: Promedio de Días Capital de Trabajo.	50
Tabla 41: Flujo de Caja Libre Estimado.	51
Tabla 42: Valoración Económica de la Empresa.	52
Tabla 43: Requerimiento de Capital de Trabajo.....	53
Tabla 44: Activos Prescindibles.....	53
Tabla 45: Deuda Financiera.	54
Tabla 46: Valor del Patrimonio Económico.	54
Tabla 47: Valor Estimado de la Acción.	54
Tabla 48: Ratios Empresas Comparables.	56
Tabla 49: Ratios Promedio Industria.	57
Tabla 50: Datos de la Empresa.	57
Tabla 51: Múltiplos de la Industria.	58
Tabla 52: Precio de la Acción por Múltiplos de la Industria.	58
Figura 1: Ventas Principales Empresas Chilenas.	13
Figura 2: Organigrama.....	18
Figura 3: Proyección del PIB en Chile.....	30
Figura 4: Proyección del PIB en Perú.....	31
Figura 5: Proyección del PIB en Colombia.....	33
Figura 6: PIB Real versus PIB per cápita esperado.....	34

RESUMEN EJECUTIVO

El objetivo de este informe es exponer el estudio y análisis de la valoración de la empresa Parque Arauco S.A. Para llevar a cabo lo anterior, se utilizará el método de Flujos de Caja Descontados.

Para efectuar la valoración se utilizaron diversas variables e información desde el año 2010 al 30 de septiembre de 2014, tales como: descripción de la empresa e industria a la cual pertenece Parque Arauco S.A., centrandó el análisis en el sector industrial de arrendamiento de centros comerciales, analizando sus principales competidores y variables del negocio.

Posteriormente se realiza un estudio desde el punto de vista económico- financiero, mediante análisis de las operaciones, inversiones, financiamiento y estructura de la deuda de la empresa, basándonos principalmente en los estados financieros consolidados de la compañía.

Se calculó la estructura de capital de la empresa utilizando como inputs la historia de las estructuras de capital de la compañía desde el año 2010 en adelante. Con las variables ya determinadas, realizamos la estimación de la tasa de descuento a utilizar para valorizar la empresa, denominada Costo Promedio Ponderado Capital (K_0 – WACC).

En lo referido a la valoración, se realizaron proyecciones de ingresos, costos, gastos, entre otros, todo lo necesario para proyectar un estado de resultados. Seguido de lo anterior se ajustó el estado de resultados, convirtiéndolo en un flujo de caja libre, el cual permitió obtener el valor de la empresa y con esto el patrimonio económico con su respectivo valor estimado de acción. Al cierre de Septiembre de 2014 el valor estimado por el método de flujos de caja descontados fue de \$1.175.

1. METODOLOGÍA

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

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

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

No concentraremos principalmente en el segundo métodos de valoración. El método de flujos de caja descontados, es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador de flujos, y por ello como un activo financiero.

1.1 Modelo de descuento de dividendos

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

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de

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

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

Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

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

Donde:

DPA= Dividendo por acción

K_p = rentabilidad exigida a las acciones.

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

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

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

1.2 Método de Flujos de Caja Descontados

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

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

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

parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

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

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

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

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

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

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

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

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

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

1.2 Método de Múltiplos

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

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

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

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

Múltiplos de Ganancias:

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

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

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón

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

de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

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

Múltiplos de Ventas:

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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

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

2 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

2.1 Industria en Chile:

De acuerdo a la International Council of Shopping Center (“ICSC”), un centro comercial se define como un grupo de minoristas y otros establecimientos comerciales que son planificados, desarrollados y administrados por una propiedad única.

En 1982 se abrió el primer centro comercial en Chile. Parque Arauco fue la primera empresa que inició actividades en esta industria. De eso han pasado tres décadas y los malls se han expandido desde Santiago hacia varias de las ciudades más importantes del país y de América Latina. Hoy son unos 150 establecimientos entre Iquique y Punta Arenas, que suman más de 3 millones de metros cuadrados construidos aproximadamente, casi 20 metros cuadrados por cada 100 habitantes, calcula la Cámara de Centros Comerciales

Actualmente el sector genera unos 100 mil empleos directos e indirectos y cada mes recibe en sus instalaciones unos 40 millones de visitas. Este es, además, un modelo que las empresas del sector han exportado a Argentina, Perú y Colombia y que éstas quieren seguir desarrollando en el territorio nacional.

En el sector estiman que pese al fuerte desarrollo de la industria, que en los últimos 10 años ha duplicado su superficie construida en Santiago, hasta los 2.417.160 metros cuadrados arrendables, sigue habiendo espacio para nuevos proyectos. Según las compañías, el hecho de que solo el 25% de las ventas del comercio local se realice en los shopping centers es una prueba de que aún hay espacios por conquistar. En especial, porque en mercados más evolucionados la penetración es de 50%.

Entre 2013 y 2015 se programó la apertura de unos 19 proyectos. En Iquique, Copiapó, Coquimbo, Valparaíso, Viña del Mar, Chillán, Concepción, Talcahuano, Castro y Puerto Montt, además de Santiago, se están levantando nuevos metros cuadrados de shoppings.

Los mayores actores de la industria son Parque Arauco S.A., Mall Plaza, Cencosud, CorpGroup Activos Inmobiliarios (CAI), Walmart, Rentas Falabella y Pasmart.

Figura 1: Ventas Principales Empresas Chilenas.

	2010	2011	2012	2013	3Q2013	3Q2014
Ventas Mall Plaza (UF)	5.914.461	6.585.154	7.242.741	8.254.166	6.193.238	6.697.722
<i>Crec(%)</i>	8%	11%	10%	14%		8%
<i>Promedio</i>	11%					
	2010	2011	2012	2013	3Q2013	3Q2014
Ventas Inn. Cencosud	5.452.715	5.818.912	7.244.160	8.808.907	6.260.823	6.100.541
<i>Crec(%)</i>	6%	7%	24%	22%		-3%
<i>Promedio</i>	15%					

Fuente: Elaboración Propia

Los principales participantes de la industria han registrado tasas de crecimiento promedio de ingresos que fluctúan entre un 11% y 15%.

El crecimiento sostenido de la economía chilena y la mayor capacidad adquisitiva de los consumidores del país, ha repercutido favorablemente en la industria de centros comerciales, potenciando la creación de múltiples centros tanto en la capital como en el resto del país. Según el ICSC, en Chile durante el año 2013, un 25% de las ventas del sector comercio se realizaron en centros comerciales, mientras que en los años 90 este indicador llegaba sólo a un 15%. Según la Cámara Chilena de Centros Comerciales, a noviembre 2013 existen proyectos de inversión en centros comerciales por US\$1.550 millones, lo cual muestra un gran potencial de crecimiento de la industria a futuro

2.2 La Industria en Perú

Similar al caso chileno, la economía peruana ha vivido en la última década un importante y sostenido crecimiento económico. En los últimos diez años, el PIB del Perú creció a una tasa promedio anual de 6,3 %, muy por encima del promedio mundial y de los países del OCDE, y ha mostrado uno de los mayores crecimientos de la región latinoamericana. Este destacado crecimiento ha permitido que el PIB per cápita se haya triplicado en los últimos diez años, llegando a US\$6.390 en el año 2013. Si bien el crecimiento ha sido importante, la economía peruana aún muestra niveles de PIB per cápita inferiores a los de otros países de la región como Chile, lo cual podría verse como una oportunidad de mayor desarrollo en el futuro próximo.

2.3 La Industria en Colombia

En un marco similar a las economías chilena y peruana, Colombia ha venido mostrando niveles de crecimiento de su economía a niveles muy por encima del resto del mundo y de los países desarrollados. Colombia es uno de los grandes líderes de la región en términos de crecimiento de su PIB alcanzando un promedio anual del 4,69 % en los últimos diez años. Este continuo crecimiento ha generado que el PIB per Cápita del país haya crecido de manera sostenible en la última década, habiéndose triplicado durante dicho período.

2.4 La Empresa Parque Arauco S.A.

Parque Arauco S.A., se crea en el año 1982, como una sociedad anónima abierta, constituida para desarrollar y administrar activos inmobiliarios, de uso comercial y otros, en Chile y en el exterior. La administración de centros comerciales, edificios de oficinas y otros, son su fuente de ingresos a través de arriendos cobrados a los locatarios y en general a quienes usen sus dependencias para desarrollar su actividad principal: la venta minorista tanto de productos como de servicios.

Parque Arauco S.A. es un holding regional con presencia en Chile, Perú y Colombia, a través de sus distintas sociedades explota centros comerciales de su propiedad. La Sociedad se encuentra ubicada en Santiago de Chile. La compañía es una sociedad anónima abierta que se encuentra inscrita en el Registro de Valores bajo N°403 por ello está sujeto a la supervisión de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

En Chile, la Compañía tiene participación en ocho centros comerciales regionales con un total de 516.536 m² de superficie arrendable, de los cuales consolida seis centros comerciales regionales con un total de 354.960 m² de superficie arrendable.

En Perú, la Compañía tiene participación en cuatro centros comerciales regionales con un total de 190.790 m² de superficie arrendable.

En Colombia, la Compañía tiene participación en dos centros comerciales regionales, con un total de 73.500 m² arrendables a junio de 2014.

2.4.1 Competencia

En el área geográfica de influencia en general, todos los agentes del mercado están asociados a grupos de importancia y con capacidad de acceder a fuentes de financiamiento para apoyar su crecimiento. Una fuerte competencia puede llevar a una caída en las tarifas de arriendo.

La ventaja de Parque Arauco S.A. frente a su competencia es la flexibilidad que tiene para diversificar sus formatos, al no estar presionado para trabajar con los grandes espacios que exigen las tiendas anclas. Es por esto que esta empresa cuenta con formatos de centros comerciales regionales, centros comerciales vecinales, stripcenters y outlet malls, ampliando el concepto de desarrollador y operador de espacios comerciales a diferentes formatos.

2.4.2 Filiales

Las principales filiales de la compañía son:

- ✓ Comercial Arauco Limitada: (Construcción y Arrendamiento de locales Comerciales).
- ✓ Constructora y Administradora Uno S.A.: (Construcción y Arrendamiento de locales comerciales)
- ✓ Parque Arauco Perú S.A.: (Sociedad de Inversiones)
- ✓ Todo Arauco S.A.: (Organización de eventos publicitarios, promociones).
- ✓ Desarrollos Inmobiliarios San Antonio S.A.: (Construcción y arrendamiento de locales Comerciales)
- ✓ Inversiones Parque Arauco Uno S.A.: (Construcción y Arrendamiento de locales comerciales)
- ✓ Plaza El Roble S.A.: (Construcción y Arrendamiento de locales Comerciales)
- ✓ Arauco Express S.A.: (Construcción y Arrendamiento de locales Comerciales)
- ✓ Inversiones Parque Arauco Dos S.A.: (Construcción y Arrendamiento de locales Comerciales)
- ✓ Inmobiliaria Paseo de la Estación S.A.: (Construcción y Arrendamiento de locales Comerciales)
- ✓ Parque Arauco Colombia S.A.: (Sociedad de Inversiones)
- ✓ Nueva Arauco Spa: (Desarrollo, construcción y arrendamiento de proyectos inmobiliarios)
- ✓ Inversiones Parque Arauco Tres S.A.

2.4.3 Accionistas

Los doce mayores accionistas de la empresa son:

Tabla 1: Mayores Accionistas

Nombre	% de propiedad
INMOBILIARIA ATLANTIS SA	25,99%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	15,38%
BANCO ITAU POR CUENTA DE INVERSIONISTAS	10,43%
BANCHILE C DE B S A	5,82%
SANTANDER S A C DE B	3,99%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	3,33%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	2,88%
INV RANCO UNO S A	2,38%
AFP PROVIDA S A PARA FDO PENSION C	2,25%
INV LAS NIEVES S A	2,10%
INV RANCO DOS S A	1,82%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	1,45%

Fuente: Superintendencia de Seguros y Valores

2.4.4 Gobierno Corporativo de Parque Arauco S.A.

José Said Saffie – Presidente Directorio: Licenciado en Derecho en la Universidad de Chile, actualmente ocupa los cargos de Presidente de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile; Presidente de Parque Arauco S.A.; Consejero de la Universidad Jesuita Alberto Hurtado; Presidente de la Fundación Palestina Belén 2000-Chile, Director de Consejo Empresarial Chile-Perú, Director de Mega Plaza – Sociedad de Centros Comerciales en Lima – Perú, Director Titular de Asociación de Bancos e Instituciones Financieras A.G.

Salvador Said Somavía – Director: Ingeniero Comercial, Universidad Gabriela Mistral de Chile. Director Ejecutivo Empresas del Grupo Said. Actualmente es Presidente de Cruz Blanca Salud S.A., Presidente de Endeavor Chile. Director de BBVA, Parque Arauco S.A., Edelpa S.A.,

Embotelladora Andina S.A. (Coca-Cola).Consejero de Claro Chile, EP (Centro de Estudios Públicos) y Generación Empresarial

Orlando Sáenz Rojas – Director: Ingeniero Civil, Pontificia Universidad Católica de Chile. Presidente de la Empresa Constructora jardines del Bosque Ltda. O. Sáenz y Compañía Profesionales Asociados, y Comercial Los Andes S.A. y Envases del Pacífico S.A.

