



VALORACIÓN DE EMPRESA PARQUE ARAUCO S.A. Mediante el Método de Flujo de Caja Descontados

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

**Alumno: Natalia Espinoza
Profesor Guía: Mauricio Jara**

Santiago, Junio 2020

Contenido

1. Índice de ilustraciones y cuadros	4
2. Resumen Ejecutivo	6
3. Metodología.....	7
3.1 Principales Métodos de Valoración.....	7
3.1.1 Modelo de descuento de dividendos.....	8
3.1.2 Método de Flujos de Caja Descontados.....	8
3.1.3 Método de múltiplos	11
4. Descripción de la Empresa e Industria.....	13
4.1 Descripción general de la empresa	13
4.1.1 Estructura de propiedad y Gobierno corporativo.....	17
4.1.2 Filiales	17
4.1.3 Segmentos	19
4.1.4 Descripción de la Industria	20
4.1.5 Análisis de Porter.....	21
4.2 Análisis de Crecimiento	24
4.2.1 Crecimiento de Ingresos Parque Arauco S.A.	24
4.2.2 Crecimiento de la Industria.....	27
4.3 Análisis de Costos de la Operación.....	30
4.4 Análisis de las Cuentas No Operacionales	31
4.5 Análisis de Activos.....	33
5. Proyección del Estado de Resultados	37
5.1 Proyección de Ingresos de Operación.....	37
5.2 Proyección de Costos de Operación.....	39
5.3 Proyección de Resultado No Operacional.....	40
5.4 Proyección de la Ganancia antes de Impuestos.....	42
5.5 Proyección de Impuestos.....	43
5.6 Proyección de Ganancias	43
6. Proyección de Flujos de Caja Libre	45

6.1	Flujo de Caja Bruto	45
6.2	Inversión de Reposición	46
6.3	Nuevas Inversiones	47
6.4	Inversión en Capital de Trabajo	48
6.5	Flujo de Caja Libre Proyectado	49
7.	Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción	51
7.1	Estimación de Déficit/Superávit de Capital de Trabajo	51
7.2	Identificación de Activos Prescindibles	51
7.3	Deuda Financiera	52
7.4	Valoración de la Empresa	52
8.	Conclusiones	54
	Anexos.....	55
	Bibliografía.....	55

1. Índice de ilustraciones y cuadros

Tabla 1: Portafolio inmuebles en Chile.....	14
Tabla 2: Portafolio inmuebles en Perú.....	14
Tabla 3: Portafolio inmuebles en Colombia	15
Tabla 4: Listado de filiales de Parque Arauco S.A. 2019.....	17
Tabla 5: Resumen de datos por país.....	19
Tabla 6: Desglose de Ingresos Ordinarios Parque Arauco S.A. 2015-2019.....	24
Tabla 7: Ingresos por país de Parque Arauco S.A. 2015-2019.....	25
Tabla 8: ABL por país de Parque Arauco S.A. 2015-2019	26
Tabla 9: Ingresos en UF/m2 por país de Parque Arauco S.A. 2015-2019	26
Tabla 10: Tasa de ocupación por país de Parque Arauco S.A. 2015-2019	27
Tabla 11: ABL y Centros comerciales en Perú y Colombia.....	28
Tabla 12: ABL de la Industria en Chile.	29
Tabla 13: Costo de Ventas y GAV de Parque Arauco S.A. 2015-2019	30
Tabla 14: Desglose Costos y GAV de Parque Arauco S.A. 2015-2019.....	31
Tabla 15: Análisis de Cuentas No Operacionales de Parque Arauco S.A. 2015-2019	32
Tabla 16: Clasificación de Activos de Parque Arauco S.A.	34
Tabla 17: Efectivo y equivalentes al efectivo de Parque Arauco S.A. 2019.....	35
Tabla 18: Otros activos financieros de Parque Arauco S.A. 2019.....	35
Tabla 19: Sociedades con Plusvalía de Parque Arauco S.A. 2019	36
Tabla 20: Desglose de Propiedades de Inversión de Parque Arauco S.A. 2018-2019	36
Tabla 21: CAGR de ABL por país Industria y Parque Arauco S.A.	37
Tabla 22: Tasa de ocupación por país de Parque Arauco S.A.	38
Tabla 23: Ingresos en UF por m2 de ABL de Parque Arauco S.A.	38
Tabla 24: ABL proyectado para Parque Arauco S.A. 2020-2024	38
Tabla 25: Proyección de ingresos de la operación de Parque Arauco S.A. 2020-2024	39
Tabla 26: Porcentaje de ingresos por país Parque Arauco S.A. 2019 y 2024.....	39
Tabla 27: Costos y GAV como % de ingresos de Parque Arauco S.A.	40
Tabla 28: Proyección de Costos y GAV de Parque Arauco S.A. 2020 - 2024.....	40
Tabla 29: Cuentas No Operacionales del EE.RR. de Parque Arauco S.A. 2015-2019	41
Tabla 30: Otros gastos por función de Parque Arauco S.A. 2019.....	42
Tabla 31: Proyección de Cuentas No Operacionales de Parque Arauco S.A. 2020-2024	42
Tabla 32: Ganancia antes de Impuestos Proyectada de Parque Arauco S.A. 2020-2024	43

Tabla 33: Gasto por impuestos a las ganancias 2020-2024.....	43
Tabla 34: Estado de Resultados Proyectado de Parque Arauco S.A. 2020-2024...	44
Tabla 35: Depreciación y Amortización (% de Ingresos) 2015-2019.....	45
Tabla 36: Depreciación y Amortización Proyectada 2020-2024	45
Tabla 37: Flujo de Caja Bruto Proyectado 2020-2024.....	46
Tabla 38: Pipeline de proyectos de Parque Arauco S.A.....	47
Tabla 39: Nuevas inversiones proyectadas de Parque Arauco S.A. 2020-2024	47
Tabla 40: Cálculo Requerimiento de Capital de Trabajo Neto Operativo	48
Tabla 41: Flujo de Caja Libre Proyectado 2020-2024 y Flujo a Perpetuidad	49
Tabla 42: Cálculo Déficit de CTON en 2019.....	51
Tabla 43: Detalle de Activos Prescindibles en 2019.....	52
Tabla 44: Detalle de Deuda Financiera en 2019.....	52
Tabla 45: Valoración Parque Arauco S.A. y Precio Estimado de la Acción.....	53
Gráfico 1: Ingresos por segmento.....	16
Gráfico 2: Ingresos por país.....	16
Gráfico 3: Participación de mercado medida en GLA	21
Gráfico 4: Cifras en industria de eCommerce.....	27
Gráfico 5: Ventas retail per cápita y tasas GLA por 1.000 habitantes	28

2. Resumen Ejecutivo

El presente informe tiene como objetivo definir un precio justo para la acción de Parque Arauco S.A., compañía chilena cuyo giro comercial está enfocado en el desarrollo y operación de centros comerciales, oficinas, hoteles y otros relacionados a la industria del real estate comercial. Se utilizará el método de valoración flujos de caja descontados.

Para llevar a cabo lo anterior, primero se hizo un análisis detallado de la empresa y su industria. Así, se abordó en profundidad el negocio, los distintos segmentos en que opera, portafolios de proyectos, estructura de propiedad, gobierno corporativo y un estudio de su entorno competitivo a través de un Análisis Porter.

Una vez lista la parte cualitativa, se abordan las estimaciones financieras relacionadas a los métodos de valorización utilizados. En el caso de la valoración mediante el flujo de caja descontado, se estimó el costo de capital de la compañía de 3,86%, para luego descontar los flujos de caja libre proyectado y obtener un precio por acción de 2.332,71, siendo un 26,1% por sobre el precio de mercado.

A través de lo anterior, podemos concluir que las acciones de Parque Arauco S.A. están subvaloradas, puesto que su precio a diciembre de 2019 fue de 1.849,49, es decir, existe un *upside* potencial de 26,1%.

3. Metodología

3.1 Principales Métodos de Valoración

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 en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

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

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

3.1.1 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 valoración de bancos e instituciones financieras. Para el caso de 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

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,

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

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 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

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

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.

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.

3.1.3 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

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

- 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 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)

4. Descripción de la Empresa e Industria

4.1 Descripción general de la empresa

Parque Arauco es un holding regional con presencia en Chile, Perú y Colombia, que a través de sus distintas sociedades explota activos inmobiliarios de su propiedad. Su actividad principal es el desarrollo de proyectos inmobiliarios y administración de dichos inmuebles por medio de contratos de arrendamiento de locales y espacios en general con distintos operadores⁶.

La compañía parte su historia en 1982 cuando inaugura Mall Parque Arauco, ubicado en Avenida Kennedy, Las Condes. Con el pasar de los años fue creciendo y junto a él surgieron nuevas ubicaciones Mall Plaza Maipú, Mall Marina Arauco, Mall Plaza El Roble, etc. A diciembre de 2019, el holding cuenta con 17 centros comerciales regionales, 10 centros comerciales vecinales, 7 outlets, 20 strip centers y 9 entre oficinas, centros médicos y hoteles.

La diversificación es una de las ventajas de Parque Arauco, ya que además de operar en Chile, cuentan con presencia en otros dos países de Latinoamérica: Perú y Colombia. Éstos tienen un gran potencial de crecimiento y es por eso que cuentan con 20 establecimientos de distintos formatos de los cuales 16 están en Perú y 4 en Colombia. Además de la diversificación por países, en Chile ampliaron su negocio a la administración de inmuebles orientados al arriendo de oficinas, centros médicos y hoteles.

Respecto a los activos de la compañía, están compuestos de 17 centros comerciales regionales, 10 centros comerciales vecinales, 7 outlets, 20 strip centers y 9 entre oficinas, centros médicos y hoteles. Los anteriores suman un Área Bruta Locataria (ABL)⁷ de 1.075.500 m² que se dividen en: 47,6% Chile, 37,9% Perú y 14,5% Colombia.

⁶ Nota 1 de los Estados Financieros Intermedios Consolidados a diciembre de 2019.

⁷ Área Bruta Locataria (ABL) o *Gross Leasable Area* (GLA): Corresponde a la suma de las áreas disponibles para arriendo.

Los portafolios de inmuebles de Parque Arauco S.A. se detallan a continuación en la **Tabla 1** para Chile, **Tabla 2** para Perú y **Tabla 3** para Colombia::

Chile:

Tabla 1: Portafolio inmuebles en Chile

Nombre	Formato	Total GLA (m2)	Propiedad (%)	GLA propio (m2)
Parque Arauco Kennedy	Regional Shopping Center	111.000	100%	111.000
Arauco Maipú	Regional Shopping Center	75.000	100%	75.000
Arauco Chillán	Regional Shopping Center	35.500	51%	18.105
Arauco Estación	Regional Shopping Center	67.000	83%	55.610
Arauco San Antonio	Regional Shopping Center	28.500	36%	10.175
Arauco Express	Strip Centers	40.500	51%	20.655
Arauco Premium Outlets	Outlets	48.500	100%	48.500
Arauco Quilicura	Regional Shopping Center	32.000	51%	16.320
Arauco Coronel	Regional Shopping Center	30.000	51%	15.300
Parque Angamos	Neighborhood Shopping Center	10.500	55%	5.775
Arauco El Bosque	Regional Shopping Center	30.000	51%	15.300
Puerto Nuevo Antofagasta	Strip Centers	6.500	100%	6.500
Total Chile		515.000		398.240

Fuente: Elaboración propia en base a Memoria Anual 2019 de la empresa.

Perú:

Tabla 2: Portafolio inmuebles en Perú

Nombre	Formato	Total GLA (m2)	Propiedad (%)	GLA propio (m2)
MegaPlaza Norte	Regional Shopping Center	112.000	100%	112.000
MegaPlaza Express Villa Chorrillos	Neighborhood Shopping Center	8.000	100%	8.000
Larcomar	Regional Shopping Center	27.000	100%	27.000
Parque Lambramani	Regional Shopping Center	30.000	100%	30.000
MegaPlaza Chimbote	Regional Shopping Center	28.000	100%	28.000
MegaPlaza Express Villa El Salvador	Neighborhood Shopping Center	9.000	100%	9.000
MegaPlaza Express Chinchá	Neighborhood Shopping Center	10.500	100%	10.500

MegaPlaza Cañete	Neighborhood Shopping Center	26.000	100%	26.000
MegaPlaza Express Barranca	Neighborhood Shopping Center	16.500	100%	16.500
InOutlet y Viamix	Outlets / Strip Centers	10.000	100%	10.000
MegaPlaza Express Pisco	Neighborhood Shopping Center	15.000	100%	15.000
El Quinde Cajamarca	Regional Shopping Center	33.000	100%	33.000
El Quinde Ica	Regional Shopping Center	36.500	100%	36.500
MegaPlaza Express Jaén	Neighborhood Shopping Center	14.500	100%	14.500
MegaPlaza Huaral	Neighborhood Shopping Center	14.000	100%	14.000
MegaPlaza Villa El Salvador II	Neighborhood Shopping Center	15.500	100%	15.500
Total Perú		405.500		405.500

Fuente: Elaboración propia en base a Memoria Anual 2019 de la empresa.

Colombia:

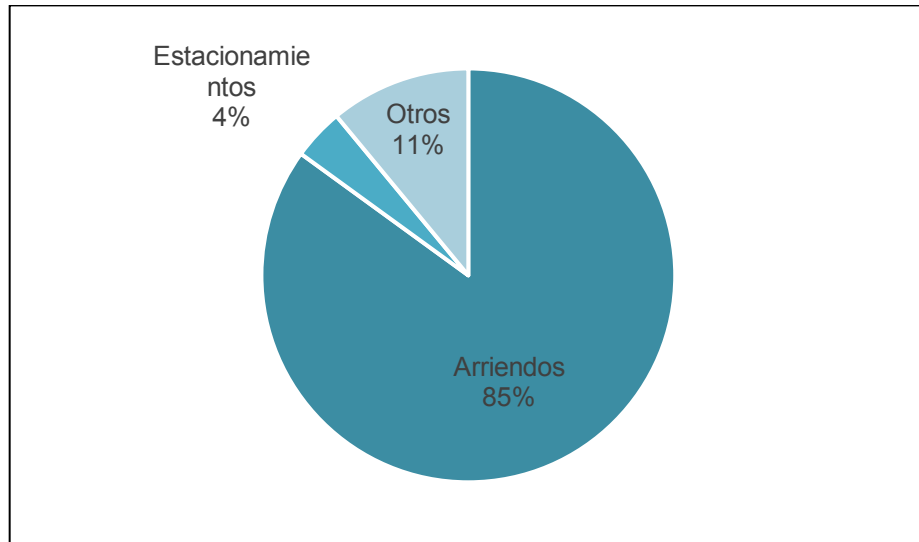
Tabla 3: Portafolio inmuebles en Colombia

Nombre	Formato	Total GLA (m2)	Propiedad (%)	GLA propio (m2)
Parque Arboleda	Regional Shopping Center	41.000	55%	22.550
Parque Caracolí	Regional Shopping Center	39.000	100%	39.000
Parque La Colina	Regional Shopping Center	62.000	100%	62.000
Arauco Premium Outlet Bogotá	Outlet	13.000	100%	13.000
Total		155.000		136.550

Fuente: Elaboración propia en base a Memoria Anual 2019 de la empresa.

Los ingresos de la compañía al cierre de diciembre de 2019 alcanzaban CLP 205.613 millones (equivalente a USD 268 millones), los que provienen de arriendos, estacionamientos y otros en las proporciones presentadas en el **Gráfico 1** a continuación:

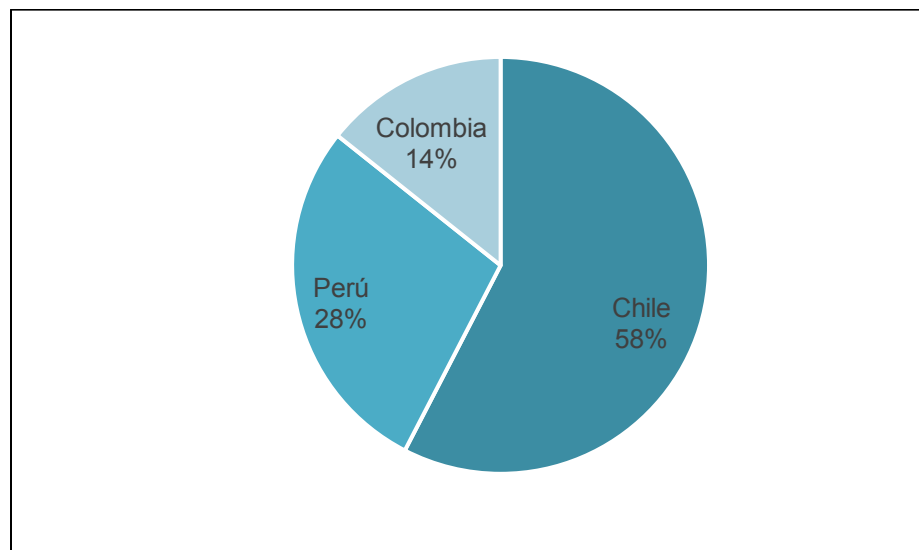
Gráfico 1: Ingresos por segmento.



Fuente: Elaboración propia en base a Memoria Anual 2019 de la empresa.

En tanto, el detalle de los ingresos por zona geográfica al cierre de diciembre de 2019 se presenta en el **Gráfico 2** a continuación:

Gráfico 2: Ingresos por país.



Fuente: Elaboración propia en base a Memoria Anual 2019 de la empresa.

Los contratos de arriendo tienen un promedio de 6,0 años, donde un 44% vence en un plazo inferior a los 2 años y un 36% en un plazo superior a los 4 años. Cabe destacar que no hay una concentración fuerte de los arrendatarios, pues los 10 más grandes representan un 15% de los ingresos.

4.1.1 Estructura de propiedad y Gobierno corporativo

Parque Arauco S.A. se transa en bolsa y posee 905.715.882 acciones en circulación al 31 de diciembre de 2019. Es controlada por Inmobiliaria Atlantis S.A. con un 25% de la propiedad, sociedad en donde las familias Said Somavía, Eluchans Barreda, Eluchans Urenda, Eluchans Aninat, Bravo Eluchans, además de José Said Saffie, Orlando Sáenz Rojas y Liliana Rica López tienen participación. Otros accionistas importantes son fondos de inversión extranjeros con 23%, corredoras de bolsa locales con 18% y fondos de pensión locales con 16%.

El Directorio se compone de nueve miembros y es presidido por José Said Saffie. La conducción general de la empresa es llevada por Juan Antonio Álvarez Avendaño, quien ocupa el cargo de Vicepresidente Ejecutivo.

4.1.2 Filiales

La compañía cuenta con 45 filiales domiciliadas en Chile, Perú y Colombia, cuyo detalle se presenta en la **Tabla 4** a continuación:

Tabla 4: Listado de filiales de Parque Arauco S.A. 2019.

Rut	Nombre Sociedad	País	Participación
76.013.218-7	Inversiones Parque Arauco Uno S.A.	Chile	100,00%
76.111.950-8	Desarrollos Inmobiliarios San Antonio S.A.	Chile	70,00%

76.187.012-2	Centros Comerciales Vecinales Arauco Express S.A.	Chile	51,00%
76.189.464-1	Nueva Arauco SpA.	Chile	100,00%
76.263.221-7	Centro Comercial Arauco Express Ciudad Empresarial S.A.	Chile	100,00%
86.339.000-1	Plaza Estación S.A.	Chile	100,00%
89.276.800-5	Comercial Arauco Ltda.	Chile	100,00%
96.547.010-7	Inmobiliaria Paseo de la Estación S.A.	Chile	83,00%
96.671.020-9	Todo Arauco S.A.	Chile	100,00%
96.734.110-K	Arauco Malls Chile S.A.	Chile	100,00%
76.455.843-k	Parque Angamos SpA.	Chile	55,00%
76.231.235-2	Bulevar Rentas inmobiliarias S.A.	Chile	100,00%
76.939.541-5	Arauco Centros Comerciales Regionales SpA	Chile	51,00%
76.939.551-2	Arauco Chillán SpA	Chile	51,00%
96.828.400-2	Parque Arauco Internacional S.A.	Chile	100,00%
30-69117251-8	Parque Arauco Argentina S.A.	Argentina	100,00%
20345681460	Altek Trading S.A.C.	Perú	100,00%
20423264617	Inmuebles Panamericana S.A.	Perú	100,00%
20492155501	Inversiones Villa el Salvador S.A.C.	Perú	100,00%
20492911918	Inversiones Alameda Sur S.A.C.	Perú	100,00%
20505590849	Administradora Panamericana S.A.C.	Perú	100,00%
20511910642	Arauco Holding Perú S.A.C.	Perú	100,00%
20523173716	Parque Lambramani S.A.C.	Perú	100,00%
20524688418	Inversiones Vilna S.A.C.	Perú	100,00%
20538494233	Inmobiliaria Botafogo S.A.C.	Perú	97,33%
20538494748	Inmobiliaria Costa Nueva S.A.C.	Perú	100,00%
20543099881	Inmobiliaria Pisac S.A.C.	Perú	100,00%
20543100138	Inversiones Lendipo S.A.C.	Perú	100,00%
20543349403	Inversiones Kandoo S.A.C.	Perú	100,00%
20550880041	Strip Centers del Perú S.A.C.	Perú	100,00%
20548925861	Inmobiliaria Eburns S.A.C.	Perú	94,64%
20557171178	Inversiones Lambore S.A.C.	Perú	100,00%
20511742677	Holding Plaza S.A.	Perú	100,00%
20601278350	Nueva Plaza Inversiones S.A.C.	Perú	100,00%
20547203608	NISA Malls S.A.	Perú	98,18%
20502772831	Ekimed S.A.C.	Perú	100,00%
20495673911	El Quinde Shopping Plaza S.A.C.	Perú	100,00%
20512817999	Inmobiliaria El Quinde S.A.C.	Perú	100,00%

20521150948	El Piquero Shopping Plaza S.A.C.	Perú	100,00%
20510641516	Arauco Malls Perú S.A.C.	Perú	100,00%
20123537581	Sercenco S.A.	Perú	100,00%
900.079.790-5	Eje Construcciones S.A.S.	Colombia	55,00%
900.197.303-7	Inversiones Colombianas Arauco S.A.S.	Colombia	100,00%
900.252.139-0	Parque Arauco Colombia S.A.	Colombia	100,00%
900.460.297-8	Inversiones Inmobiliarias Bucaramanga Arauco S.A.S.	Colombia	100,00%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros 2019 de la empresa.