José Domingo Eluchans Urenda – Director: Abogado de la Pontificia Universidad Católica de Chile, forma parte de los directorios de las sociedades anónimas abiertas Parque Arauco S.A., Banco BBVA y Envases del Pacífico S.A. Preside el Directorio de Inversiones del Pacífico S.A., sociedad controladora de Holding Cruz Blanca Salud S.A. e Inmobiliaria Punta Piqueros S.A. y es Director de Inmobiliaria Atlantis S.A., sociedad controladora de Parque Arauco S.A.

Rosanna Gaio Cuevas – Directora: Contador Auditor, Escuela de Contadores auditores de Santiago. Directora Industrias Combinadas Gaio, Peirano S.A. y desde el año 2013 Directora de Parque Arauco S.A.

Rafael Aldunate Valdés – Director: Ingeniero Comercial, Pontificia Universidad Católica; AMP, Universidad de Harvard. Actualmente es Vicepresidente de Empresa de Ferrocarriles del Estado (EFE), y Director de Parque Arauco S.A., Presidente Ferrocarril Arica- La Paz S.A.; Vice Presidente AFC: Administradora de Fondos de Cesantía; Consejero SEP: Sistema de Empresas Públicas y Director del Instituto Libertad.

Joaquín Brahm Barril – Director: Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Fue Gerente General de Inmobiliaria Manquehue y del Club Hípico de Santiago. Actualmente es Presidente de Ferrocarriles del Estado, Director de Inmobiliaria Valle lo Campino, Presidente de Ferrocarriles del Bio Bio, Inmobiliaria Agsa e Inmobiliaria Valle Grande.

René Abumhor Touma – Director: Empresario, ocupó los cargos de Presidente de Hilanderías Maisa S.A., Coresa S.A., Contenedores, Redes y Envases; Director Titular de Banco Interbank,

en Lima-Perú, Banco Corpbanca-Venezuela, Corpvida S.A., Compañía de Seguros, Parque Arauco S.A. y de diversas empresas en Chile y el extranjero. Actualmente ocupa los cargos de Presidente de Empresas Coval en el rubro Financiero e Inmobiliario y Director de Fundación Palestina Belén 2000-Chile.

Guillermo Said Yarur – Director: Egresado de Ingeniería Civil Industrial, Pontificia Universidad de Chile. Postgrado Finanzas, Universidad Adolfo Ibáñez. Presidente de Inversiones Ranco Uno S.A., Director de Parque Arauco S.A., Director de Inmobiliaria Sport Francais S.A., Director y Gerente General de Comercial Café Mokka S.A.

Figura 2: Organigrama



Fuente: Memoria Parque Arauco S.A. 2013.

3 DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

La política de financiamiento de la compañía consiste en captar recursos del mercado de capitales con el fin de financiar proyectos que permitan crecimiento, cumpliendo con las restricciones (covenants) estipuladas en las obligaciones que se mantengan vigentes. En lo que se refiere a los pasivos financieros, estos están principalmente representados por préstamos bancarios y bonos institucionales estructurados a largo plazo, de tal forma de asegurar un calce de plazos entre la generación de recursos y el servicio de la deuda. (Memoria Parque Arauco S.A. 2013)

Los principales covenants financieros están representados por los siguientes índices:

- ✓ Razón de Endeudamiento: 1,4 veces.
- ✓ Razón de Cobertura de Gastos Financieros: mayor a 2,5 para el año 2012, año desde el cual se mantiene en ese nivel por el plazo residual de los bonos.
- ✓ Aumento de Endeudamiento en forma transitoria: La Compañía podrá aumentar su nivel de endeudamiento por sobre los covenants permanentes, hasta 1,7 veces, por una sola vez hasta el 2016, y por un período máximo de 9 meses.

Parque Arauco S.A. actualmente posee dos bonos vigentes en el mercado. A continuación se adjunta la descripción de cada uno de estos instrumentos financieros:

Tabla 2: Bono Serie G

	<i>Observaciones</i>
Bono	Bono Serie G
Nemotécnico	BPARC-G
Fecha de Emisión	01/03/2008
Valor Nominal (VN o D)	UF 3,5 Millones
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01/03/2018
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	3,7%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	20
Tabla de Pagos	Tabla de pagos a continuación
Periodo de Gracia	3 Semestres
Motivo de la Emisión	Financiamiento de inversiones y refinanciamiento de pasivos.
Clasificación de Riesgo	A+ Clasificadora: Fitch Ratings
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	UF+2,97%
Precio de venta el día de la emisión.	103,82 sobre la par
Valor de Mercado	Valor de emisión: 103,82 sobre la par Último valor transado el 01/09/2014 fue de 103,29 sobre la par a una tasa de 1,98%

Tabla 3: Bono Serie H

	<i>Observaciones</i>
Bono	Bono Serie H
Nemotécnico	BPARC-H
Fecha de Emisión	01/03/2008
Valor Nominal (VN o D)	UF 3,5 Millones
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01/09/2029
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	4,3%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	42
Tabla de Pagos	Tabla de pagos a continuación
Periodo de Gracia	20 Semestres
Motivo de la Emisión	Financiamiento de inversiones y refinanciamiento de pasivos.
Clasificación de Riesgo	A+ Clasificadora: Fitch Ratings
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	UF+3,79%
Precio de venta el día de la emisión.	105,79 Sobre la par
Valor de Mercado	Valor de emisión:105,79 sobre la par Último valor transado el 03/09/2014 fue de 113,39 sobre la par a una tasa de 2,61%

4 ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

4.1 Deuda Financiera de la Empresa

La deuda financiera de Parque Arauco S.A. desde el año 2010 a 2014, corresponde a los pasivos que devengan intereses los cuales son: bonos emitidos, deuda bancaria, deudas por leasing y pasivos de cobertura. La siguiente tabla muestra la deuda financiera en UF durante el periodo en análisis.

Tabla 4: Deuda Financiera UF.

Parque Arauco S.A.	2010	2011	2012	2013	2014 (*)
Deuda Financiera en UF	15.562.462	15.297.935	15.548.235	18.935.488	18.969.859

(*) Al 30 de septiembre de 2014.

4.2 Patrimonio Económico de la Empresa

El número de las acciones suscritas y pagadas al cierre de cada año, fueron obtenidas desde la nota de patrimonio de los Estados Financieros de la Sociedad. Por su parte, el valor de cierre de cada acción se obtuvo desde los reportes de la Bolsa de Santiago de Chile. En las tablas siguientes se detalla esta información.

Tabla 5: Número Total de Acciones.

Acciones	2010	2011	2012	2013	2014 (*)
Suscritas	612.747.054	702.747.054	702.747.054	702.747.054	817.747.054
Pagadas	612.747.054	702.747.054	702.747.054	702.747.054	817.747.054

(*) Al 30 de septiembre de 2014. Fuente: Elaboración Propia.

Tabla 6: Precio de Mercado de la Acción.

\$	2010	2011	2012	2013	2014 (*)
Precio	1.133,07	841,97	1.178,29	959,50	1.142,60

(*) Al 30 de septiembre de 2014. Fuente: Elaboración Propia

El cálculo del Patrimonio Económico expresado en UF para cada año es producto del precio de cierre de la acción multiplicado por el número de acciones, el cual se puede visualizar en la siguiente tabla.

Tabla 7: Patrimonio Económico.

UF	2010	2011	2012	2013	2014 (*)
Patrimonio Económico	32.359.155	26.540.310	36.252.742	28.927.397	38.660.916

(*) Al 30 de septiembre de 2014. Fuente: Elaboración Propia

4.3 Estructura de Capital Objetivo de la Empresa

En base a los Estados Financieros de la empresa, obtenidos desde la SVS, calculamos la estructura de capital objetivo por los años de análisis, de acuerdo a lo siguiente:

4.3.1 Razón de Endeudamiento (B/V).

Para este cálculo, utilizaremos el supuesto de equivalencia entre la deuda financiera contable y la deuda de mercado. Por lo tanto obtenemos:

Razón de Endeudamiento de la Empresa	2010	2011	2012	2013	2014 (*)
B (UF)	15.562.462	15.297.935	16.185.357	18.935.488	18.969.859
V (UF)	47.921.617	41.838.245	52.438.099	47.862.884	57.630.774
B/V	0,325	0,366	0,309	0,396	0,329

Tabla 8: Razón de Endeudamiento de la Empresa.

(*) Al 30 de septiembre de 2014. Fuente: Elaboración Propia.

4.3.2 Razón de Patrimonio a Valor de Empresa (P/V).

Tabla 9: Razón de Patrimonio a Valor de Empresa.

Razón de Patrimonio a Valor de Empresa	2010	2011	2012	2013	2014 (*)
P (UF)	32.359.155	26.540.310	36.252.742	28.927.397	38.660.916
V (UF)	47.921.617	41.838.245	52.438.099	47.862.884	57.630.774
P/V	0,675	0,634	0,691	0,604	0,671

(*) Al 30 de septiembre de 2014. Fuente: Elaboración Propia.

4.3.3 Razón Deuda a Patrimonio de la Empresa (B/P).

Tabla 10: Razón Deuda a Patrimonio de la Empresa.

Razón Deuda a Patrimonio de la Empresa	2010	2011	2012	2013	2014 (*)
B (UF)	15.562.462	15.297.935	16.185.357	18.935.488	18.969.859
P (UF)	32.359.155	26.540.310	36.252.742	28.927.397	38.660.916
B/P	0,481	0,576	0,446	0,655	0,491

(*) Al 30 de septiembre de 2014. Fuente: Elaboración Propia.

Resumen Estructura de Capital Objetivo de la Empresa.

Tabla 11: Resumen Estructura de Capital Objetivo de la Empresa.

Estructura de Capital Objetivo	2010	2011	2012	2013	2014 (*)	Promedio	Med. Armó.	Mínimo	Máximo	Mediana	Desv. Estándar
B/V	0,325	0,366	0,309	0,396	0,329	0,345	0,342	0,309	0,396	0,329	0,035
P/V	0,675	0,634	0,691	0,604	0,671	0,655	0,654	0,604	0,691	0,671	0,035
B/P	0,481	0,576	0,446	0,655	0,491	0,530	0,520	0,446	0,655	0,491	0,085

(*) Al 30 de septiembre de 2014. Fuente: Elaboración Propia.

5 ESTIMACIÓN COSTO PATRIMONIAL Y DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

5.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

Beta Patrimonial

Para la estimación del Beta Patrimonial se analizaron los precios y retornos accionarios semanales entre los años 2010 al 2014 (al 30 de Septiembre de cada año) de Parque Arauco S.A. y del Índice General de Precios (IGPA) para determinar la sensibilidad del precio de la acción ante cambios en el comportamiento de la variable mercado.

Para estos efectos se trabajó con el software estadístico E-Views en el cual se ingresó la serie de datos para posteriormente realizar la estimación del Beta a través del método de Mínimos Cuadrados Ordinarios, obteniendo así, un estimador Beta estadísticamente significativo.

Tabla 12: Estimación Beta.

	2010	2011	2012	2013	2014 (*)
Beta de la Acción	1,000922	1,08426	1,06955	1,133722	1,085968
p-value (significancia)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Presencia Bursátil Enero a Diciembre	100%	100%	100%	100%	94,44%

* Al 30 de septiembre de 2014. Fuente: Elaboración Propia.

5.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa

5.2.1 Costo de la Deuda (Kb) y Beta de la Deuda

Para realizar la estimación del costo de la deuda, se analizaron los Bonos emitidos por Parque Arauco S.A. y que están aún vigentes con el objetivo de obtener una TIR, a partir del bono más largo en términos de tiempo y duración. Así se utilizará éste como proxy del costo de la deuda (Kb) para efectos de la presente estimación.

Tabla 13: Bonos Emitidos.

Bonos Parque Arauco S.A.		
Nemotécnico	TIR	Vencimiento
BPARC - G	2,97%	01-03-2018
BPARC - H	3,79%	01-09-2029

Fuente: Elaboración Propia

Se define como TIR a utilizar la del bono de más larga duración, es decir la del bono de serie H, por lo tanto la tasa a utilizar es de 3,79% (K_b).

A partir de esta TIR, se estimó el Beta de la Deuda utilizando el método de CAPM, con lo cual obtenemos:

$$K_b = R_f + \beta_b * [E(R_m) - R_f]$$

$$3,79\% = 1,91\% + \beta_b * 5,93\%$$

$$\beta_b = 0,517052$$

5.2.2 Beta Patrimonial Sin Deuda (Estructura de financiamiento actual)

Una vez obtenido el Beta Patrimonial a través de nuestra regresión ($\beta = 1,085968$) se desapalancó utilizando la estructura de financiamiento actual de la Compañía, la cual fue determinada en base a información de mercado y a sus Estados Financieros a septiembre de 2014.