4.1.3 Segmentos

Parque Arauco S.A. posee operaciones en Chile, Perú y Colombia. Su principal segmento es Chile, pues no solo es donde inició su historia, sino que también es de donde obtiene los mayores ingresos, seguido por Perú y Colombia. A continuación, se presenta en la **Tabla 5** un resumen de las principales cifras financieras en cada país donde opera la compañía:

Tabla 5: Resumen de datos por país.

	Chile	Perú	Colombia
Activos (M CLP)	1.590.323	687.717	350.122
Pasivos (M CLP)	248.107	336.829	123.688
ABL (m2)	515.000	405.500	155.000
Ocupación	96,1%	95,6%	92,5%
Ingresos (MM CLP)	118.497	57.768	29.349
EBIT (MM CLP)	85.074	40.763	19.966
EBITDA (MM CLP)	87.429	42.375	20.326
Utilidad Neta (MM CLP)	104.543	8.903	18.951

Fuente: Elaboración propia en base a Memoria Anual 2019 de la empresa.

4.1.4 Descripción de la Industria

El primer centro comercial en Chile, llamado Cosmo Centro Apumanque, fue inaugurado en el año 1981 en la comuna de Las Condes, Santiago. En diciembre de 2019, Chile contaba con 150 centros comerciales, con un total de 4.437.289 m² y 4.417 tiendas a lo largo del país, alcanzando más de 757 millones de visitas al año⁸. Actualmente, existen 21 proyectos de centros comerciales en construcción.

En la industria existen 6 tipos de centros comerciales, los que se clasifican de la siguiente forma:

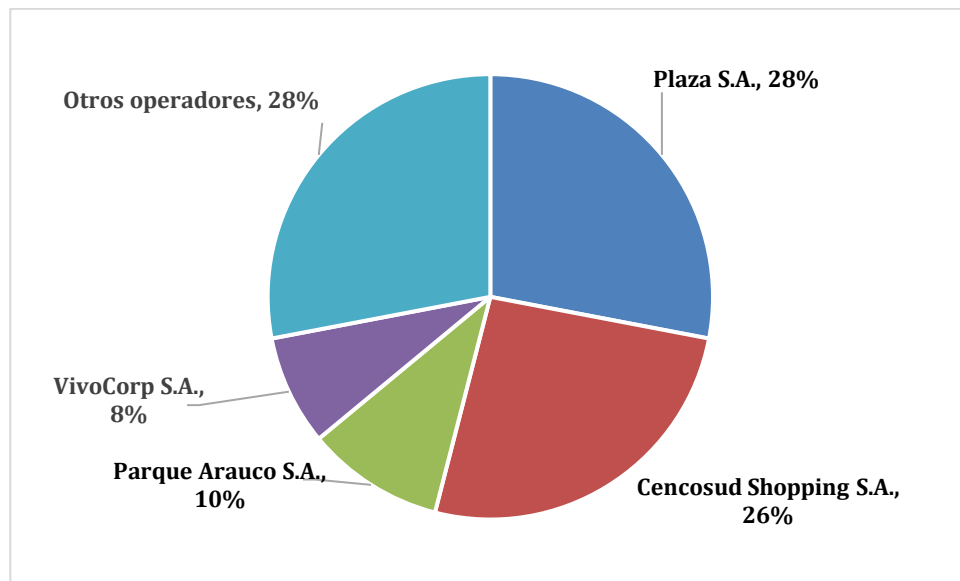
- *Strip centers*: Centros comerciales de menor tamaño (hasta 10.000 m² de GLA), que tienen al menos una tienda ancla de hasta 5.000 m² y un número reducido de locales comerciales y/o servicios.
- *Power centers*: Centros comerciales de entre 10.000 y 40.000 m² de GLA, cuya oferta principal está centrada en sus tiendas ancla (hasta 2) y un número reducido de locales comerciales y/o servicios.
- *Vecinal*: Centros comerciales de entre 10.000 y 40.000 m² de GLA, con impacto sobre comunas cercanas, y su oferta incluye tiendas ancla, tiendas especializadas orientadas a moda, cines y/o juegos.
- *Regionales*: Centros comerciales de entre 40.000 y 80.000 m² de GLA, con impacto sobre múltiples zonas geográficas, y su oferta incluye tiendas ancla, tiendas especializadas orientadas a moda, cines, juegos y restaurantes.
- *Súper-Regionales*: Centros comerciales con más de 80.000 m² de GLA y su oferta incluye tiendas ancla, tiendas especializadas orientadas a moda, cines, juegos, restaurantes, oficinas y hotel.
- *Lifestyle centers*: Conjunto de tiendas exclusivas orientadas a consumidores de alto nivel socioeconómico, en un entorno al aire libre con restaurantes y entretenimiento.
- *Factory Outlets*: Centros comerciales con tiendas de descuento de marcas.

⁸ Cámara Chilena de Centros Comerciales.

⁹ Consejo Internacional de Centros Comerciales (ICSC).

A continuación, se presenta en el **Gráfico 3** la participación de mercado de los cuatro mayores operadores de centros comerciales en Chile, medida en base al GLA en Chile al cierre de 2018¹⁰:

Gráfico 3: Participación de mercado medida en GLA



Fuente: Elaboración propia en base a prospecto de Cencosud Shopping S.A.

4.1.5 Análisis de Porter

Poder de negociación de los clientes: Los clientes directos de los activos inmobiliarios de la compañía son los arrendatarios, es decir, las tiendas que quieren estar presentes en los distintos Malls, Strip Centers, etc. Su poder de negociación dependerá mucho del tamaño de la tienda, pues Falabella tendrá un importante poder de negociación versus una tienda pequeña de una marca desconocida. Esto ocurre porque las grandes tiendas además de atraer gran flujo de gente tienen contratos de largo plazo de entre 15 y 20 años, mientras que las pequeñas van de 1 a 2 años. A nivel general, el poder es medio.

¹⁰ Prospecto de Emisión de acciones de pago de Cencosud Shopping S.A. del 21 de junio de 2019.

Poder de negociación de los proveedores: los proveedores de real estate son los que brindan servicios en distintas etapas de los proyectos que van desde la construcción hasta servicios posteriores de seguridad, limpieza, etc. El poder de negociación de éstos es bajo, pues existen muchos proveedores de dichos servicios. No son actividades muy específicas y existe una amplia oferta de dichos proveedores en el mercado.

Amenaza de nuevos competidores: El mercado está bastante concentrado con grandes nombres como Grupo Plaza 28%, Cencosud Shopping 26%, Parque Arauco S.A. 10% y 36% de otros participantes. Si bien es cierto que la amenaza de nuevos competidores es alta principalmente para activos de pequeños tamaños, es muy difícil alcanzar la suma de los activos de los grandes competidores pues se necesita mucho capital y knowhow del negocio.

Amenaza de productos sustitutos: el sustituto más fuerte para esta industria es la venta online, pues es una plataforma que permite a las empresas de retail llegar a sus clientes sin necesitar una tienda física. Ahora bien, la industria tenderá cada vez más a vender a través de la web, pero hay ciertas experiencias que no pueden ser reemplazadas, como el cine, los restaurantes, bowling, etc que entregan más que el producto, la experiencia. Es así que, en países más desarrollados como Estados Unidos, algunos grandes retailers menos eficientes han desaparecido y con ellos los centros comerciales mal ubicados, de bajos márgenes, etc. Los grandes retailers e importantes malls han persistido, gracias al cambio de enfoque de solo compras a un complemento con otras actividades de ocio.

Rivalidad de los competidores: En Chile, aún hay una baja penetración de centros comerciales de distintos formatos, es por eso que no existe una canibalización de la industria. Los malls y strip centers en general se encuentran alejados de tal manera que no compiten directamente entre sí, pues las personas asisten a los lugares más cercanos a sus hogares o trabajos. Algunos de los competidores más importantes están descritos a continuación:

Cencosud Shopping S.A. es la filial dedicada al negocio inmobiliario y operador de centros comerciales del holding Cencosud. Los activos de la compañía están compuestos por 42 centros comerciales en Chile (34), Perú (4) y Colombia (4). Dentro

de éstos, se encuentra su proyecto emblemático Costanera Center, siendo el mayor proyecto inmobiliario de Latinoamérica. En total, posee cerca de 1.371.000 m² de superficie arrendable (GLA), además de 4 terrenos por un total de 667.190 m² en Chile (3) y Perú (1). Mantiene niveles de ocupación promedio de 98,5% y el 89% de sus ingresos son fijos reajustables por inflación, teniendo una duración promedio de sus contratos de 13 años.

Grupo Plaza se dedica al desarrollo, construcción y administración de activos inmobiliarios, con operaciones en Chile, Perú y Colombia. Cuenta con 22 activos en operación con un total de 1.652.000 m² de GLA. Posee más de 4.000 contratos, los cuales alcanzan un promedio cercano a 8 años y un porcentaje de ocupación de 95%. El 88% de sus ingresos provienen de arriendos, de los cuales un 94% son fijos y 6% variables.

VivoCorp es una empresa chilena dedicada al desarrollo y administración de activos de renta inmobiliaria. Cuenta con más de 347.500 m² de GLA con el que logra ser el cuarto mayor operador de rentas comerciales en Chile en superficie arrendable. Éste se encuentra diversificado tanto geográficamente como por formatos. Sus contratos tienen un promedio de duración mayor a 14 años. Mantiene niveles de ocupación promedio de 94%. Una debilidad de la compañía es la alta concentración de arrendatarios en que un solo cliente concentra el 20% del ingreso, sumado a un alto nivel apalancamiento.