Tabla 14: Estructura de Capital Actual.

Estructura de Capital Objetivo	2010	2011	2012	2013	2014 (*)
B/V	0,325	0,366	0,309	0,396	0,329
P/V	0,675	0,634	0,691	0,604	0,671
B/P	0,481	0,576	0,446	0,655	0,491

* Al 30 de septiembre 2014. Fuente: Elaboración Propia

A continuación se utilizó Rubinstein 1973 para desapalancar ya que se consideró una deuda riesgosa de la compañía, dado que $K_b > R_f$.

$$\beta_D^{r/a} = \beta_E^{r/a} * \left[1 + (1 - T_c) * \frac{B}{E} \right] - (1 - T_c) * \beta_b * \frac{B}{E}$$

$$1,085968 = \beta_B^{E/D} * [1 + (1 - 0,25) * 0,49] - (1 - 0,25) * 0,317032 * 0,49$$

$$\beta_B^{E/D} = 0,879118$$

5.2.3 Estructura de Financiamiento Objetivo de Parque Arauco S.A.

La estimación de la Estructura de Financiamiento Objetivo de la Compañía, se obtuvo como el promedio de la estructura histórica desde el año 2010 al 2014, el que se muestra a continuación.

Estructura de Capital Objetivo	2010	2011	2012	2013	2014 (*)	Promedio
B/V	0,325	0,366	0,309	0,396	0,329	0,345
P/V	0,675	0,634	0,691	0,604	0,671	0,655
B/P	0,481	0,576	0,446	0,655	0,491	0,530

Tabla 15: Estructura de Capital Objetivo.

* Al 30 de septiembre de 2014. Fuente: Elaboración Propia.

5.2.4 Beta Patrimonial Con Deuda y Costo Patrimonial (K_p) para Parque Arauco S.A.

A continuación, se apalancó el Beta sin deuda con la estructura objetivo determinada para Parque Arauco S.A.

$$\beta_B^{E/D} = \beta_B^{S/D} * \left[1 + (1 - T_c) * \frac{B}{P} \right] - (1 - T_c) * \beta_B * \frac{B}{P}$$

$$\beta_B^{E/D} = 0,879118 * [1 + (1 - 0,25) * 0,53] - (1 - 0,25) * 0,317032 * 0,53$$

$$\beta_B^{S/D} = 1,100985$$

Y a través de CAPM se estimó el K_p:

$$K_B = R_f + \beta_B^{S/D} * [E(R_m) - R_f]$$

$$K_B = 1,91\% + 1,100985 * 5,3\%$$

$$K_B = 8,44\%$$

5.2.5 Costo Promedio Ponderado Capital (K₀ – WACC)

En base a las variables ya determinadas anteriormente, realizaremos la estimación del Costo Promedio Ponderado Capital (K₀ – WACC) para Parque Arauco S.A.. La cual será utilizada como tasa de descuento para valorizar la empresa.

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

$$K_0(WACC) = 8,44\% * 0,66 + (1 - 0,25) * 3,79\% * 0,34$$

$$K_0(WACC) = 6,52\%$$

A continuación presentamos un cuadro resumen de las variables estimadas:

Tabla 16: Variables Estimadas.

Estimación de Tasas y Betas	
Costo de Deuda (Kb)	3,79%
Beta de la Deuda	0,317032
Beta Patrimonial sin deuda	0,879118
Beta Patrimonial con deuda (E-Views)	1,085968
Beta Patrimonial Apalancado	1,102467
Premio por riesgo de mercado (PRM)	5,93%
Tasa Libre de Riesgo (Rf)	1,91%
Costo Patrimonial (Kp)	8,448%
Tax Rate	25%
B/P (Actual)	49%
B/P (Objetivo)	53%
P/V (Objetivo)	66%
B/V (Objetivo)	34%
Costo de Capital (WACC)	6,52%

Fuente: Elaboración Propia

6 ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

Parque Arauco S.A. es una sociedad anónima abierta, constituida para desarrollar y administrar activos inmobiliarios, de uso comercial y otros, en Chile y en el exterior. La administración de centros comerciales, edificios de oficinas y otros, son su fuente de ingresos a través de arriendos cobrados a los locatarios y en general a quienes usen sus dependencias para desarrollar su actividad principal: la venta minorista tanto de productos como de servicios.

En Chile, la Compañía tiene participación en ocho centros comerciales regionales con un total de 516.536 m² de superficie arrendable, de los cuales consolida seis (A partir del 2013 se dejó de consolidar los centros comerciales Marina Arauco y Mall Center Curicó, producto de la nueva normativa contable) centros comerciales regionales con un total de 354.960 m² de superficie arrendable. La Compañía también tiene participación en los formatos de strip centers y outlets. En el formato de strip centers, en 2012 nace la sociedad Arauco Express y actualmente tiene nueve strip centers que administrada la suma total de 13.182 m² de superficie arrendable al cierre de junio de 2014. En el formato de outlets, en 2012 se adquiere Buenaventura Outlet Mall con 20.000 m² de superficie arrendable. En 2014 se apertura Concepción Outlet Mall con 6.394 m² de superficie arrendable. En total en Chile la Compañía tiene una superficie arrendable consolidada a junio de 2014 de 394.536 m².

En Perú, la Compañía tiene participación en cuatro centros comerciales regionales con un total de 190.790 m² de superficie arrendable. La Compañía también tiene participación en formatos de menor tamaño denominados centros comerciales vecinales principalmente mediante la marca Mega Express con cinco activos que suman 49.128 m² de superficie arrendable. Adicionalmente, a fines de 2012 se formó una asociación con el grupo Los Portales llamada Strip Center del Perú para desarrollar los formatos de strip centers, outlets y vecinales. Actualmente, esta asociación administra el InOutlet Faucett que luego de la expansión tiene una superficie arrendable de 7.200 m². En total en Perú la Compañía tiene una superficie arrendable consolidada a junio de 2014 de 247.118 m².

En Colombia, la Compañía tiene participación en dos centros comerciales regionales, con un total de 73.500 m² arrendables a junio de 2014. En abril de 2013, se inauguró el centro comercial Parque Caracolí en la ciudad de Bucaramanga, que se suma al primer centro comercial Parque Arboleda inaugurado en 2010 en la ciudad de Pereira. Adicionalmente, Parque Arauco S.A. cuenta con los permisos para iniciar la construcción de Parque La Colina en Bogotá, que tendría 63.500 m² de superficie arrendable

Entre 2010 y 2013 el ABL consolidado de Parque Arauco ha aumentado como consecuencia principalmente de adquisiciones, desarrollos de nuevos malls y de ampliaciones de los activos

existentes en Chile, Perú y Colombia. A junio de 2014 el ABL consolidado de Parque Arauco es de 715.154 m2 y la ocupación consolidada alcanza el 96,2%.

Los ingresos del negocio de renta inmobiliaria se caracterizan por su estabilidad para enfrentar períodos de contracción económica, lo que se produce gracias a la diversificación en su generación y a que la mayor parte de los ingresos por arriendo corresponde a la componente fija contemplada en los contratos. De los ingresos por arriendo del primer semestre de 2014, un 83% corresponde a ingresos provenientes del componente fijo de los contratos de arrendamiento, mientras que sólo 17% proviene del componente variable de los mismos. Por otro lado, a junio de 2014, un 64% de los contratos de arrendamiento de Parque Arauco con sus locatarios tienen una duración residual mayor a cuatro años.

Entre 2010 y 2013 las ventas de los arrendatarios de Parque Arauco han variado considerablemente. Aumentaron en 2011 y 2012 como consecuencia principalmente de importantes adquisiciones, desarrollos de nuevos malls y de ampliaciones de los activos existentes en Chile, Perú y Colombia; y disminuyeron en 2013 producto de la desconsolidación del Mall Marina Arauco y Mall Center Curicó en Chile. Las ventas de los arrendatarios de Parque Arauco de los últimos doce meses a junio de 2014 son de MM\$ 1.274.179.

Tabla 17: Ingresos.

UF	2010	2011	2012	2013	3Q2013	3Q2014
Ingresos	3.409.624	3.872.996	4.400.105	4.604.069	3.332.995	3.669.543
Crec (%)		13,6%	13,6%	4,6%		10,1%
ABL M2	474.905	522.260	600.960	693.100	634.900	718.000
Venta UF/M2	7,2	7,4	7,3	6,6	5,2	5,1
Crec (%)		3,3%	-1,3%	-9,3%		-2,6%
Chile	2.826.140	3.011.330	3.320.106	3.242.635	2.358.009	2.389.228
Crec (%)		6,6%	10,3%	-2,3%		1,3%
ABL M2	323.105	341.260	385.960	374.682	369.600	394.500
Venta UF/M2	8,7	8,8	8,6	8,7	6,4	6,1
Crec (%)		0,9%	-2,5%	0,6%		-5,1%
			promedio	8,71		
Perú + Colombia	583.485	861.667	1.079.998	1.361.435	974.986	1.280.314
Crec (%)		47,7%	25,3%	26,1%		31,3%
ABL M2	151.800	181.000	215.000	318.418	265.300	323.500
Venta UF/M2	3,8	4,8	5,0	4,3	3,7	4,0
Crec (%)		23,9%	5,5%	-14,9%		7,7%
			promedio	4,48		

6.1 Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2014 al 2018.

En el mercado nacional y con presencia en los países de la región (Perú y Colombia) existen dos empresas que se pueden comparar con el negocio de Parque Arauco S.A. éstas son Plaza S.A. y Cencosud.

Plaza S.A es la sociedad que agrupa a todas las sociedades propietarias de los centros comerciales que operan bajo la marca Mall Plaza. En Chile, controla y administra 14 centros comerciales Mall Plaza que, con 1.126.000 metros cuadrados de superficie arrendable, la convierten en el principal operador de centros comerciales del país.

En Perú, Plaza administra cuatro centros comerciales bajo la marca Mall Aventura Plaza en las ciudades de Lima, Callao, Trujillo y Arequipa, que abarcan 258.000 metros cuadrados de superficie arrendable. De esta operación, Plaza S.A. tiene un 20% de participación en la sociedad Aventura Plaza S.A.

En Colombia, Plaza S.A. posee el 70% de Mall Plaza El Castillo, ubicado en Cartagena de Indias, centro comercial con el cual Mall Plaza hace su ingreso al país cafetero.

Cencosud mediante su división Shopping Centers tiene participación en la industria de los centros comerciales. A la fecha cuenta con 717.382 metros cuadrados de superficie arrendable, con presencia en Chile con cerca de 1.000.000 metros cuadrados de superficie arrendable repartidos en 9 centros comerciales, Argentina con 200.000 metros cuadrados de superficie arrendable en 15 centros comerciales (sin considerar empresas relacionadas) y Perú con 3 centros comerciales que suman 50.348 metros cuadrados de superficie arrendable.

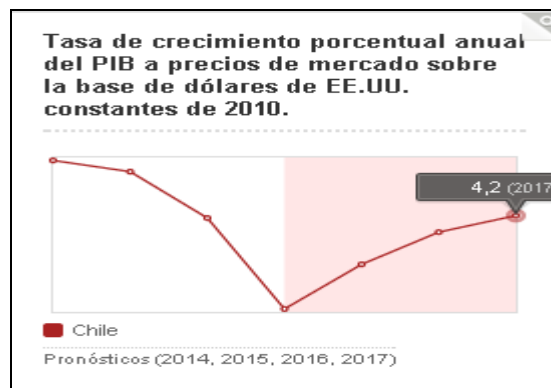
6.1.1 La industria en Chile

Durante el 2013, la economía chilena, con un crecimiento del 4,07% en el PIB, fue la sexta economía que más creció en Latinoamérica. Este crecimiento se vio superado por economías de la región como Colombia o Perú, países donde también opera Parque Arauco.

En la última década, Chile se ha caracterizado por mostrar una estabilidad en su desarrollo económico con niveles de crecimiento del PIB por encima del crecimiento promedio del resto del mundo y de los países miembros de la OCDE. Junto con ese crecimiento económico, Chile ha sido uno de los países que mayor desarrollo económico ha experimentado en la última década y fruto de ello el PIB per cápita del país se ha triplicado en los últimos diez años.

Después del auge observado entre el 2010 y 2012, el crecimiento del PIB se redujo al 2,2% en el primer semestre de 2014, afectado por un retroceso en el sector minero debido al fin del ciclo de inversión y la caída de los precios del cobre. A esto se sumó un declive en el consumo privado. En paralelo el desempleo ha aumentado, desde el 5,7% en noviembre de 2013 al 6,5% en junio de 2014, pero un incremento del autoempleo ha amortiguado parcialmente el efecto sobre la tasa de desocupación.