4.2 Análisis de Crecimiento

4.2.1 Crecimiento de Ingresos Parque Arauco S.A.

Como se puede ver en el Estado de Resultados, los Ingresos de actividades ordinarias de Parque Arauco S.A. presentan un crecimiento estable desde UF 5.704.865 en el año 2015 hasta UF 7.330.607 en el año 2019. A continuación, se presenta la **Tabla 6** con el desglose de los Ingresos Ordinarios entre 2015 y 2019:

Tabla 6: Desglose de Ingresos Ordinarios Parque Arauco S.A. 2015-2019

Desglose de Ingresos ordinarios (Cifras en UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos por arriendo	4.846.920	5.136.913	5.775.010	5.895.112	6.211.892
- Arriendos fijos	4.119.882	4.366.376	4.966.509	5.128.747	5.466.465
- Arriendos variables	727.038	770.537	808.501	766.365	745.427
Otros ingresos	857.945	940.738	1.024.531	983.642	1.118.715
Total Ingresos Ordinarios	5.704.865	6.077.650	6.799.542	6.878.754	7.330.607

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa.

Los Ingresos de actividades ordinarias poseen dos componentes:

- Ingresos por arriendo: Representan en promedio un 85% de los Ingresos de actividades ordinarias. Corresponden a los ingresos por el arriendo de locales y espacios disponibles para explotación en sus inmuebles, siendo en promedio un 86,2% de carácter fijo por concepto de cobro mínimo de arriendo y el 13,8% restante corresponde a ingresos variables según las ventas de sus locatarios.
- Otros ingresos: Representan en promedio un 15% de los Ingresos de actividades ordinarias. Se componen principalmente del cobro de servicios básicos y comisiones a locatarios y cobro por estacionamientos.

Otra forma de desglosar los Ingresos de actividades ordinarias es por país, dado que Parque Arauco S.A. tiene operaciones en Chile, Perú y Colombia. A continuación, se presenta la **Tabla 7** con los ingresos provenientes de cada país y las variaciones que han experimentado año a año:

Tabla 7: Ingresos por país de Parque Arauco S.A. 2015-2019

Ingresos de actividades ordinarias (cifras en UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Chile	3.575.571	3.776.236	4.016.334	4.073.507	4.224.698
<i>Variación a/a Chile</i>	-	5,6%	6,4%	1,4%	3,7%
Perú	1.751.234	1.879.881	1.922.139	1.839.915	2.059.560
<i>Variación a/a Perú</i>	-	7,3%	2,2%	-4,3%	11,9%
Colombia	378.061	421.533	861.069	965.332	1.046.350
<i>Variación a/a Colombia</i>	-	11,5%	104,3%	12,1%	8,4%
Consolidado	5.704.865	6.077.650	6.799.542	6.878.754	7.330.607
<i>Variación a/a Consolidado</i>	-	6,5%	11,9%	1,2%	6,6%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa.

En cuanto a la proporción de los ingresos provenientes de cada país, Chile disminuyó su importancia relativa de 63% en 2015 a 58% en 2019, al igual que Perú que bajó de 31% en 2015 a un 28% en 2019, mientras que Colombia pasó de aportar un 7% en 2015 a un 14% de los ingresos totales en 2019.

Otra forma de analizar el crecimiento de la compañía en el tiempo es a través del ABL (área disponible para arrendar a locatarios) en sus distintos proyectos en cada país¹¹, donde se puede apreciar cómo Parque Arauco S.A. ha ido diversificando su negocio en los últimos años y aumentando su importancia en Perú (aumentó de 35% en 2015 a 43% en 2019) y Colombia (aumentó de 9% en 2015 a 15% en 2019).

El crecimiento de ABL en Chile, Perú y Colombia, ha sido a través de distintas estrategias: Adquisiciones de proyectos en su totalidad o una parte de la propiedad de éstos (*M&A*) y desarrollo de proyectos nuevos (denominados “*greenfield*”) y

¹¹ Las cifras de ABL en cada país corresponde al proporcional de su participación en cada proyecto, ya que no todos pertenecen en un 100% a la compañía. El ABL de Chile no considera su participación en Grupo Marina, ya que éste se contabiliza a través del método de la participación y no de forma directa en sus ingresos por actividades ordinarias.

expansiones de proyectos que ya posee en cartera. A continuación, se presenta la **Tabla 8** con el ABL por país entre 2015 y 2019:

Tabla 8: ABL por país de Parque Arauco S.A. 2015-2019

Área Bruta Locatario (cifras en m2)	2015	2016	2017	2018	2019
Chile	374.825	383.108	419.219	428.542	398.240
<i>Variación a/a Chile</i>		2,2%	9,4%	2,2%	-7,1%
Perú	231.380	270.000	281.750	274.000	405.500
<i>Variación a/a Perú</i>		16,7%	4,4%	-2,8%	48,0%
Colombia	56.650	60.775	137.050	145.375	136.550
<i>Variación a/a Colombia</i>		7,3%	125,5%	6,1%	-6,1%
Consolidado	662.855	713.883	838.019	847.917	940.290
Variación a/a consolidado		7,7%	17,4%	1,2%	10,9%

Fuente: Elaboración propia en base a Análisis Razonados de la empresa.

Considerando los ingresos ordinarios y m2 arrendables en cada país, podemos obtener una relación que nos permite comparar qué mercado genera más ingresos para Parque Arauco S.A. por m2 de instalaciones. A continuación, se presenta la **Tabla 9** con los ingresos en UF por m2 en cada país desde 2015 hasta 2019:

Tabla 9: Ingresos en UF/m2 por país de Parque Arauco S.A. 2015-2019

Ingresos en UF por m2 de ABL	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Chile	9,5	9,9	9,6	9,5	10,6	9,8
Perú	7,6	7,0	6,8	6,7	5,1	6,6
Colombia	6,7	6,9	6,3	6,6	7,7	6,8
Consolidado	8,6	8,5	8,1	8,1	7,8	8,2

Fuente: Elaboración propia en base a Análisis Razonados de la empresa.

Como se aprecia en la tabla anterior, cada m2 de ABL en Chile genera más ingresos en promedio que en Perú y Colombia, aunque hay que considerar un período de maduración de los centros comerciales nuevos en ambos países, ya que los proyectos que la compañía tiene en Chile ya son maduros.

Finalmente, en la **Tabla 10** a continuación se presenta el porcentaje de ocupación que poseen sus instalaciones a través del tiempo, ya que será un factor a considerar para posteriormente proyectar sus ingresos:

Tabla 10: Tasa de ocupación por país de Parque Arauco S.A. 2015-2019

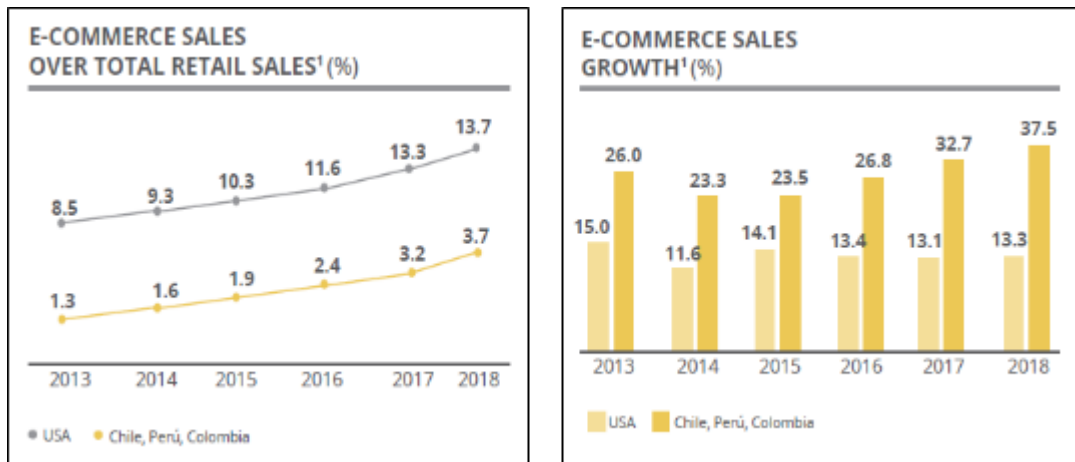
Tasa de ocupación	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Chile	96,1%	96,7%	97,2%	96,4%	96,1%	96,5%
Perú	94,1%	92,6%	91,9%	94,0%	95,6%	93,6%
Colombia	89,9%	91,6%	90,9%	90,9%	92,5%	91,2%
Consolidado	94,7%	94,3%	94,1%	94,7%	95,4%	94,6%

Fuente: Elaboración propia en base a Análisis Razonados de la empresa.

4.2.2 Crecimiento de la Industria

A pesar de la irrupción del *eCommerce* a nivel mundial, la proporción de las ventas online en países de Latinoamérica sigue estando muy por debajo de Estados Unidos (3,7% versus 13,7% en 2018), a pesar de las altas tasas de crecimiento que han experimentado en los últimos años. A continuación, en el **Gráfico 4** se compara la proporción del *eCommerce* sobre las ventas totales de retail y su crecimiento en los países donde opera Parque Arauco S.A. y Estados Unidos:

Gráfico 4: Cifras en industria de eCommerce

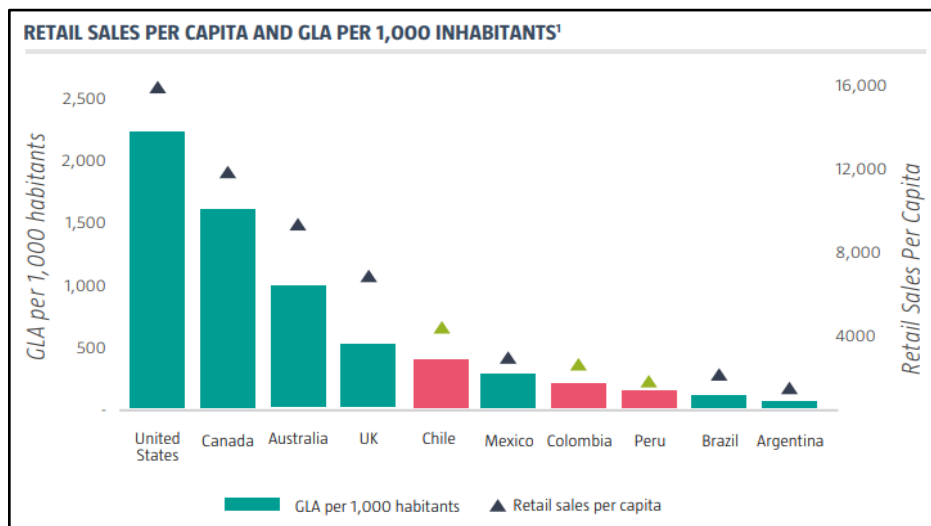


Fuente: Euromonitor International, Reporte Resultados 2019 de Parque Arauco S.A.

Según la ICSC (*International Council of Shopping Centers*), Latinoamérica corresponde a una de las regiones con mayor potencial de crecimiento para la industria de rentas comerciales enfocadas en el comercio. Lo anterior, dado que como se aprecia en el **Gráfico 5** a continuación, el nivel de penetración de los centros

comerciales (medido como m2 de ABL por habitante) sigue siendo bajo en comparación a países desarrollados, lo que refleja el potencial de crecimiento en los países donde opera Parque Arauco S.A.

Gráfico 5: Ventas retail per cápita y tasas GLA por 1.000 habitantes



Fuente: International Council of Shopping Centers. Presentación a inversionistas de Parque Arauco S.A. 2019.

La **Tabla 11** a continuación presenta el detalle de centros comerciales y ABL en los mercados donde opera Parque Arauco S.A. fuera de Chile:

Tabla 11: ABL y Centros comerciales en Perú y Colombia.

Análisis de la industria: Perú		2015	2016	2017	2018	2019
ABL totales		2.469.000	2.696.000	2.764.000	2.827.000	3.037.000
		-	9,2%	2,5%	2,3%	7,4%
Centros Comerciales		72	77	79	83	85
		-	6,9%	2,6%	5,1%	2,4%
Análisis de la industria: Colombia		2015	2016	2017	2018	2019
ABL totales		4.583.509	4.974.077	5.282.480	5.700.672	6.013.579
		-	8,5%	6,2%	7,9%	5,5%
Centros Comerciales		206	217	229	243	251
		-	5,3%	5,5%	6,1%	3,3%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Acep¹² y Acecolombia¹³.

¹² Asociación de Centros Comerciales y Entretenimiento del Perú: Los centros comerciales en Perú – Oportunidades de Inversión, 2019.

¹³ Acecolombia: Reporte de la Industria en Colombia 2019.

Entre 2015 y 2019, el crecimiento de ABL de Perú medido por CAGR fue de 5,3%, pasando de 2,47 millones de m2 a 3,04 millones de m2, mientras que Colombia presentó un crecimiento medido por CAGR de 7,0%, pasando de 4,58 millones de m2 a 6,01 millones de m2.

Si bien Chile no cuenta con cifras públicas consolidadas, más que el dato al cierre de 2019 entregado por la Cámara de Centros Comerciales de Chile mencionado en la [Descripción de la Industria](#) (150 centros comerciales y ABL totales por 4.437.289 m2), analizando la información pública los principales competidores de Parque Arauco S.A. en Chile podemos obtener la siguiente información presentada en la **Tabla 12** a continuación:

Tabla 12: ABL de la Industria en Chile.

Industria en Chile (ABL en m2)	2015	2016	2017	2018	2019
Plaza S.A.	1.199.000	1.214.000	1.327.000	1.372.000	1.378.000
Cencosud Shopping S.A.	1.101.215	1.101.216	1.221.663	1.182.791	1.240.110
Parque Arauco S.A.	374.825	383.108	419.219	428.542	398.240
VivoCorp S.A.	n/a	349.607	446.100	391.558	382.568
Patio Comercial SPA	n/a	176.044	195.607	186.844	215.174
Total 5 mayores operadores	-	3.223.975	3.609.589	3.561.735	3.614.092
Variación a/a	-	-	12,0%	-1,3%	1,5%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros, Análisis Razonados y Memorias de las empresas.

Si consideramos a los cinco mayores operadores de centros comerciales, *strip centers* y *outlets* de Chile como un proxy de la industria (representan el 81% del total de m2 disponibles para arriendo), el total de ABL¹⁴ tuvo un CAGR de 3,9%, pasando de 3.223.975 m2 en 2016 a 3.614.092 m2 en 2019.

El mayor operador de centros comerciales en Chile es Plaza S.A. con 1.378.000 m2 de ABL propio, seguido por Cencosud Shopping S.A. con 1.240.110 m2 de ABL propio y en tercer lugar se ubica Parque Arauco S.A. con 398.240 m2 propio.

¹⁴ Solo considera los ABL propios en Chile, que les corresponden según la propiedad que poseen en cada proyecto.

4.3 Análisis de Costos de la Operación

Los costos operacionales de la compañía están asociados a todo lo relacionado a la explotación de sus distintos activos inmobiliarios, principalmente enfocados en renta comercial y en menor medida hotelería y oficinas. Estos costos operacionales los podemos dividir en Costos por venta y Gastos de administración:

- Costos por venta: En este ítem se consideran las contribuciones por las propiedades, costos del personal, mantenciones del mobiliario, habilitación de locales, seguridad, aseo, entre otros.
- Gastos de administración: En este ítem se consideran la publicidad y marketing, licencias, provisiones para locatarios incobrables, depreciación, gastos de personal, entre otros.

Los costos por venta y gastos de administración que se encuentran en el Estado de Resultados de la compañía entre los años 2015 y 2019 se presentan en la **Tabla 13** a continuación:

Tabla 13: Costo de Ventas y GAV de Parque Arauco S.A. 2015-2019

Costos de ventas y GAV - EE.RR. (cifras en UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Costo de ventas	-1.316.125	-1.430.221	-1.468.263	-1.430.660	-1.424.770
Gasto de administración	-583.538	-589.797	-617.655	-573.458	-707.597

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa.

Los costos operativos y gastos de administración de la compañía se desglosan en la **Tabla 14** de la siguiente manera:

Tabla 14: Desglose Costos y GAV de Parque Arauco S.A. 2015-2019

Costos Operativos y Gastos de Administración (cifras en UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Depreciación	-23.436	-21.447	-27.162	-35.643	-68.241
Amortización	-93.744	-114.610	-118.731	-85.652	-101.413
Remuneraciones	-727.827	-742.480	-820.571	-834.034	-870.152
Provisión deudores incobrables	-19.470	-24.021	-41.069	-44.727	-60.500
Otros (*)	-1.035.187	-1.117.459	-1.078.385	-1.004.051	-1.032.061
Total Costos y gastos	-1.899.663	-2.020.018	-2.085.918	-2.004.107	-2.132.367
<i>Variación a/a</i>	-	6,3%	3,3%	-3,9%	6,4%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa.

(*) El ítem "Otros" incluye principalmente el neteo de ingresos, costos y gastos relacionados con el cobro de gastos comunes efectuado a los locatarios.

4.4 Análisis de las Cuentas No Operacionales

Las cuentas no operacionales de la compañía corresponden a los ingresos y egresos asociados a actividades que no son propios del giro de Parque Arauco S.A., es decir, que no tienen directa relación con la administración de propiedades para renta comercial, hoteles u oficinas. En la **Tabla 15** a continuación podemos observar las Cuentas No Operacionales del Estado de Resultados, cada una clasificada como recurrente o no recurrente:

Tabla 15: Análisis de Cuentas No Operacionales de Parque Arauco S.A. 2015-2019

Análisis de Cuentas no operacionales						
Cuentas No Operacionales del EE.RR. (Cifras en UF)	Tipo	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos financieros	Recurrentes	138.041	262.153	213.827	289.336	408.024
Costos financieros	Recurrentes	-1.177.944	-1.381.074	-1.421.246	-1.328.717	-1.427.741
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	Recurrentes	323.696	372.470	435.251	374.742	256.221
Diferencias de cambio	Recurrentes	-168.444	-21.779	-3.004	-213	28.867
Resultado por unidades de reajuste	Recurrentes	-578.788	-441.036	-399.804	-658.372	-779.844
Otros ingresos por función	Recurrentes	1.342.790	2.217.401	2.035.925	3.009.970	1.751.655
Total Cuentas No Operacionales Recurrentes		-1.463.440	-1.209.267	-1.174.976	-1.323.224	-1.514.474
Otros gastos por función	No Recurrentes	-179.385	-245.966	-244.186	-363.533	-391.939
Total Cuentas No Operacionales No Recurrentes		-179.385	-245.966	-244.186	-363.533	-391.939
Total Cuentas No Operacionales		-1.642.825	-1.455.233	-1.419.163	-1.686.757	-1.906.413

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa.

Según los Estados Financieros de Parque Arauco S.A., tenemos la siguiente descripción para cada una de estas cuentas no operacionales:

- **Ingresos financieros:** Los ingresos financieros provienen de las inversiones de los excedentes de caja de la Sociedad, principalmente en depósitos a plazo, cuentas remuneradas, pactos, fondos mutuos y fiducias. Al 31 de diciembre de 2019, la tasa efectiva anual de los excedentes de caja fue de 3,68%.
- **Costos financieros:** Corresponde al devengo de intereses de las obligaciones financieras que mantiene la sociedad en sus distintas monedas: Unidades de fomento, pesos chilenos, pesos colombianos y nuevos soles peruanos. Al 31 de diciembre de 2019, la tasa efectiva anual de los gastos financieros fue de 3,78%.
- **Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación:** Esta partida corresponde a los ingresos o egresos generados por la inversión a través de Acuerdos Conjuntos en Inmobiliaria Viña del Mar S.A. y Desarrollos Panamericana S.A.C.

- **Diferencias de cambio:** Resultado generado por la diferencia de tipo de cambio en la contabilización de activos y pasivos monetarios denominados en moneda extranjera, entre la fecha de la transacción y el cierre del período reportado.
- **Resultado por unidades de reajuste:** Resultado generado por la diferencia de tipo de cambio en la contabilización de transacciones en unidades reajustables, entre la fecha en que se reconoce la transacción y el cierre del período reportado.
- **Otros ingresos por función:** Corresponde a la utilidad reconocida por ventas de activos no corrientes mantenidos para la venta, indemnización o devolución de seguros y otros ingresos. Además, se agrega a este ítem el monto correspondiente a las ganancias proyectadas por “Ganancias (pérdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de los activos financieros reclasificados medidos a su valor razonable”. Dado que este ítem es el más importante dentro de “Otros ingresos por función”, a esta partida se le clasificará como recurrente.
- **Otros gastos por función:** Corresponde al pago de impuestos extraordinarios, sanciones y multas, gastos por concepto de estudios y proyectos, disminución de activos fijos, deducibles de siniestro, indemnización y finiquitos y otros gastos.

4.5 Análisis de Activos

Los activos corrientes y no corrientes del Estado de Situación Financiera los podemos clasificar en Operacionales o No operacionales, dependiendo de su naturaleza y su relación con la actividad principal de la empresa. El detalle de éstos, a diciembre de 2019, se presenta en la **Tabla 16** a continuación:

Tabla 16: Clasificación de Activos de Parque Arauco S.A.