Figura 3: Proyección del PIB en Chile



Fuente: Banco Mundial

Respecto del consumo, Chile ha crecido constantemente en las últimas décadas debido, entre otros motivos, al crecimiento del país, al incremento en los créditos de consumo, y al crecimiento constante de la población, que, combinado con el descenso de la tasa de desempleo, permite al promedio de la población tener una mayor capacidad de consumo.

El crecimiento sostenido de la economía chilena y la mayor capacidad adquisitiva de los consumidores del país, ha repercutido favorablemente en la industria de centros comerciales, potenciando la creación de múltiples centros comerciales tanto en la capital como en el resto del país. Según el ICSC, en Chile durante el año 2013, un 25% de las ventas del sector comercio se realizaron en centros comerciales, mientras que en los años 90 este indicador llegaba sólo a un 15%. Según la Cámara Chilena de Centros Comerciales, a noviembre 2013 existen proyectos de inversión en centros comerciales por US\$1.550 millones, lo cual muestra un gran potencial de crecimiento de la industria a futuro.

En la siguiente tabla, se observa el estado de la industria de centros comerciales en Chile a noviembre de 2013:

Tabla 18: Centros Comerciales en Chile.

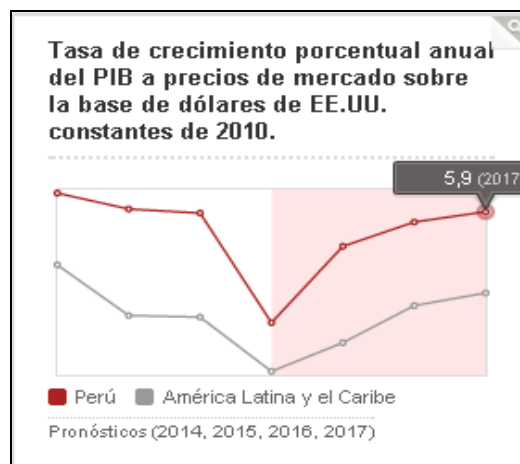
Centros Comerciales en Chile	
Nº de Centros Comerciales	72
Nº de Strip Centers	80
Área rentable de centros comerciales	3.446.000 m ²
Área rentable de strip centers	169.000 m ²
Total de área rentable por cada 100 habitantes	19,73 m ²
% Ventas en Centros Comerciales (sobre total ventas retail)	25%

Fuente: International Council of Shopping Centers: ICSC - noviembre 2013 (Última información disponible).

6.1.2 La industria en Perú

Similar al caso chileno, la economía peruana ha vivido en la última década un importante y sostenido crecimiento económico. En los últimos diez años, el PIB del Perú creció a una tasa promedio anual de 6,3%, muy por encima del promedio mundial y de los países del OCDE, y ha mostrado uno de los mayores crecimientos de la región latinoamericana. Este destacado crecimiento ha permitido que el PIB per cápita se haya triplicado en los últimos diez años, llegando a US\$ 6.390 en el año 2013. Si bien el crecimiento ha sido importante, la economía peruana aún muestra niveles de PIB per cápita inferiores a los de otros países de la región como Chile, lo cual podría ser interpretada como una oportunidad de mayor desarrollo en el futuro próximo

Figura 4: Proyección PIB Perú



Fuente: Banco Mundial

El dinamismo económico de Perú tiene su reflejo en el sector retail y como se observa en el siguiente cuadro, Perú ya se consolida como uno de los principales países de Latinoamérica con mayor proyección en cuanto a construcción de centros comerciales:

Tabla 19: Centros Comerciales en Perú.

Centros Comerciales en Perú	
No. de Centros Comerciales	59
Área Rentable de centros comerciales	2.011.330 m ²
Total de área rentable por 100 habitantes	6,5 m ²
% Ventas en Centros Comerciales (sobre total ventas retail)	1,7%

Fuente: International Council of Shopping Centers: ICSC - noviembre 2013. (Última información disponible).

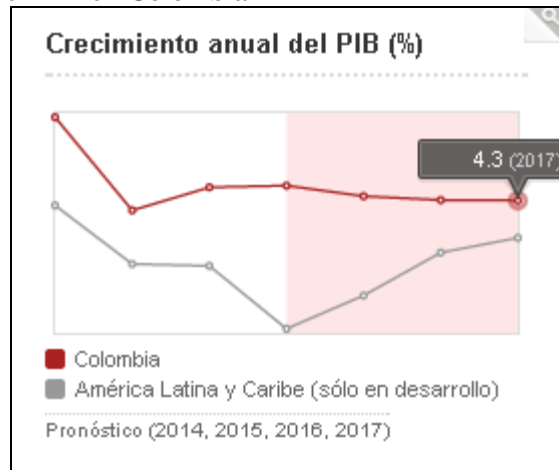
Consecuencia de lo anterior, la actividad de los operadores de centros comerciales en el país ha sido creciente. Real Plaza, del grupo Interbank, y Parque Arauco son los operadores que más centros comerciales manejaban al cierre del año 2013, con un total de 17 y 10 plazas respectivamente.

Parque Arauco cuenta con una participación de mercado de aproximadamente 12% en la industria de centros comerciales peruana, lo cual lo convierte en la tercera compañía más importante del sector.

6.1.3 La industria en Colombia

En un marco similar a las economías chilena y peruana, Colombia ha venido mostrando niveles de crecimiento de su economía a niveles muy por encima del resto del mundo y de los países desarrollados. Colombia es uno de los grandes líderes de la región en términos de crecimiento de su PIB alcanzando un promedio anual del 4,69 % en los últimos diez años. Este continuo crecimiento ha generado que el PIB per Cápita del país haya crecido de manera sostenible en la última década, habiéndose triplicado durante dicho período.

Figura 5: Proyección del PIB en Colombia



Fuente: Banco Mundial

El crecimiento económico colombiano ha impactado positivamente a su industria de centros comerciales, lo cual se evidencia en la participación de los centros comerciales dentro de las ventas de comercio. Según datos de ICSC, dicha participación alcanzó al año 2012 niveles del 11,8%. En la tabla a continuación podemos ver los principales datos del sector de los centros comerciales en Colombia:

Tabla 20: Centros Comerciales en Colombia.

Centros Comerciales en Colombia	
No. de Centros Comerciales	180
Área Rentable de centros comerciales	3.351.000 m ²
Total de área rentable por 100 habitantes	7,4 m ²
% Ventas en Centros Comerciales (sobre total ventas retail)	11,8%

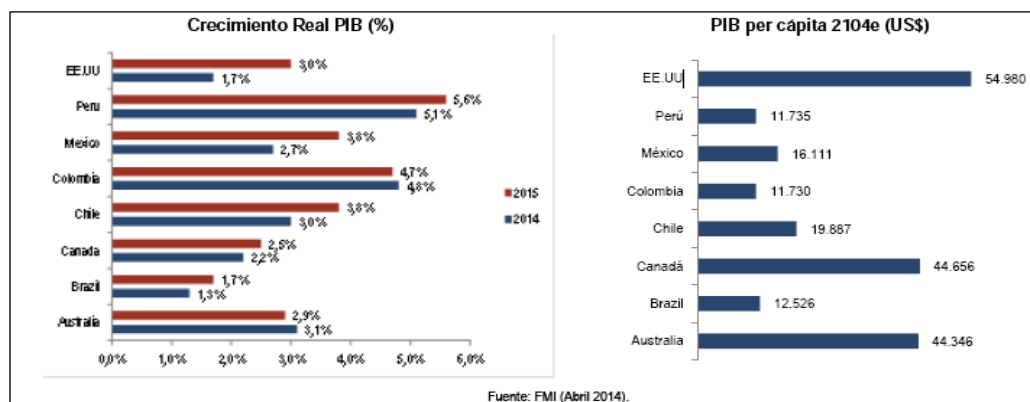
Fuente: International Council of Shopping Centers: ICSC - noviembre 2013.

Parque Arauco cuenta con una participación de mercado de aproximadamente 7% en la industria de centros comerciales colombiana, lo cual lo convierte en la quinta compañía más importante del sector.

En las estimaciones del consumo doméstico de Perú y Colombia se consideraron los valores desagregados del consumo privado y de Gobierno de cada país respectivamente.

Las proyecciones del crecimiento real del PIB, según estimaciones del Fondo Monetario Internacional, también muestran un mayor dinamismo en Chile, Perú y Colombia, promediando 4,3% para el 2014 entre los tres países. Esto se compara con un promedio de 2,2% para el resto de los países listados a continuación. De materializarse estas proyecciones, que sugieren un crecimiento mayor en el PIB per cápita de los países en que opera Parque Arauco, se debería generar un aumento en el poder adquisitivo de los consumidores de dichos países, lo cual, a su vez, favorecería a la industria del comercio y de los centros comerciales.

Figura 6: PIB Real versus PIB per cápita esperado



A fines de diciembre de 2014, se proyectaba que el crecimiento de Chile en 2015 será superior al promedio de América Latina y el Caribe, pero inferior al que registrarían las economías de Bolivia y Perú, según nuevas estimaciones entregadas por la Cepal.

De acuerdo al organismo regional de las Naciones Unidas, América Latina y el Caribe experimentará un crecimiento promedio de 2,2%, por debajo de Chile, que registraría un alza de 3%. De acuerdo a lo señalado por la Cepal este moderado incremento se dará en un contexto de una lenta y heterogénea recuperación de la economía mundial, con una dinámica a la baja en los precios de las materias primas y un escaso dinamismo de la demanda externa de la región, además del aumento de la incertidumbre financiera.

Los países que liderarán la expansión regional el próximo año serán Panamá, con un alza en su Producto Interno Bruto (PIB) de 7,0%, Bolivia (5,5%), Perú, República Dominicana y Nicaragua (5,0%).

En 2014 el crecimiento promedio regional fue de solo 1,1%, la expansión más baja desde 2009. El desempeño regional muestra una gran heterogeneidad entre países y subregiones: Centroamérica más Haití y el Caribe de habla hispana crecieron 3,7%, América del Sur 0,7% y el Caribe de habla inglesa 1,9%.

En 2015 se espera que el crecimiento del PIB repunte levemente en casi todos los países de la región hasta cerca de 2.5% en promedio. Este aumento en la actividad vendría respaldado por la recuperación de la demanda global, particularmente a raíz de la mejora del ciclo en Estados Unidos y gracias a políticas fiscales y monetarias expansivas en los países que tienen el espacio para hacerlo (Perú y Chile, por ejemplo). El balance de riesgos alrededor de estas perspectivas se mantiene sesgado a la baja, principalmente por un mayor deterioro de las condiciones externas. No se perciben riesgos de ajustes en la demanda inducidos por desequilibrios internos, salvo en el caso de algunas economías de América del Sur. No obstante, la necesidad de ajuste en estos casos también se vería precipitada por un mayor deterioro de las condiciones externas.

Tabla 21: Crecimiento de países de Latinoamérica

Cepal: Crecimiento de países de América Latina								
País	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	2015**	
Argentina	0,1	9,1	8,6	0,9	2,9	-0,2	1	
Bolivia	3,4	4,1	5,2	5,2	6,8	5,2	5,5	
Brasil	-0,3	7,5	2,7	1	2,5	0,2	1,3	
Chile	-1	5,8	5,8	5,4	4,1	1,8	3	
Colombia	1,7	4	6,6	4	4,7	4,8	4,3	
Costa Rica	-1	5	4,5	5,1	3,5	3,6	3,2	
Cuba	1,5	2,4	2,8	3	2,7	1,1	3	
Ecuador	0,6	3,5	7,9	5,2	4,6	4	3,8	
El Salvador	-3,1	1,4	2,2	1,9	1,7	2,2	2,5	
Guatemala	0,5	2,9	4,2	3	3,7	4	4	
Haití	3,1	-5,5	5,5	2,9	4,3	3,5	3,5	
Honduras	-2,4	3,7	3,8	4,1	2,6	3	3	
México	-4,7	5,2	3,9	4	1,4	2,1	3,2	
Nicaragua	-2,8	3,3	5,7	5	4,6	4,5	5	
Panamá	4	5,9	10,8	10,2	8,4	6	7	
Paraguay	-4	13,1	4,3	-1,2	14,2	4	4	
Perú	1	8,5	6,5	6	5,8	2,8	5	

*Estimación - ** Proyección

Fuente: CEPAL

6.2 Análisis de Costos de Operación

Los principales costos de Parque Arauco S.A. son por concepto de consumo de servicios básicos, tales como electricidad y agua, además de costos relacionados con la mantención de los espacios, mejoramientos y aseo. Además se incluyen los costos de ventas y gastos de administración agrupados. Estos permiten generar economías de escala, ejemplo de lo anterior se pueden mencionar los gastos corporativos de marketing y publicidad.

Los costos están en función de los metros cuadrados arrendables, siendo afectados solo por la entrada o salida de los estados financieros de nuevos centros.

Tabla 22: Costos de Operación.

UF	2010	2011	2012	2013	3Q2013	3Q2014
ABL M2	474.905	522.260	600.960	693.100	634.900	718.000
Costos (sin dep y amort)	519.794	642.468	812.050	837.670	610.068	748.096
Crec (%)		23,60%	26,40%	3,15%		22,63%
Costo UF/M2	1,1	1,2	1,4	1,2	1,0	1,0
Crec (%)		12,4%	9,8%	-10,6%		8,4%
			promedio	1,22		
GAV	463.318	484.171	466.088	572.153	401.828	430.784
Crec (%)		4,50%	-3,73%	22,76%		7,21%
Costo UF/M2	0,98	0,93	0,78	0,83	0,63	0,60
Crec (%)		-5,0%	-16,3%	6,4%		-5,2%
			promedio	0,88		
Depreciación	34.101	26.844	30.299	24.798	18.548	20.290
Crec (%)		-21,28%	12,87%	-18,15%		9,39%
Costo UF/M2	0,07	0,05	0,05	0,04	0,03	0,03
Crec (%)		-28,4%	-1,9%	-29,0%		-3,3%
			promedio	0,05		
Amortización	37.413	77.731	45.295	94.530	72.745	86.774
Crec (%)		107,76%	-41,73%	108,70%		19,29%
Costo UF/M2	0,08	0,15	0,08	0,14	0,11	0,12
Crec (%)		88,9%	-49,4%	81,0%		5,5%
			promedio	0,11		

Fuente: Elaboración Propia

6.2.1 Análisis de Cuentas no operacionales

Las cuentas que no corresponden al Core del negocio de la empresa son:

1. Ingresos y costos financieros: Los ingresos financieros provienen de las inversiones de los excedentes de caja de la compañía, principalmente en depósitos a plazos, pactos, fondos mutuos y fiducias. Al 30 de septiembre de 2014, Parque Arauco S.A. presentó excedentes de caja por M\$118.914.652 con una tasa efectiva anual de 4.1% generando ingresos financieros por M\$3.683.371.

Al 30 de septiembre de 2014 la Sociedad mantenía obligaciones financieras en unidades de fomento por M\$234.591.471, en pesos chilenos por M\$ 66.492.855, en dólares estadounidenses por M\$ 48.692.715, en pesos colombianos por M\$ 39.698.241 y en nuevo sol peruano por M\$ 55.093.372. Estas obligaciones financieras fueron en promedio M\$ 452.150.343 al 30 de septiembre de 2014, con una tasa efectiva anual de un 5,49%, generando gastos financieros por M\$ 18.626.733.

2. Otras ganancias (pérdidas): en esta cuenta se agrupan todas aquellas partidas y transacciones cuyos efectos están separados de la operación recurrente de la compañía y que no son asignables a la cuenta de Estados de Resultados.

Tabla 23: Otras ganancias (pérdidas).

Conceptos	30.09.2014 M\$	30.09.2013 M\$
Gastos por impuestos	(504.842)	(682.904)
Gastos Indemnizaciones y finiquitos	(8.040)	(545.938)
Impuestos Extraordinarios:		
Impuestos Patrimoniales Colombia	-	-
Impuestos Municipales Soc. de Inversión	(166.479)	(292.074)
Gastos Estudios y Proyectos	(738.294)	(221.506)
Gastos Proceso Legal y Judicial	(135.065)	(2.331.642)
Otros	(182.468)	(695.559)
Total gasto	(1.735.168)	(4.769.623)
Otros Ingresos	450.005	-
Total ingresos	450.005	-
Total otras ganancias (pérdidas)	(1.285.183)	(4.769.623)

Fuente: Estados Financieros Parque Arauco S.A. a Septiembre 2014

3. Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación: en esta cuenta se contempla el acuerdo comercial firmado entre Parque Arauco S.A. y Mall Viña del Mar S.A. en donde la actividad económica se ha sometido a un control conjunto.
4. Efectos en las variaciones en las tasas de cambio de la moneda extranjera: El resultado por diferencia de cambio corresponde al resultado ponderado de los movimientos por activos y pasivos en moneda extranjera generados en el período.
5. Resultado por Unidad de Reajuste: corresponde al resultado ponderado de los movimientos por activos y pasivos en moneda reajutable (Unidad de Fomento) generados en el periodo. Este concepto corresponde a bonos, garantías, depósitos a plazo, efectos en instrumentos derivados y otros.

Tabla 24: Cuentas No Operacionales.

Cuentas No Operacionales	2010	2011	2012	2013	3Q2013	3Q2014
Otras ganancias (pérdidas)	444.460	316.233	-128.441	-274.302	-211.129	-53.177
Crec (%)		-28,9%	-140,6%	113,6%		-74,8%
Ingresos financieros	411.333	190.869	333.034	170.898	121.664	152.365
Crec (%)		-53,6%	74,5%	-48,7%		25,2%
Ingresos / Caja	10%	3%	7%	6%		5%
Costos financieros	-682.042	-714.505	-857.810	-821.552	-610.569	-770.718
Crec (%)		4,8%	20,1%	-4,2%		26,2%
Costos Financieros / Deuda F.	-4%	-5%	-6%	-4%		-4%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0	0	0	414.570	169.531	154.438
Crec (%)		0,0%	0,0%	0,0%		-8,9%
Diferencias de cambio	-119.912	105.598	-26.060	-12.007	17.924	99.073
Crec (%)		-188,1%	-124,7%	-53,9%		452,7%
Resultado por unidades de reajuste	-332.787	-453.897	-245.973	-220.065	-124.686	-378.741
Crec (%)		36,4%	-45,8%	-10,5%		203,8%
Ganancias (perdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de activos financieros reclasificados medidos a valor razonable	495.070	110.486	801.855	191.296	0	0
Crec (%)		-77,7%	625,8%	-76,1%		-100,0%
Resultado No Operacional	216.122	- 445.218	- 123.395	- 551.163	- 637.265	- 796.760

Fuente: Elaboración Propia

6.3 Análisis de Activos

Tabla 25: Total de Activos.

ACTIVOS	Nota	30.09.2014 M\$	31.12.2013 M\$
Efectivo y equivalentes al efectivo	5	108.254.847	68.945.796
Otros activos no financieros, corrientes	6	4.179.504	3.148.505
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	7	17.565.559	18.886.264
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	8	6.151.864	4.835.906
Activos por impuestos, corrientes	9	22.404.009	21.291.112
Total activos corrientes		158.555.783	117.107.583
Activos no Corrientes			
Otros activos no financieros, no corrientes	6	25.791.335	26.457.899
Derechos por cobrar, no corrientes	7	277.754	808.364
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	8	-	542.191
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	34	50.585.904	49.634.386
Activos intangibles distintos de la plusvalía	10	15.160.248	14.987.965
Plusvalía	11	17.426.868	15.629.318
Propiedades, planta y equipo	12	2.921.857	2.724.423
Propiedades de inversión	13	1.068.376.159	947.838.880
Activos por impuestos diferidos	14	39.349.540	26.224.767
Total activos no corrientes		1.219.889.665	1.084.848.193
Total Activos		1.378.445.448	1.201.955.776

Fuente: Estados Financieros Parque Arauco S.A. a Septiembre 2014

6.3.1 Activos Operacionales:

1. Efectivo y equivalentes al efectivo: Este activo corresponde al más líquido que posee la empresa, proveniente de la explotación de sus activos para el desarrollo de sus operaciones. Parque Arauco cuenta con M\$108.254.847 distribuidos en Efectivo en caja, Saldos en bancos, Depósitos a plazos corrientes y otros efectivos y equivalentes al efectivo. Al 30 de septiembre de 2014 este rubro se encuentra compuesto por Fondos Mutuos. El activo descrito se encuentra diversificado en distintas monedas tales como: Peso chileno, dólar americano, Nuevo Sol Peruano, Peso Colombiano y Peso argentino.

Tabla 26: Activos Operacionales.

	30.09.2014	31.12.2013
	M\$	M\$
Efectivo en caja	59.217	57.955
Saldos en bancos	7.974.122	7.571.106
Depósitos a plazo corrientes	52.731.887	23.620.176
Otro efectivo y equivalentes al efectivo (a)	47.489.621	37.696.559
Efectivo y equivalentes al efectivo	108.254.847	68.945.796

Fuente: Estados Financieros Parque Arauco S.A. a Septiembre 2014

2. Otros activos no financieros: Se contemplan las rentas futuras amortizadas por concepto de arriendo y anticipos en cada uno de los proyectos incluido la habilitación de algún centro comercial para su comienzo de su operación.

Tabla 27: Otros activos no financieros.

Conceptos	Corrientes		No Corrientes	
	M\$		M\$	
	30.09.2014	31.12.2013	30.09.2014	31.12.2013
Arriendo terrenos E.F.E (1)	419.765	406.306	9.374.760	9.345.043
Anticipos proyecto Chile	-	-	-	2.074.632
Anticipos proyecto Colombia	-	-	6.432.006	6.309.344
Anticipos proyecto Perú	138.751	479.251	3.505.976	7.957.347
Otros activos	3.140.085	2.262.948	6.478.593	771.533
Seguros Mall	313.423	-	-	-
Patentes Mall	167.480	-	-	-
Otros activos no financieros	4.179.504	3.148.505	25.791.335	26.457.899

Fuente: Estados Financieros Parque Arauco S.A. a Septiembre 2014

3. Deudores por cobrar y otras cuentas por cobrar: Este rubro está compuesto por facturas por cobrar correspondientes a los arriendos de locales y espacios comerciales, servicios de mantención y otros, netos de provisión por deudas incobrables(deterioro)

Tabla 28: Deudores por cobrar y otras cuentas por cobrar.

Corriente	30.09.2014			31.12.2013		
	Valor bruto M\$	Provisión incobrables M\$	Valor neto M\$	Valor bruto M\$	Provisión incobrables M\$	Valor neto M\$
Deudores por venta	16.793.374	(1.534.806)	15.258.568	18.356.124	(1.314.230)	17.041.894
Documentos por cobrar	1.740.751	(891.239)	849.512	1.437.795	(728.323)	709.472
Deudores varios	1.457.479	-	1.457.479	1.134.898	-	1.134.898
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	19.991.604	(2.426.045)	17.565.559	20.928.817	(2.042.553)	18.886.264

No Corriente	30.09.2014			31.12.2013		
	Valor bruto M\$	Provisión incobrables M\$	Valor neto M\$	Valor bruto M\$	Provisión incobrables M\$	Valor neto M\$
Otras cuentas por cobrar	277.754	-	277.754	808.364	-	808.364
Derechos por cobrar	277.754	-	277.754	808.364	-	808.364

Fuente: Estados Financieros Parque Arauco S.A. a Septiembre 2014

- Cuentas por cobrar en entidades relacionadas: Las transacciones entre la sociedad y sus filiales corresponden a operaciones habituales en cuanto a su objeto y son realizadas bajo condiciones de mercado.
- Activos por impuestos: Correspondiente a aquellos impuestos relacionados con el valor agregado, pagos previsionales y otros impuestos, tales como impuestos a la renta.

Tabla 29: Activos por impuestos.

	30.09.2014 M\$	31.12.2013 M\$
Remanente IVA crédito fiscal e IGV (Perú)	18.707.377	14.095.819
Pagos provisionales	364.390	2.576.103
Otros impuestos	3.332.242	4.619.190
Activos por impuestos corrientes	22.404.009	21.291.112
Remanente IVA crédito fiscal e IGV (Perú)	18.707.377	14.095.819
Pagos provisionales	364.390	2.576.103
Otros impuestos	3.332.242	4.619.190
Activos por impuestos corrientes	22.404.009	21.291.112

Fuente: Estados Financieros Parque Arauco S.A. a Septiembre 2014

- Inversiones en asociadas contabilizadas por el método de la participación: en esta cuenta se contempla el acuerdo comercial firmado entre Parque Arauco S.A. y Mall Viña del Mar S.A. en donde la actividad económica se ha sometido a un control conjunto.

7. Activos intangibles distintos de plusvalía: en esta cuenta se contemplan principalmente Patentes, marcas programas informáticos, contratos anclas, contratos con tiendas menores y relación con clientes.

Tabla 30: Activos intangibles distintos de plusvalía.

Rubro	Saldo bruto	Amortización acumulada	Saldo Neto	Saldo bruto	Amortización acumulada	Saldo neto
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
		30.09.2014			31.12.2013	
Patentes, marcas, otros derechos (1)	6.942.750	(1.187.179)	5.755.571	6.433.157	(1.127.848)	5.305.309
Programas informáticos	3.227.588	(2.040.296)	1.187.292	2.602.831	(1.739.659)	863.172
Otros act. Intangibles identif. (2)	14.727.336	(6.509.951)	8.217.385	14.095.937	(5.276.453)	8.819.484
Activos intangibles	24.897.674	(9.737.426)	15.160.248	23.131.925	(8.143.960)	14.987.965

(1) Los activos intangibles de vida indefinida corresponden principalmente a marcas y al 30 de septiembre de 2014 su valor libro asciende a M\$ 2.449.271.

(2) Corresponde principalmente a Contratos Anclas, Contratos Tiendas Menores y Relación con Clientes, generados por la adquisición de negocios.