Análisis de Activos		
Activos (cifras en UF)	Tipo	2019
Efectivo y equivalentes al efectivo	No Operacional	11.246.042
Otros Activos Financieros, Corrientes	No Operacional	89
Otros Activos No Financieros, Corrientes	Operacional	1.782.180
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Neto, Corrientes	Operacional	1.249.289
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corrientes	No Operacional	8.353
Activos por impuestos corrientes	No Operacional	328.790
Total activos corrientes		14.614.742
Otros Activos Financieros, no corrientes	No Operacional	213.148
Otros activos no financieros no corrientes	Operacional	759.971
Derechos por cobrar no corrientes	Operacional	1.856
Cuentas por Cobrar a entidades relacionadas, No Corrientes	No Operacional	72.273
Inversiones en Asociadas Contabilizadas por el Método de la Participación	No Operacional	4.178.821
Activos Intangibles distintos de la Plusvalía	Operacional	645.490
Plusvalía	No Operacional	116.163
Propiedades, Planta y Equipo, Neto	Operacional	1.450.429
Propiedades de Inversión	Operacional	72.356.653
Activos por Impuestos Diferidos	No Operacional	1.579.713
Total activos no corrientes		81.374.517
Total Activos		95.989.259

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa.

A continuación, se detalla cada uno de los Activos No Operacionales de Parque Arauco S.A., clasificados en la tabla anterior:

- Efectivo y equivalente al efectivo: Corresponde al saldo que mantiene la compañía en efectivo en caja, saldos en cuentas bancarias, depósitos a plazo (corrientes) y otro efectivo y equivalentes al efectivo. El saldo de cada uno de los componentes del **Efectivo y equivalentes al efectivo de Parque Arauco S.A. 2019** se presenta a continuación:

Tabla 17: Efectivo y equivalentes al efectivo de Parque Arauco S.A. 2019

Efectivo y equivalentes al efectivo (cifras en UF)	31-12-2019
Efectivo en caja	2.059
SalDOS en bancos	682.959
Depósitos a plazo corrientes	2.022.635
Otro efectivo y equivalentes al efectivo	8.538.389
Total efectivo y equivalentes al efectivo	11.246.042

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa.

- Otros activos financieros corrientes y no corrientes: Corresponde al saldo que mantiene la compañía en Creditítulos, fondos mutuos y activos de cobertura, aunque de este último el saldo al 31 de diciembre de 2019 es cero. El detalle de esta cuenta se muestra en la **Tabla 18** siguiente:

Tabla 18: Otros activos financieros de Parque Arauco S.A. 2019

Otros activos financieros (cifras en UF)	31-12-2019	
	Corriente	No Corriente
Creditítulos	89	139.600
Fondos Mutuos	0	73.547
Activos de cobertura	0	0
Otros activos financieros	89	213.147

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa.

- Cuentas por Cobrar a entidades relacionadas (corriente y no corriente): corresponden a transacciones con otras entidades del Grupo que sean partes vinculadas. Las transacciones entre la Sociedad y sus filiales corresponden a operaciones habituales en cuanto a su objeto y son realizadas bajo condiciones de mercado.
- Inversiones en asociadas contabilizadas por el método de la participación: corresponde a las inversiones bajo Acuerdos Conjuntos en Inmobiliaria Mall Viña

del Mar S.A. (en Chile) y Desarrollos Panamericana S.A.C. (en Perú). En ambos posee una participación del 50%.

- Plusvalía: Corresponde al menor valor de inversión que se genera en la adquisición de acciones en las sociedades, las que corresponden a Parque Arauco Internacional S.A. y filiales (considerando sociedades en Perú y Colombia) y Arauco Centros Comerciales Regionales SpA. La **Tabla 19** muestra las sociedades con Plusvalía contabilizadas en los activos al cierre de 2019:

Tabla 19: Sociedades con Plusvalía de Parque Arauco S.A. 2019

Nombre Sociedad (cifras en UF)	31-12-2019
Parque Arauco Internacional S.A. Y filiales	53.312
Arauco Centros Comerciales Regionales SpA	62.851

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa.

- Propiedades de inversión: corresponden principalmente a terrenos, edificios y otras construcciones que se mantienen para explotarlos en régimen de arriendo, las cuales son presentadas a su valor justo. La **Tabla 20** presenta el detalle de las Propiedades de Inversión en 2018 y 2019:

Tabla 20: Desglose de Propiedades de Inversión de Parque Arauco S.A. 2018-2019

Cuentas de Propiedades de Inversión (cifras en UF)	31.12.2019	31.12.2018
Propiedades de Inversión en construcción o desarrollo	3.832.932	2.886.422
Propiedades de Inversión completadas	66.516.919	62.195.327
Derecho de uso	2.006.801	0
Total Propiedad de inversión	72.356.653	65.081.749

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa.

5. Proyección del Estado de Resultados

5.1 Proyección de Ingresos de Operación

A partir del **Análisis de Crecimiento** de los ingresos de actividades ordinarias realizado en la sección 4.2, se realizará la proyección de los ingresos operacionales por país, provenientes de su actividad de rentas comerciales y otros, considerando lo siguiente:

- Tasas de crecimiento anual compuesto (CAGR) históricas de los ABL para cada país, según los datos entregados por Acep (Perú), Acecolombia (Colombia) y construidos en base a la información pública de los principales actores de la industria en Chile. A continuación, se muestra el **CAGR de ABL por país Industria y Parque Arauco S.A.:**

Tabla 21: CAGR de ABL por país Industria y Parque Arauco S.A.

	Industria	Parque Arauco S.A.
Colombia	7,0%	24,6%
Perú	5,3%	15,1%
Chile	3,9%	1,5%

Fuente: Elaboración propia en base a Memorias de empresas en Chile y datos de Acep y Acecolombia.

Utilizando un criterio conservador, se proyectarán los m2 de ABL para cada país según las tasas de crecimiento de la industria, dado que las políticas de crecimiento que ha tenido Parque Arauco S.A. en Perú y Colombia durante los últimos años, principalmente a través de M&A y desarrollo de nuevos proyectos de gran escala, han generado una distorsión en sus tasas de crecimiento y según el **Pipeline de proyectos de Parque Arauco S.A.** publicado no se aprecia que esta tendencia agresiva se mantenga desde 2020 en adelante aunque con un proyecto de gran relevancia que está desarrollando en Chile permite justificar la tasa de crecimiento mayor a su CAGR en el país

- **Tasa de ocupación por país de Parque Arauco S.A.**, en base a la información histórica de los proyectos en Chile, Perú y Colombia:

Tabla 22: Tasa de ocupación por país de Parque Arauco S.A.

Tasa de ocupación por país	
Colombia	91,2%
Perú	93,6%
Chile	96,5%

Fuente: Elaboración propia en base a Memorias de la empresa.

- Tasa de ingresos por m2 de ABL en cada país, dado que la industria tiene distintas características en cada uno de estos mercados y la generación de ingresos no es pareja, tal como se muestra en la **Tabla 23** siguiente:

Tabla 23: Ingresos en UF por m2 de ABL de Parque Arauco S.A.

Ingresos en UF por m2 de ABL Parque Arauco S.A.	
Colombia	7,66
Perú	5,08
Chile	10,61

Fuente: Elaboración propia en base a Memorias de la empresa.

Utilizando el CAGR de la industria para cada uno de los mercados donde opera Parque Arauco S.A., en la **Tabla 24** se muestra proyectado el crecimiento de ABL:

Tabla 24: ABL proyectado para Parque Arauco S.A. 2020-2024

ABL proyectado (en m2)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Chile	398.240	413.695	429.751	446.429	463.755	481.753
Perú	405.500	427.043	449.731	473.624	498.786	525.286
Colombia	136.550	146.142	156.408	167.395	179.154	191.739
Total ABL Consolidado	940.290	986.881	1.035.890	1.087.448	1.141.695	1.198.777

Fuente: Elaboración propia en base a Memorias de la empresa.

Para proyectar los Ingresos de Operación, con la información detallada previamente, utilizaremos la siguiente fórmula:

$$\text{Ingresos en UF} = \text{ABL (m}^2\text{)} \times \text{Tasa de ocupación (\%)} \times \text{Ingresos por m}^2 \left(\frac{\text{UF}}{\text{m}^2}\right)$$

Utilizando la fórmula anterior, con los parámetros antes estimados, obtenemos la siguiente **Proyección de ingresos de la operación de Parque Arauco S.A. 2020-2024**

Tabla 25: Proyección de ingresos de la operación de Parque Arauco S.A. 2020-2024

Ingresos de Operación Proyectados (en UF)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Chile	4.224.698	4.235.053	4.399.412	4.570.151	4.747.515	4.931.763
Perú	2.059.560	2.031.032	2.138.935	2.252.571	2.372.245	2.498.276
Colombia	1.046.350	1.020.857	1.092.569	1.169.318	1.251.458	1.339.368
Total Ingresos Consolidado	7.332.626	7.286.942	7.630.916	7.992.039	8.371.217	8.769.407

Fuente: Elaboración propia en base a Memorias de la empresa.

A modo de comprobar consistencia en las proyecciones, el **Porcentaje de ingresos por país Parque Arauco S.A. 2019 y 2024** no cambia de forma importante a la que Parque Arauco S.A. reporta al cierre de 2019:

Tabla 26: Porcentaje de ingresos por país Parque Arauco S.A. 2019 y 2024

	2019	2024
Chile	58,1%	56,2%
Perú	27,9%	28,5%
Colombia	14,0%	15,3%
Total	100%	100%

Fuente: Elaboración propia en base a Memorias de la empresa.

5.2 Proyección de Costos de Operación

Para la proyección de las partidas Costo de venta y Gastos de administración del Estado de Resultados, dada la naturaleza de estas partidas y su estrecha relación

con la generación de ingresos del giro, se utilizará su importancia promedio histórica sobre los Ingresos de Operación según **Tabla 27** a continuación:

Tabla 27: Costos y GAV como % de ingresos de Parque Arauco S.A.

Proporción de Costos y GAV (% sobre Ingresos)	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Costo de ventas	-23,1%	-23,5%	-21,6%	-20,8%	-19,4%	-21,7%
Gasto de administración	-10,2%	-9,7%	-9,1%	-8,3%	-9,7%	-9,4%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa.

Utilizando el promedio de 21,7% para los costos de ventas y 9,4% para los gastos de administración, obtenemos la siguiente **Proyección de Costos y GAV de Parque Arauco S.A. 2020 - 2024**:

Tabla 28: Proyección de Costos y GAV de Parque Arauco S.A. 2020 - 2024

Proyección de Costos y GAV (cifras en UF)	2020	2021	2022	2023	2024
Costo de ventas	-1.580.252	-1.654.846	-1.733.160	-1.815.389	-1.901.740
Gasto de administración	-685.063	-717.401	-751.351	-786.998	-824.433

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa.

5.3 Proyección de Resultado No Operacional

Para la proyección de cada partida del Resultado No Operacional, detalladas anteriormente en el **Análisis de las Cuentas No Operacionales**, se utilizaron los siguientes supuestos:

- Ingresos financieros: Se proyecta utilizando el promedio del período 2015-2019 de su proporción sobre los Ingresos de actividades ordinarias.
- Costos financieros: Se proyecta utilizando el promedio del período 2015-2019 de su proporción sobre los Ingresos de actividades ordinarias.

- Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación: Se proyecta utilizando el promedio del período 2015-2019 de su proporción sobre los Ingresos de actividades ordinarias.
- Diferencias de cambio: Se proyecta como un valor fijo utilizando el promedio del período 2015-2019.
- Resultado por unidades de reajuste: Se proyecta como un valor fijo utilizando el promedio del período 2015-2019.
- Otros ingresos por función: Dado que la naturaleza de esta partida es de carácter recurrente, como se detalló en la sección 4.4, se proyecta utilizando el promedio del período 2015-2019 de su proporción sobre los Ingresos de actividades ordinarias.
- Otros gastos por función: Dado que la naturaleza de esta partida no es de carácter recurrente, como se detalló en la sección 4.4, se utilizará el último valor conocido correspondiente al año 2019.

Considerando los criterios anteriores, en la

Tabla 29 se muestran los promedios para realizar las proyecciones de las cuentas no operacionales:

Tabla 29: Cuentas No Operacionales del EE.RR. de Parque Arauco S.A. 2015-2019

Cuentas No Operacionales del EE.RR. (como % sobre Ingresos)	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Ingresos financieros	2,42%	4,31%	3,14%	4,21%	5,57%	3,9%
Costos financieros	-20,65%	-22,72%	-20,90%	-19,32%	-19,48%	-20,6%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	5,67%	6,13%	6,40%	5,45%	3,50%	5,4%
Otros ingresos por función	23,54%	36,48%	29,94%	43,76%	23,90%	31,5%
Cuentas No Operacionales del EE.RR. (cifras en UF)	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Diferencias de cambio	-168.444	-21.779	-3.004	-213	28.867	-32.915
Resultado por unidades de reajuste	-578.788	-441.036	-399.804	-658.372	-779.844	-571.569

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa.

La partida “Otros gastos por función”, al ser no recurrente, se proyecta como un valor fijo considerando el último valor conocido de 2019, tal como se muestra en la **Tabla 30** a continuación:

Tabla 30: Otros gastos por función de Parque Arauco S.A. 2019

Cuentas No Operacionales del EE.RR. (cifras en UF)	2019
Otros gastos por función	-391.939

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa.

Con todo lo anterior, la

Tabla 31: Proyección de Cuentas No Operacionales de Parque Arauco S.A. 2020-2024 quedaría de la siguiente manera, para el período de años 2020 a 2024:

Tabla 31: Proyección de Cuentas No Operacionales de Parque Arauco S.A. 2020-2024

Cuentas No Operacionales del EE.RR. (cifras en UF)	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos financieros	286.378	299.896	314.088	328.990	344.639
Costos financieros	-1.502.081	-1.572.986	-1.647.425	-1.725.586	-1.807.667
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	395.634	414.310	433.916	454.503	476.122
Diferencias de cambio	-32.915	-32.915	-32.915	-32.915	-32.915
Resultado por unidades de reajuste	-571.569	-571.569	-571.569	-571.569	-571.569
Otros ingresos por función	2.297.089	2.405.521	2.519.360	2.638.889	2.764.412
Otros gastos por función	-391.939	-391.939	-391.939	-391.939	-391.939

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa.

5.4 Proyección de la Ganancia antes de Impuestos

Con las proyecciones anteriores, procedemos a consolidar los ingresos, costos y gastos, operacionales y no operacionales, obteniendo la **Tabla 32: Ganancia antes de Impuestos Proyectada de Parque Arauco S.A. 2020-2024** para los años 2020 a 2024:

Tabla 32: Ganancia antes de Impuestos Proyectada de Parque Arauco S.A. 2020-2024

Estado de Resultados Proyectado (cifras en UF)	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de actividades ordinarias	7.286.942	7.630.916	7.992.039	8.371.217	8.769.407
Costo de ventas	-1.580.252	-1.654.846	-1.733.160	-1.815.389	-1.901.740
Ganancia bruta	5.706.690	5.976.070	6.258.880	6.555.829	6.867.667
Gasto de administración	-685.063	-717.401	-751.351	-786.998	-824.433
Otros ingresos por función	2.297.089	2.405.521	2.519.360	2.638.889	2.764.412
Otros gastos por función	-391.939	-391.939	-391.939	-391.939	-391.939
Ganancia por actividades de Operación	6.926.776	7.272.251	7.634.949	8.015.780	8.415.706
Ingresos financieros	286.378	299.896	314.088	328.990	344.639
Costos financieros	-1.502.081	-1.572.986	-1.647.425	-1.725.586	-1.807.667
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	395.634	414.310	433.916	454.503	476.122
Diferencias de cambio	-32.915	-32.915	-32.915	-32.915	-32.915
Resultado por unidades de reajuste	-571.569	-571.569	-571.569	-571.569	-571.569
Ganancia antes de impuestos	5.502.223	5.808.987	6.131.044	6.469.203	6.824.317

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa.

5.5 Proyección de Impuestos

Como se detalló anteriormente, la tasa de impuestos a utilizar será la resultante del promedio ponderado de la tasa de impuestos corporativos de cada país (Chile, Perú y Colombia) por los ingresos en términos porcentuales de cada país. Dado lo anterior, el cálculo de los impuestos a pagar que se muestran en la **Tabla 33** a continuación, se obtuvo utilizando una tasa de impuestos corporativos de 28,56%:

Tabla 33: Gasto por impuestos a las ganancias 2020-2024.

	2020	2021	2022	2023	2024
Ganancia antes de impuestos	5.502.223	5.808.987	6.131.044	6.469.203	6.824.317
Gasto por impuestos	1.571.363	1.658.971	1.750.947	1.847.520	1.948.936

Fuente: Elaboración propia.

5.6 Proyección de Ganancias

Con todo lo anterior, nuestro **Estado de Resultados Proyectado de Parque Arauco S.A. 2020-2024**, para los años 2020 – 2024 quedaría de la siguiente manera:

Tabla 34: Estado de Resultados Proyectado de Parque Arauco S.A. 2020-2024

Estado de Resultados Proyectado (cifras en UF)	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de actividades ordinarias	7.286.942	7.630.916	7.992.039	8.371.217	8.769.407
Costo de ventas	-1.580.252	-1.654.846	-1.733.160	-1.815.389	-1.901.740
Ganancia bruta	5.706.690	5.976.070	6.258.880	6.555.829	6.867.667
Gasto de administración	-685.063	-717.401	-751.351	-786.998	-824.433
Otros ingresos por función	2.297.089	2.405.521	2.519.360	2.638.889	2.764.412
Otros gastos por función	-391.939	-391.939	-391.939	-391.939	-391.939
Ganancia por actividades de Operaci	6.926.776	7.272.251	7.634.949	8.015.780	8.415.706
Ingresos financieros	286.378	299.896	314.088	328.990	344.639
Costos financieros	-1.502.081	-1.572.986	-1.647.425	-1.725.586	-1.807.667
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	395.634	414.310	433.916	454.503	476.122
Diferencias de cambio	-32.915	-32.915	-32.915	-32.915	-32.915
Resultado por unidades de reajuste	-571.569	-571.569	-571.569	-571.569	-571.569
Ganancia antes de impuestos	5.502.223	5.808.987	6.131.044	6.469.203	6.824.317
Gasto por impuestos a las ganancias	-1.571.363	-1.658.971	-1.750.947	-1.847.520	-1.948.936
Ganancia	3.930.860	4.150.016	4.380.098	4.621.683	4.875.381

Fuente: Elaboración propia.

6. Proyección de Flujos de Caja Libre

6.1 Flujo de Caja Bruto

En primer lugar, para obtener el Flujo de Caja Bruto, a la ganancia del **Estado de Resultados Proyectado de Parque Arauco S.A. 2020-2024** se le debe aplicar un ajuste por las partidas que no representan flujos de caja (entradas y salidas) y que no corresponden a resultado operacional (ganancias y pérdidas que no corresponden al giro principal).

La **Depreciación y Amortización (% de Ingresos) 2015-2019** se suman de forma directa (antes de impuestos) y se utilizará el promedio del porcentaje sobre ingresos por actividades ordinarias entre 2015 y 2019, con el fin de reflejar el aumento en los activos que justifican el crecimiento de las ventas:

Tabla 35: Depreciación y Amortización (% de Ingresos) 2015-2019

Depreciación y Amortización (% de ingresos)	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Depreciación	-0,41%	-0,35%	-0,40%	-0,52%	-0,93%	-0,52%
Amortización	-1,64%	-1,89%	-1,75%	-0,84%	-1,38%	-1,50%

Fuente: Elaboración propia.

A partir de los promedios anteriores, -0,52% para la Depreciación y -1,50% para la Amortización, obtenemos la **Tabla 34** con la proyección de estas partidas en los flujos para los años 2020 a 2024:

Tabla 36: Depreciación y Amortización Proyectada 2020-2024

Depreciación y Amortización proyectada (Cifras en UF)	2020	2021	2022	2023	2024
Depreciación	-38.070	-39.867	-41.754	-43.735	-45.815
Amortización	-109.298	-114.457	-119.874	-125.561	-131.534

Fuente: Elaboración propia

El resto de las partidas que conforman el **Proyección de Cuentas No Operacionales de Parque Arauco S.A. 2020-2024**, se reversan después de impuestos, según la tasa de impuestos de 28,56% calculada en la sección **Error! Reference source not found.**

Considerando los ajustes anteriores, el **Flujo de Caja Bruto Proyectado 2020-2024** quedaría de la siguiente forma:

Tabla 37: Flujo de Caja Bruto Proyectado 2020-2024

Flujo de Caja Proyectado (cifras en UF)	2020	2021	2022	2023	2024
Ganancia	3.930.860	4.150.016	4.380.098	4.621.683	4.875.381
(+) Depreciación	38.070	39.867	41.754	43.735	45.815
(+) Amortización	109.298	114.457	119.874	125.561	131.534
(-) Ingresos financieros (desp. de impuestos)	-204.592	-214.250	-224.389	-235.035	-246.215
(+) Gastos financieros (desp. de impuestos)	1.073.106	1.123.761	1.176.942	1.232.781	1.291.420
(-) Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos (desp. de impuestos)	-282.646	-295.988	-309.995	-324.703	-340.148
(-) Otros ingresos por función (desp. de impuestos)	-1.641.070	-1.718.536	-1.799.863	-1.885.257	-1.974.932
(+) Otros gastos por función (desp. de impuestos)	280.006	280.006	280.006	280.006	280.006
(+) Diferencias de cambio (desp. de impuestos)	23.515	23.515	23.515	23.515	23.515
(+) Resultado por unidades de reajuste (desp. de impuestos)	408.336	408.336	408.336	408.336	408.336
Flujo de Caja Bruto	3.734.884	3.911.186	4.096.278	4.290.624	4.494.713

Fuente: Elaboración propia.