Fuente: Estados Financieros Parque Arauco S.A. a Septiembre 2014

8. Propiedades, plantas y equipos: contempla las herramientas, equipamientos e instalaciones que le permiten a la compañía desarrollar su actividad con el objetivo de generar ingresos.
9. Propiedades de inversión: Las propiedades de inversión corresponden principalmente a edificios, terrenos y otras construcciones que se mantienen para explotarlos bajo concepto de arriendos.

6.4 Activos No operacionales:

Bajo este concepto de activos destacan entre otros:

1. Plusvalía: La plusvalía (menor valor de inversión) se genera en la adquisición de las acciones en las sociedades. Es decir, se genera a partir de la adquisición de activos cuyo valor de compra supera el valor de los activos de la compañía. Este valor se actualiza en forma periódica

Tabla 31: Plusvalía.

Rut	Sociedad	30.09.2014 MS	31.12.2013 MS
96.828.400-2	Parque Arauco Perú S.A.	9.283.670	8.395.309
76.930.350-2	Parque Arauco Colombia S.A.	7.302.033	6.392.844
96.863.570-0	Inmob. Mall Viña del Mar S.A.	841.165	841.165
	Totales	17.426.868	15.629.318

Fuente: Estados Financieros Parque Arauco S.A. a Septiembre 2014

2. Activos por impuestos diferidos: Corresponde al saldo por concepto de impuestos diferidos.

Tabla 32: Activos por impuestos diferidos.

Rubro	Activos		Pasivos	
	30.09.2014 MS	31.12.2013 MS	30.09.2014 MS	31.12.2013 MS
Depreciaciones	920.226	374.974	34.741.714	20.239.131
Castigos incobrables	869.713	817.832	-	-
Amortizaciones	-	-	497.330	419.959
Provisiones	1.439.574	1.049.697	-	-
Revaluaciones de propiedades de inversión	16.964.944	11.865.178	62.154.101	52.819.488
Revaluaciones de planta y equipos	-	-	-	245.769
Revaluaciones de activos intangibles	5.655.129	4.837.486	788.546	726.504
Revaluaciones de instrumentos financieros	3.952.088	3.041.247	1.516.892	1.191.250
Pérdidas fiscales	5.394.139	3.827.154	-	-
Relativos a otros	4.153.727	411.199	495.311	357.218
Total Impuestos Diferidos	39.349.540	26.224.767	100.193.894	75.999.319

Fuente: Estados Financieros Parque Arauco S.A. a Septiembre 2014

7 PROYECCIÓN DE EERR

7.1 Proyección de Ingresos

El deterioro de la actividad económica puede afectar negativamente el nivel de ventas de la compañía, pues un porcentaje de los ingresos depende del nivel de actividad de algunos locatarios. Aproximadamente, un 83% de los ingresos de Parque Arauco son ingresos por arriendo fijos y 17% son ingresos variables que dependen del volumen de venta de algunos de los locales en los cuales operan los clientes.

Parque Arauco mantiene en general contratos a mediano y largo plazo que le aseguran un arriendo mínimo. La empresa posee además un marco contractual sólido junto con una situación financiera razonable para afrontar un deterioro en la situación económica.

La compañía ha mostrado una sólida estructura económica, con desarrollos futuros materializados con el paso de los años, se esperan favorables perspectivas de crecimiento y estabilidad de los países en los cuales se mantienen inversiones. Los ingresos han sido proyectados considerando la tasa de crecimiento histórica de la compañía, relacionado con los metros cuadrados construidos que son la fuente de éstos y los futuros desarrollos/expansiones que realizará la compañía.

De acuerdo a análisis de mercado se espera que los ingresos en Colombia crezcan debido a la mayor superficie arrendable promedio en relación al año anterior y al efecto de los precios, para los cuales se espera que sigan creciendo a tasas de 3% anual, como lo viene haciendo desde el 2013. Es por lo anterior que se decidió ajustar la tasa de crecimiento de Perú y Colombia en este valor ya que existe un potencial crecimiento en la región.

Por otro lado, además de las atractivas tasas de crecimiento y baja penetración de centros comerciales, Parque Arauco S.A. posee una ventaja comparativa respecto de sus competidores más directos y es que en Bogotá es muy difícil conseguir permisos de edificación debido a temas políticos.

Tabla 33: Desarrollo de Nuevos Proyectos.

PROYECTOS	País	Fecha de Apertura	ABL Total (m2)
Mall Outlet Curauma	Chile	4T 2014	7.200
Stripcenters Chile (Arauco Express)	Chile	En desarrollo (2017)	14.700
Stripcenters Perú	Perú	En desarrollo (2018)	25.100
MegaPlaza Pisco	Perú	4T 2015	14.000
Others MegaPlaza	Perú	En desarrollo (2017)	14.000
La Colina	Colombia	4T 2016	63.400
Subtotal			138.400

EXPANSIONES	País	Fecha de Apertura	ABL Total (m2)
Boulevard V Kennedy Expansion	Chile	1T 2016	1.000
Buenaventura Expansion	Chile	1T 2015	6.900
Subtotal			7.900
Total			146.300

Los ingresos de la compañía se proyectaron en función del promedio por venta de metros cuadrados entre los años 2010 a 2013, considerando la incorporación de los desarrollos futuros que realizará la compañía desde el último trimestre de 2014 al año 2018, de acuerdo a lo siguiente:

Tabla 34: Proyección de Ingresos.

UF	2010	2011	2012	2013	3Q2014	4Q2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos	3.409.624	3.872.996	4.400.105	4.604.069	3.669.543	5.058.923	5.186.572	5.501.278	5.696.840	5.817.984
Crec (%)		13,6%	13,6%	4,6%						
ABL M2	474.905	522.260	600.960	693.100	718.000	725.200	746.100	810.500	839.200	864.300
Venta UF/M2	7,2	7,4	7,3	6,6	5,1	7,0	6,95	6,79	6,79	6,73
Crec (%)		3,3%	-1,3%	-9,3%		5,0%	-0,3%	-2,4%	0,0%	-0,8%
				10,6%						
Chile	2.826.140	3.011.330	3.320.106	3.242.635	2.389.228	3.497.555	3.557.633	3.566.339	3.694.331	3.694.331
Crec (%)		6,6%	10,3%	-2,3%						
ABL M2	323.105	341.260	385.960	374.682	394.500	401.700	408.600	409.600	424.300	424.300
Venta UF/M2	8,7	8,8	8,6	8,7	6,1	8,71	8,71	8,71	8,71	8,71
Crec (%)		0,9%	-2,5%	0,6%		0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
			promedio	8,71						
Perú + Colombia	583.485	861.667	1.079.998	1.361.435	1.280.314	1.561.368	1.628.939	1.934.938	2.002.509	2.123.654
Crec (%)		47,7%	25,3%	26,1%						
ABL M2	151.800	181.000	215.000	318.418	323.500	323.500	337.500	400.900	414.900	440.000
Venta UF/M2	3,8	4,8	5,0	4,3	4,0	4,83	4,83	4,83	4,83	4,83
Crec (%)		23,9%	5,5%	-14,9%		12,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
			promedio 4,7 + 0,14 exp.	4,83						

Fuente: Elaboración Propia

7.2 Proyección de Costos y Gastos

Tanto los costos como los gastos de administración y ventas, depreciación y amortización, han sido proyectados considerando la tasa de ponderación promedio que representan estos rubros en los ingresos por metros cuadrados construidos, entre los años 2010-2013.

Tabla 35: Proyección de Costos y Gastos.

UF	2010	2011	2012	2013	3Q2014	4Q2014	2015	2016	2017	2018
ABL M2	474.905	522.260	600.960	693.100	718.000	725.200	746.100	810.500	839.200	864.300
Costos (sin dep y amort)	519.794	642.468	812.050	837.670	748.096	885.565	911.087	989.728	1.024.774	1.055.425
Crec (%)		23,60%	26,40%	3,15%						
Costo UF/M2	1,1	1,2	1,4	1,2	1,0	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22
Crec (%)		12,4%	9,8%			1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
			promedio	1,22						
GAV	463.318	484.171	466.088	572.153	430.784	635.228	653.535	709.946	735.085	757.071
Crec (%)		4,50%	-3,73%	22,76%						
Costo UF/M2	0,98	0,93	0,78	0,83	0,60	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88
Crec (%)		-5,0%	-16,3%	6,4%		6,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
			promedio	0,88						
Depreciación	34.101	26.844	30.299	24.798	20.290	37.965	39.059	42.430	43.933	45.247
Crec (%)		-21,28%	12,87%	-18,15%						
Costo UF/M2	0,07	0,05	0,05	0,04	0,03	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Crec (%)		-28,4%	-1,9%	-29,0%		46,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
			promedio	0,05						
Amortización	37.413	77.731	45.295	94.530	86.774	79.658	81.954	89.028	92.181	94.938
Crec (%)		107,76%	-41,73%	108,70%						
Costo UF/M2	0,08	0,15	0,08	0,14	0,12	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
Crec (%)		88,9%	-49,4%	81,0%		-19,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
			promedio	0,11		7,115				

Fuente: Elaboración Propia

Las cuentas No operacionales: “diferencia de cambio”, “resultados por unidad de reajuste” y “Ganancias (pérdidas) que surgen de la diferencia entre el importe en libros anteriores y el valor razonable de los activos financieros reclasificados medidos al valor razonable” fueron proyectadas en cero, debido principalmente a que su cálculo es realizado por la compañía utilizando variables que no disponemos a la fecha de estimación.

Otras ganancias (pérdidas): hemos considerado un monto constante a partir del valor registrado a septiembre de 2013, debido a que no son conceptos recurrentes generados por la compañía.

Costos financieros: calculamos el porcentaje de representación del cargo a resultado por concepto de intereses, sobre los ingresos de cada año determinando una tasa de crecimiento de la deuda en función de los ingresos proyectados.

Ingresos financieros: monto proyectado en base al porcentaje promedio que representan estos ingresos sobre los saldos de caja al cierre de cada periodo, como base de aproximación, ya que estos ingresos provienen de las inversiones de los excedentes de caja de la compañía, principalmente en depósitos a plazos pactos fondos mutuos y fiducias.

Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación: el monto fue proyectado en base a lo que la compañía ha reconocido como participación en promedio desde el 2013 al cierre del mes de septiembre de 2014.

Tabla 36: Proyección de Cuentas No Operacionales.

Proyección de Cuentas No Operacionales	2010	2011	2012	2013	3Q2014	4Q2014	2015	2016	2017	2018
Otras ganancias (pérdidas)	444.460	316.233	-128.441	-274.302	-53.177	-53.177	-53.177	-53.177	-53.177	-53.177
Crec (%)		-28,9%	-140,6%	113,6%	-80,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ingresos financieros	411.333	190.869	333.034	170.898	152.365	204.716	204.716	204.716	204.716	204.716
Crec (%)		-53,6%	74,5%	-48,7%	-10,8%	34,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ingresos / Caja		3%	7%	6%	3%					
Media Armonica					4,3%					
Costos financieros	-682.042	-714.505	-857.810	-821.552	-770.718	-976.082	-1.000.710	-1.061.431	-1.099.163	-1.122.537
Crec (%)		4,8%	20,1%	-4,2%	-6,2%	26,6%	2,5%	6,1%	3,6%	2,1%
Costos Financieros / Deuda F.		4%	5%	6%	4%					
Media Armonica					4,5%					
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0	0	0	414.570	154.438	275.938	275.938	275.938	275.938	275.938
Crec (%)		0,0%	0,0%	0,0%	-62,7%	78,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Diferencias de cambio	-119.912	105.598	-26.060	-12.007	99.073	0	0	0	0	0
Crec (%)		-188,1%	-124,7%	-53,9%	-925,1%	-100,0%				
Resultado por unidades de reajuste	-332.787	-453.897	-245.973	-220.065	-378.741	0	0	0	0	0
Crec (%)		36,4%	-45,8%	-10,5%	72,1%	-100,0%				
Ganancias (pérdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de activos financieros reclasificados medidos a valor razonable	495.070	110.486	801.855	191.296	0	0	0	0	0	0
Crec (%)		-77,7%	625,8%	-76,1%	-100,0%					
Resultado No Operacional	216.122	-445.218	-123.395	-551.163		-548.605	-573.233	-633.954	-671.686	-695.060

Fuente: Elaboración Propia

En base a los supuestos y cálculos establecidos anteriormente, la proyección del Estado de Resultados es la siguiente:

Tabla 37: Proyección de Estados de Resultados.

Estado de Resultados Integrales Consolidados Proyectados	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Total ABL (m2)	474.905	522.260	600.960	693.100	725.200	746.100	810.500	839.200	864.300
Ingresos de actividades ordinarias	3.409.624	3.872.996	4.400.105	4.604.069	5.058.923	5.186.572	5.501.278	5.696.840	5.817.984
Costo de ventas (sin depreciación y amortización)	-519.794	-642.468	-812.050	-837.670	-885.565	-911.087	-989.728	-1.024.774	-1.055.425
Depreciación	-34.101	-26.844	-30.299	-24.798	-37.965	-39.059	-42.430	-43.933	-45.247
Amortización	-37.413	-77.731	-45.295	-94.530	-79.658	-81.954	-89.028	-92.181	-94.938
Margen Bruto	2.818.316	3.125.953	3.512.461	3.647.071	4.055.735	4.154.472	4.380.092	4.535.952	4.622.375
<i>Margen Bruto (%)</i>	82,7%	80,7%	79,8%	79,2%	80,2%	80,1%	79,6%	79,6%	79,4%
Gasto de administración	-463.318	-484.171	-466.088	-572.153	-635.228	-653.535	-709.946	-735.085	-757.071
Resultado Operacional	2.354.998	2.641.782	3.046.373	3.074.918	3.420.507	3.500.936	3.670.146	3.800.867	3.865.304
<i>Margen Operacional (%)</i>	69,1%	68,2%	69,2%	66,8%	67,6%	67,5%	66,7%	66,7%	66,4%
EBITDA	2.426.512	2.746.357	3.121.967	3.194.247	3.538.130	3.621.949	3.801.604	3.936.980	4.005.489
<i>Margen Ebitda (%)</i>	71,2%	70,9%	71,0%	69,4%	69,9%	69,8%	69,1%	69,1%	68,8%
Otras ganancias (pérdidas)	444.460	316.233	-128.441	-274.302	-53.177	-53.177	-53.177	-53.177	-53.177
Ingresos financieros	411.333	190.869	333.034	170.898	204.716	204.716	204.716	204.716	204.716
Costos financieros	-682.042	-714.505	-857.810	-821.552	-976.082	-1.000.710	-1.061.431	-1.099.163	-1.122.537
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0	0	0	414.570	275.938	275.938	275.938	275.938	275.938
Diferencias de cambio	-119.912	105.598	-26.060	-12.007	0	0	0	0	0
Resultado por unidades de reajuste	-332.787	-453.897	-245.973	-220.065	0	0	0	0	0
Ganancias (pérdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de activos financieros reclasificados medidos a valor razonable	495.070	110.486	801.855	191.296	0	0	0	0	0
Resultado No Operacional	216.122	-445.218	-123.395	-551.165	-548.605	-573.233	-633.954	-671.686	-695.060
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	2.571.120	2.196.565	2.922.978	2.523.756	2.871.902	2.927.703	3.036.192	3.129.181	3.170.245
Gasto por impuestos a las ganancias	-371.173	-263.689	-980.973	-378.013	717.975	731.926	759.048	782.295	792.561
<i>Impuestos / UAI (%)</i>	14,4%	12,0%	33,6%	15,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Ganancia (pérdida)	2.199.947	1.932.876	1.942.005	2.145.743	2.153.926	2.195.777	2.277.144	2.346.886	2.377.683

Fuente: Elaboración Propia

8 PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE

Para construir el Flujo de Caja Libre, se realizaron los ajustes necesarios al Estado de Resultados proyectado en el apartado anterior, a modo de poder definir el Flujo de Caja Bruto (Estado de Resultados después de los ajustes de las partidas no operacionales) y posteriormente el Flujo de Caja Libre (Flujo de Caja Bruto luego de los ajustes de Nuevas Inversiones, Inv. De Reposición y Capital de Trabajo), de acuerdo a los siguientes supuestos:

8.1 Determinación de Flujo de Caja Bruto

Depreciación y Amortización

Se ha tomado el Estado de Resultados proyectado y se ha repuesto la depreciación y amortización para los distintos períodos estimados. Dicho monto va cambiando año a año, ya que fue proyectado en función del aumento en los metros cuadrados por construir.

Ingresos y Gastos Financieros

Para los Ingresos Financieros, se consideraron los valores constantes proyectados a diciembre de 2014 y se determinaron después de impuestos del Resultado proyectado. El mismo proceso se realizó para los Gastos Financieros.

Otros Ingresos y Gastos Fuera de la Explotación

Incluye las partidas de Otras Ganancias (Pérdidas) las cuales se determinaron después de impuestos del Resultado proyectado y el ítem Participación en Ganancias (Pérdidas) de Otras Sociedades, este ítem fue determinado antes de impuestos del Resultado ya que se considera partidas recurrentes. Una vez realizados estos ajustes se obtiene el Flujo de Caja Bruto.

8.2 Determinación de Flujo de Caja Libre

Inversión de Reposición

Un buen estimador de este tipo de desembolso es el CAPEX de mantención de la empresa, sin embargo no encontramos este indicador en la información pública de la Compañía, por lo que usamos como proxy el 100% de la depreciación ya que asumimos que debería ser el desembolso que permitiría mantener la correcta operación de los activos de la Compañía. Este supuesto se mantiene para todos los años de proyección.

Nuevas Inversiones

Para este ítem consideramos como un buen estimador del valor de las nuevas inversiones, lo informado en el Estado de Flujos de Efectivo, relacionado a las compras de propiedades, planta y equipo y en función a los ingresos de la compañía. De acuerdo a lo anterior, calculamos una tasa promedio de 0,0105 de nuevas inversiones. Dicha tasa se ponderó año a año sobre los ingresos de la compañía, excluyendo el Terminal Value por considerar este periodo sin crecimiento.

Tabla 38: Tasa de Nuevas Inversiones.

	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
	2010	2011	2012	2013	30.09.2014
Ingresos de actividades ordinarias	73.155.368	86.344.700	100.501.688	107.318.830	88.685.580
Compras de propiedades, planta y equipo	-1.870.685	-50.518.613	-568.804	-910.576	-530.380
Tasa Estimada de Nuevas Inversiones	-	0,0105			

Nota: No se consideró el año 2011 para el promedio por ser un periodo anormal de inversión.

Capital de Trabajo

Para estos efectos se determinó el Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON) considerando aquellos activos y pasivos corrientes. Para el caso de Parque Arauco S.A. éstos son:

Tabla 39: Activos y Pasivos Corrientes.

Cifras en Miles de UF						
Activos Corrientes	2009	2010	2011	2012	2013	30.09.2014
Efectivo y equivalentes al efectivo (Valores Negociables)	583	203	663	1.429	1.617	1.965
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	630	1.032	670	1.002	810	727
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes						
Activos por impuestos, corrientes						
Total	1.213	1.235	1.333	2.431	2.427	2.692
Pasivos Corrientes	2009	2010	2011	2012	2013	30.09.2014
Otros pasivos financieros, corrientes						
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar	111	891	796	894	1.077	466
Total	111	891	796	894	1.077	466

Fuente: Elaboración Propia

Considerando los diferenciales de activo y pasivos y los ingresos de actividades ordinarias, para un periodo de 5 años, se calculó el RCTON (CTON/Ventas), expresado en porcentaje y como el promedio de días de operación a la fecha base del 30 de septiembre de 2014.

Tabla 40: Promedio de Días Capital de Trabajo.

	2009	2010	2011	2012	2013	30.09.2014
CTON	1.102	343	537	1.538	1.351	2.226
Ingresos de actividades ordinarias	3.035	3.410	3.873	4.400	4.604	3.670
RCTON (% sobre ventas)	36,32%	10,07%	13,87%	34,95%	29,34%	60,65%
RCTON (días de ventas)	131	36	50	126	106	218
						RCTON Promedio (2009-2013)
						RCTON Promedio % (2009-2013)
						90
						25%

Fuente: Elaboración Propia

Luego para calcular el monto de Capital de Trabajo a financiar durante los años 2015 a 2017, se multiplicaron los días de déficit por el diferencial de los ingresos proyectados, el producto se dividió por la cantidad de días del año, utilizando la convención de 360 días. Con esto se obtiene el Flujo de Caja Libre Estimado.

Tabla 41: Flujo de Caja Libre Estimado.

Estado de Resultados Integrales Consolidados Proyectados UF	30.09.2014	2014	2015	2016	2017	2018	Terminal Value
Total ABL (mt2)	718.000	725.200	746.100	810.500	839.200	864.300	864.300
Ingresos de actividades ordinarias	3.669.543	5.058.923	5.186.572	5.501.278	5.696.840	5.817.984	5.817.984
Costo de ventas (sin depreciación y amortización)	-748.096	-885.565	-911.087	-989.728	-1.024.774	-1.055.425	-1.055.425
Depreciación	-20.290	-37.965	-39.059	-42.430	-43.933	-45.247	-45.247
Amortización	-86.774	-79.658	-81.954	-89.028	-92.181	-94.938	-94.938
Margen Bruto	2.814.383	4.055.735	4.154.472	4.380.092	4.535.952	4.622.375	4.622.375
<i>Margen Bruto (%)</i>	76,7%	80,2%	80,1%	79,6%	79,6%	79,4%	79,4%
Gasto de administración	-430.784	-635.228	-653.535	-709.946	-735.085	-757.071	-757.071
Resultado Operacional	2.383.599	3.420.507	3.500.936	3.670.146	3.800.867	3.865.304	3.865.304
<i>Margen Operacional (%)</i>	65,0%	67,6%	67,5%	66,7%	66,7%	66,4%	66,4%
EBITDA	2.490.662	3.538.130	3.621.949	3.801.604	3.936.980	4.005.489	4.005.489
<i>Margen Ebitda (%)</i>	67,9%	69,9%	69,8%	69,1%	69,1%	68,8%	68,8%
Otras ganancias (pérdidas)	-53.177	-53.177	-53.177	-53.177	-53.177	-53.177	-53.177
Ingresos financieros	152.365	204.716	204.716	204.716	204.716	204.716	204.716
Costos financieros	-770.718	-976.082	-1.000.710	-1.061.431	-1.099.163	-1.122.537	-1.122.537
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	154.438	275.938	275.938	275.938	275.938	275.938	275.938
Diferencias de cambio	99.073	0	0	0	0	0	0
Resultado por unidades de reajuste	-378.741	0	0	0	0	0	0
Ganancias (perdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de activos financieros reclasificados medidos a valor razonable	0	0	0	0	0	0	0
Resultado No Operacional	-796.760	-548.605	-573.233	-633.954	-671.686	-695.060	-695.060
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	1.586.839	2.871.902	2.927.703	3.036.192	3.129.181	3.170.245	3.170.245
Gasto por impuestos a las ganancias	-272.817	-717.975	-731.926	-759.048	-782.295	-792.561	-792.561
<i>Impuestos / UAI (%)</i>	17,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Ganancia (pérdida)	1.314.022	2.153.926	2.195.777	2.277.144	2.346.886	2.377.683	2.377.683
Tasa Impositiva por defecto (Régimen Parcialmente Integrado)		25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
		Real					
Ajustes	30.09.2014	Flujo 4Q 2014e	2015	2016	2017	2018	Terminal Value
Flujo Proyectado 2do semestre 2014		839.905					
+ Depreciación + amortización		10.560	121.013	131.458	136.113	140.184	140.184
- Ingresos Financieros (después de impuestos)		(39.263)	(153.537)	(153.537)	(153.537)	(153.537)	(153.537)
+ Costos Financieros (después de impuestos)		154.023	750.533	796.073	824.372	841.903	841.903
- Otros Ingresos Fuera de la Explotación (antes de impuestos)		(121.500)	(275.938)	(275.938)	(275.938)	(275.938)	(275.938)
+ Otros egresos Fuera de la Explotación (después de impuestos)		0	39.883	39.883	39.883	39.883	39.883
Flujo de Caja Bruto		843.724	2.677.731	2.815.083	2.917.779	2.970.178	2.970.178
- Inversión de Reposición (100% del gasto por depreciación anual)		(37.965)	(39.059)	(42.430)	(43.933)	(45.247)	(45.247)
- Nuevas Inversiones		(14.585)	(54.445)	(57.749)	(59.801)	(61.073)	0
- Aumento capital de trabajo			(78.393)	(48.714)	(30.177)	0	0
Flujo de Caja Libre		791.175	2.505.834	2.666.190	2.783.868	2.863.858	2.924.931

Fuente: Elaboración Propia

9 VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y SU PRECIO DE ACCIÓN

Dado que la valoración de Parque Arauco S.A. se está realizando a septiembre de 2014, se definió que el descuento de los Flujos de Caja Libre estimados para 2015 a 2019 se realizará a Diciembre 2014 y una vez descontados estos flujos se agregará la proyección del flujo del cuarto trimestre de 2014 al valor ya descontado para posteriormente descontarlo al tercer trimestre de año utilizando la WACC 6,5152% (determinada anteriormente) y el plazo de descuento equivalente a 3 meses.

Para el valor terminal, se definió calcularlo sin considerar tasa de crecimiento, ya que, no disponemos de la información de nuevos proyectos de la Compañía y sus tasas de retorno asociadas para estimar una tasa de retención de flujos y por consiguiente una tasa de crecimiento.

Tabla 42: Valoración Económica de la Empresa.

Valoración de Flujos de Caja	Flujo 4Q 2014e	2015	2016	2017	2018
Flujos de Caja Libre (septiembre 2014)	791.175				
Flujos de Caja Libre (Diciembre 2014)		2.505.834	2.666.190	2.783.868	2.863.858
Terminal Value					44.894.169
Flujo de Caja + Terminal Value (UF)	791.175	2.505.834	2.666.190	2.783.868	47.758.027

VAN Flujos a Diciembre 2014	44.108.474
Flujo Septiembre de 2014	791.175
Flujos descontados a Diciembre + Flujo a Septiembre de 2014	44.899.649
VAN Flujos a Septiembre 2014 (UF)	44.718.657

Fuente: Elaboración Propia

A partir del VAN de los Flujos de Caja descontados se calculará el valor del patrimonio económico de la Compañía. Para esto se determinó el Superávit (Déficit) de Capital de Trabajo al 30 de septiembre de 2014, el valor de los Activos Prescindibles y la Deuda Financiera neta.

Superávit (Déficit) de Capital de Trabajo

Para esto se considera el Ingreso de Actividades Ordinarias proyectadas para 2014, se multiplica por el CTON promedio en términos de días y se divide por los días del año (360) para obtener el superávit o déficit de Capital de Trabajo en comparación con el existente al 30 de septiembre de 2014.

Tabla 43: Requerimiento de Capital de Trabajo

Ingresos de actividades ordinarias proyectadas 2014 (Iproy14)	5.059
CTONPromedio (Días)	90
CTON Septiembre 2014	2.226
Iproy14 / 360 días * CTONPromedio	1.260
Superávit (déficit) de Capital de Trabajo Miles UF	966

Fuente: Elaboración Propia

Activos Prescindibles

Para determinar este ítem, se utilizó la información de los Estados Financieros de la Compañía a septiembre 2014 y se definieron aquellos activos que no son parte del Core actual de la Compañía y los cuales pueden hacerse líquidos en cualquier momento sin perder una parte significativa de su valor.

Tabla 44: Activos Prescindibles

Activos prescindibles al 30 de Septiembre de 2014	
Activos no corrientes	UF
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	2.093.093
Terrenos	6.484.494
Total de Activos Prescindibles	8.577.587

Fuente: Elaboración Propia

Cabe destacar, que la compañía posee un banco de terrenos en zonas estratégicas donde se pueden desarrollar futuros centros comerciales, pero a la fecha de análisis no existe información sobre proyectos futuros asociados a éstos, es por tal motivo que se han considerado como prescindibles.

Deuda Financiera

Como se mencionó, la deuda Financiera de la Compañía a septiembre de 2014 corresponde a:

Tabla 45: Deuda Financiera.

	30 de Septiembre de 2014
Otros pasivos financieros, corrientes	2.180.746
Otros pasivos financieros, no corrientes	16.789.112
Total Deuda Financiera	18.969.859
Efectivo y equivalentes al efectivo	4.479.260
Total Deuda Financiera Neta	14.490.598

Fuente: Elaboración Propia

En base a los datos expuestos anteriormente el Valor del Patrimonio Económico de Parque Arauco S.A. se muestra en el siguiente cuadro:

Tabla 46: Valor del Patrimonio Económico.

Valor de la Empresa (UF)	
Valor Presente de Flujos de Caja Libre	44.718.657
- Déficit de Capital de Trabajo	965.523
+ Activos Prescindibles	8.577.587
- Deuda Financiera	(14.490.598)
Patrimonio Económico (UF)	39.771.168

Fuente: Elaboración Propia

Una vez determinado el Valor Económico de Parque Arauco S.A., se dividió por el número de acciones actualmente en circulación y luego se realizó la conversión correspondiente a pesos Chilenos para así determinar el valor estimado de la acción.

Tabla 47: Valor Estimado de la Acción.

Patrimonio Económico (UF)	39.771.168
Número de acciones al 30 de septiembre de 2014	817.747.054
UF al 30 septiembre 2014	24.168,02
Valor Estimado de la Acción	\$ 1.175
Precio Cierre al 30 de Septiembre de 2014	1.142,60
Desviación	2,87%

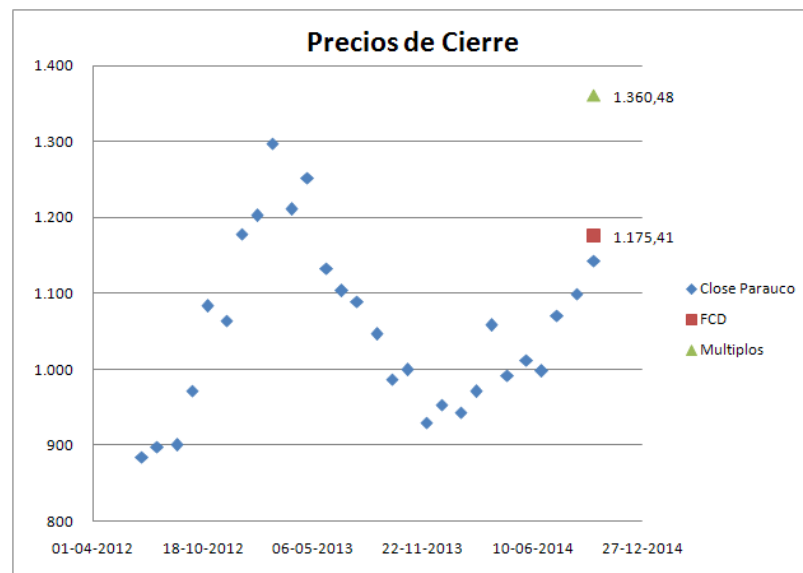
Fuente: Elaboración Propia

De acuerdo a los supuestos establecidos para esta metodología de valorización, el precio de la acción al 30 de septiembre de 2014 es de \$1.175 pesos por acción.

10 CONCLUSIONES

En base a la estimación del valor de la acción de Parque Arauco S.A., realizada a través del modelo de Flujos de Caja Descontados, se obtuvo un valor de acción de \$1.175, el cual se encuentran un 2,87% sobre el precio de cierre del 30 de septiembre de 2014, el cual es de \$1.143.

A su vez, es importante destacar que el valor de la compañía puede aumentar debido al potencial de construcción futuro que mantiene en su banco de terrenos estratégicos el cual es aproximadamente de unos 695 mil metros cuadrados distribuidos en Chile, Perú y Colombia, además al potencial de crecimiento de mercado que muestran los países en los cuales participa la compañía, principalmente Colombia y Perú, lo cual aumenta aún más el atractivo de inversión en este instrumento.



Fuente: Elaboración Propia

Finalmente, realizando un análisis del comportamiento del precio de cierre de la acción desde el año 2012 a septiembre de 2014, podemos confirmar que el método de Flujos de Caja Descontados, se acerca o muestra una mayor precisión al realizar la estimación del valor de la empresa.

11 BIBLIOGRAFÍA

- ✓ Memoria Anual 2013 Parque Arauco S.A.
- ✓ Estados Financieros Parque Arauco. S.A. al 30 de Septiembre de 2014
- ✓ “Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica”, Carlos Maquieira, Ed. Andrés Bello, 3era edición.
- ✓ Informativo de Análisis Sectorial y de Antecedentes Financieros de las Sociedades que cotizan en Bolsa al 30 de Septiembre de 2014.
- ✓ Informe Latinoamérica Concensus Forecast

Páginas web

- ✓ Empresa Parque Arauco S.A. – www.parauco.cl
- ✓ Superintendencia de Valores y Seguros – www.svs.cl
- ✓ Banco Central de Chile – www.bcentral.cl
- ✓ Comisión Económica para América Latina y el Caribe – www.cepal.org
- ✓ Bolsa de Comercio de Santiago – www.bolsadesantiago.cl
- ✓ Bloomberg - www.bloomberg.com
- ✓ Banco Mundial – www.bancomundial.org
- ✓ Corpbanca Inversiones – www.corpbanca.inversiones.cl
- ✓ Cámara Chilena de Centros Comerciales – www.camaracentroscomerciales.cl
- ✓ Asociación de centros comerciales y entretenimiento del Perú - <http://www.acep.org.pe/>
- ✓ Asociación de Centros comerciales de Colombia – www.acecolombia.org

12ANEXOS

Anexo 1: Tablas de Desarrollo Bonos Series G y H Parque Arauco S.A.

Bono Serie G

Nemotécnico: BPARC-G

Tabla de pago del Bono:

Fecha Vencimiento	Cupón	Interés	Amortización	Flujo Total	Saldo Amortización
01/09/2008	1	18.332	0.0	18.332	100.0
01/03/2009	2	18.332	0.0	18.332	100.0
01/09/2009	3	18.332	0.0	18.332	100.0
01/03/2010	4	18.332	588.235	771.555	9.411.765
01/09/2010	5	172.536	588.235	760.771	882.353
01/03/2011	6	161.753	588.235	749.988	8.235.295
01/09/2011	7	150.969	588.235	739.204	764.706
01/03/2012	8	140.186	588.235	728.421	7.058.825
01/09/2012	9	129.402	588.235	717.637	647.059
01/03/2013	10	118.619	588.235	706.854	5.882.355
01/09/2013	11	107.835	588.235	69.607	529.412
01/03/2014	12	0.97052	588.235	685.287	4.705.885
01/09/2014	13	0.86268	588.235	674.503	411.765
01/03/2015	14	0.75485	588.235	66.372	3.529.415
01/09/2015	15	0.64701	588.235	652.936	294.118
01/03/2016	16	0.53918	588.235	642.153	2.352.945
01/09/2016	17	0.43134	588.235	631.369	176.471
01/03/2017	18	0.32351	588.235	620.586	1.176.475
01/09/2017	19	0.21567	588.235	609.802	58.824
01/03/2018	20	0.10784	58.824	599.024	-0.0

Bono Serie H

Nemotécnico: BPARC-H

Tabla de pago del Bono:

Fecha Vencimiento	Cupón	Interés	Amortización	Flujo Total	Saldo Amortización
01/09/2008	1	212.737	0.0	212.737	100.0
01/03/2009	2	212.737	0.0	212.737	100.0
01/09/2009	3	212.737	0.0	212.737	100.0
01/03/2010	4	212.737	0.0	212.737	100.0
01/09/2010	5	212.737	0.0	212.737	100.0
01/03/2011	6	212.737	0.0	212.737	100.0
01/09/2011	7	212.737	0.0	212.737	100.0
01/03/2012	8	212.737	0.0	212.737	100.0
01/09/2012	9	212.737	0.0	212.737	100.0
01/03/2013	10	212.737	0.0	212.737	100.0
01/09/2013	11	212.737	0.0	212.737	100.0
01/03/2014	12	212.737	0.0	212.737	100.0

01/09/201 4	13	212.737	0.0	212.737	100.0
01/03/201 5	14	212.737	0.0	212.737	100.0
01/09/201 5	15	212.737	0.0	212.737	100.0
01/03/201 6	16	212.737	0.0	212.737	100.0
01/09/201 6	17	212.737	0.0	212.737	100.0
01/03/201 7	18	212.737	0.0	212.737	100.0
01/09/201 7	19	212.737	0.0	212.737	100.0
01/03/201 8	20	212.737	0.0	212.737	100.0
01/09/201 8	21	212.737	454.545	667.282	9.545.455
01/03/201 9	22	203.067	454.545	657.612	909.091
01/09/201 9	23	193.397	454.545	647.942	8.636.365
01/03/202 0	24	183.728	454.545	638.273	818.182
01/09/202 0	25	174.058	454.545	628.603	7.727.275
01/03/202 1	26	164.388	454.545	618.933	727.273
01/09/202 1	27	154.718	454.545	609.263	6.818.185

01/03/202	2	28	145.048	454.545	599.593	636.364
01/09/202	2	29	135.378	454.545	589.923	5.909.095
01/03/202	3	30	125.708	454.545	580.253	545.455
01/09/202	3	31	116.039	454.545	570.584	5.000.005
01/03/202	4	32	106.369	454.545	560.914	454.546
01/09/202	4	33	0.96699	454.545	551.244	4.090.915
01/03/202	5	34	0.87029	454.545	541.574	363.637
01/09/202	5	35	0.77359	454.545	531.904	3.181.825
01/03/202	6	36	0.67689	454.545	522.234	272.728
01/09/202	6	37	0.58019	454.545	512.564	2.272.735
01/03/202	7	38	0.4835	454.545	502.895	181.819
01/09/202	7	39	0.3868	454.545	493.225	1.363.645
01/03/202	8	40	0.2901	454.545	483.555	9.091
01/09/202	8	41	0.1934	454.545	473.885	454.555
01/03/202	9	42	0.0967	454.555	464.225	0.0

Anexo 2: Valor de la Unidad de Fomento (UF) utilizadas para los respectivos cálculos.

A continuación se observan los valores de la UF al cierre de los años 2010 al 2013, en el caso del año 2014, el valor es a Septiembre de ese año.

Año	Valor UF
2010	21.455,55
2011	22.294,03
2012	22.840,75
2013	23.309,56
2014 (sept)	24.168,02
2013 (sept)	22.591,05