6.2 Inversión de Reposición

Tal como se detalla en la Nota 3 de los Estados Financieros de Parque Arauco S.A. de 2019, la empresa desarrolla anualmente un plan de inversiones detallado para la mantención, reparación y expansión de cada una de las propiedades de inversión,

sin embargo, esta información se encuentra en los presupuestos internos y no corresponde a información pública.

Dado lo anterior, se utilizará como supuesto que la Inversión de Reposición será igual al valor de la **Depreciación y Amortización Proyectada 2020-2024** de cada ejercicio.

6.3 Nuevas Inversiones

A continuación, se detalla el **Pipeline de proyectos de Parque Arauco S.A.** inmobiliarios que posee Parque Arauco S.A. para los próximos años, los que le permiten agrandar su portafolio de inmuebles para su posterior explotación a través de arriendos.

Tabla 38: Pipeline de proyectos de Parque Arauco S.A.

Nuevos Proyectos	Tipo	País	Formato	Años de construcción	Monto Inversión en USD MM	Monto inversión en UF
Puerto Nuevo Antofagasta	Desarrollo	Chile	Strip Center	2020 - 2021	9	238.928
Parque Arauco Kennedy - Parte 1	Expansión	Chile	Regional / Hotel	2017 - 2021	202	5.355.000
Parque Arauco Kennedy - Parte 2	Expansión	Chile	Regional / Torre	2021 -2024	82	2.200.000
La Molina	Desarrollo	Perú	Vecinal	2019 - por definir	56	1.486.663
Parque Alegre	Desarrollo	Colombia	Regional	2019 - 2021	71	1.881.558

Fuente: Elaboración propia en base a Análisis Razonado 2019 de la empresa.

A partir de la información disponible en los análisis razonados publicados por la empresa en 2019 y años anteriores, considerando como supuesto un prorratio lineal del total de inversión a lo largo de la construcción, se puede desglosar el siguiente calendario de **Nuevas inversiones proyectadas de Parque Arauco S.A. 2020-2024** para sostener el crecimiento de las Propiedades de Inversión:

Tabla 39: Nuevas inversiones proyectadas de Parque Arauco S.A. 2020-2024

Inversión proyectada (cifras en UF)	2020	2021	2022	2023	2024
Puerto Nuevo Antofagasta	119.464	119.464			
Parque Arauco Kennedy - Parte 1	1.071.000	1.071.000			
Parque Arauco Kennedy - Parte 2		733.333	733.333	733.333	
La Molina	371.666	371.666	371.666	371.666	
Parque Alegre	627.186	627.186			
Total	2.189.316	2.922.649	1.104.999	1.104.999	0

Fuente: Elaboración propia en base a Análisis Razonados de la empresa.

En el caso del proyecto “La Molina” en Perú, la fecha estimada de finalización no está disponible por lo que se supondrá que la construcción demora hasta el final de nuestra proyección.

6.4 Inversión en Capital de Trabajo

Para poder estimar la inversión en Capital de Trabajo, calculamos primero el Requerimiento de Capital de Trabajo Operativo Neto (RCTON) promedio de los últimos años, que se obtiene como el Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON) sobre los Ingresos por Actividades Ordinarias.

El Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON) de cada período se obtiene utilizando las Cuentas por Cobrar Corrientes y Cuentas por Pagar Corrientes del Estado de Situación Financiera y la siguiente fórmula:

- Activos corrientes: Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Neto, Corrientes (CxC Comerciales)
- Pasivos corrientes: Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar, Corrientes (CxP Comerciales)

$$CTON = \text{Cuentas por Cobrar Comerciales} - \text{Cuentas por Pagar Comerciales}$$

A partir de lo anterior, obtenemos la **Tabla 40** siguiente cálculo del RCTON para los años 2015 a 2019:

Tabla 40: Cálculo Requerimiento de Capital de Trabajo Neto Operativo

Cifras en UF	2015	2016	2017	2018	2019	
CxC Comerciales	1.020.525	1.111.271	1.084.238	1.096.159	1.249.289	
Activos Corrientes	1.020.525	1.111.271	1.084.238	1.096.159	1.249.289	
CxP Comerciales	1.062.331	1.452.915	1.626.173	1.861.614	1.763.509	
Pasivos Corrientes	1.062.331	1.452.915	1.626.173	1.861.614	1.763.509	
Capital de Trabajo Operativo Neto	-41.805	-341.644	-541.935	-765.455	-514.220	
Ingresos por Actividades Ordinarias	5.704.865	6.077.650	6.799.542	6.878.754	7.330.607	Promedio
RCTON	-0,7%	-5,6%	-8,0%	-11,1%	-7,0%	-6,5%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa.

El RCTON promedio de los años 2015 a 2019 es negativo (-6,5% de los Ingresos por Actividades Ordinarias), lo que implica que por la naturaleza del negocio de Parque Arauco S.A. no se requieren inversiones adicionales por concepto de Capital de Trabajo dado que existe un equilibrio en el largo plazo y su Capital de Trabajo es cero. Dado lo anterior, se asumirá una inversión de cero en Capital de Trabajo en la proyección de sus flujos de caja.

6.5 Flujo de Caja Libre Proyectado

Considerando los criterios antes expuestos sobre el cálculo de la Inversión de Reposición, Nuevas Inversiones e Inversión en Capital de Trabajo, ajustamos el **Flujo de Caja Bruto** para llegar al Flujo de Caja Libre presentado en la **Tabla 41** a continuación:

Tabla 41: Flujo de Caja Libre Proyectado 2020-2024 y Flujo a Perpetuidad

Flujo de Caja Proyectado (cifras en UF)	2020	2021	2022	2023	2024	Flujo a perpetuidad
Ganancia	3.930.860	4.150.016	4.380.098	4.621.683	4.875.381	4.875.381
(+) Depreciación	38.070	39.867	41.754	43.735	45.815	45.815
(+) Amortización	109.298	114.457	119.874	125.561	131.534	131.534
(-) Ingresos financieros (desp. de impuestos)	-204.592	-214.250	-224.389	-235.035	-246.215	-246.215
(+) Gastos financieros (desp. de impuestos)	1.073.106	1.123.761	1.176.942	1.232.781	1.291.420	1.291.420
(-) Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos (desp. de impuestos)	-282.646	-295.988	-309.995	-324.703	-340.148	-340.148
(-) Otros ingresos por función (desp. de impuestos)	-1.641.070	-1.718.536	-1.799.863	-1.885.257	-1.974.932	-1.974.932
(+) Otros gastos por función (desp. de impuestos)	280.006	280.006	280.006	280.006	280.006	280.006
(+) Diferencias de cambio (desp. de impuestos)	23.515	23.515	23.515	23.515	23.515	23.515
(+) Resultado por unidades de reajuste (desp. de impuestos)	408.336	408.336	408.336	408.336	408.336	408.336
Flujo de Caja Bruto	3.734.884	3.911.186	4.096.278	4.290.624	4.494.713	4.494.713
(-) Inversión de reposición	-147.368	-154.325	-161.628	-169.296	-177.349	-177.349
(-) Inversión de capital físico	-2.189.316	-2.922.649	-1.104.999	-1.104.999	0	0
(-) Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo	0	0	0	0	0	0
Flujo de Caja Libre	1.398.199	834.212	2.829.651	3.016.328	4.317.364	4.317.364

Fuente: Elaboración propia.

El Flujo a Perpetuidad corresponde al Flujo de Caja del año 2025 sin considerar crecimiento, el cual se utilizará para obtener el Valor Terminal con la tasa de descuento de 3,86..

Los supuestos utilizados para construir el Flujo de Caja Libre se resumen de la siguiente forma:

- Depreciación y Amortización: Se incorporan al Flujo antes de impuestos, como porcentaje de los ingresos por actividades ordinarias, siendo -0,52% y -1,50% respectivamente (promedio como porcentaje de los ingresos por actividades ordinarias entre 2015 y 2019).
- Ingresos Financieros, Gastos Financieros, Participación en las ganancias de asociadas, Otros Ingresos por Función: Se incorporan al Flujo después de impuestos, siendo un valor que se calcula como porcentaje de los Ingresos por actividades ordinarias proyectados.
- Otros Gastos por Función: Se incorpora al Flujo después de impuestos, siendo un valor fijo que corresponde a la cifra reportada a diciembre de 2019.
- Resultado por unidades de reajuste y Diferencias de Cambio: Se incorpora al Flujo después de impuestos, siendo un valor fijo que corresponde al promedio de 2015 a 2019.
- Inversión de reposición: Como se indicó en la sección 6.2, se utiliza el supuesto de que la Inversión de Reposición es igual a la depreciación y amortización en cada ejercicio.
- Nuevas Inversiones: Como se indicó en la sección 6.3, este ítem se calcula según el calendario de proyectos futuros publicado por la empresa.

- Inversión en Capital de Trabajo: Como se indicó en la sección 6.4, se supone que tiende a cero, ya que Parque Arauco S.A. posee CTON negativo.

7. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción

7.1 Estimación de Déficit/Superávit de Capital de Trabajo

Como se presentó en la sección **Tabla 40: Cálculo Requerimiento de Capital de Trabajo Neto Operativo**, el Capital de Trabajo Operativo Neto de Parque Arauco S.A. al cierre de 2019 es de -514.220 UF. A continuación, en la **Tabla 42** se detalla el cálculo del déficit o superávit de CTON:

Tabla 42: Cálculo Déficit de CTON en 2019.

Cifras en UF	2019
CxC Comerciales	1.249.289
Activos Corrientes	1.249.289
CxP Comerciales	1.763.509
Pasivos Corrientes	1.763.509
Capital de Trabajo Operativo Neto	-514.220
CTON requerido a diciembre de 2019	0
CTON efectivo a diciembre de 2019	-514.220
Déficit de CTON	-514.220

Fuente: Elaboración propia.

Dado que el CTON requerido a diciembre de 2019 es cero, como resultado de un RCTON promedio sobre ingresos de -6,5% como se detalló en la **Tabla 40**, el CTON

efectivo a diciembre de 2019 será considerado como el Déficit de Capital de Trabajo por lo que para son necesarias 514.220 UF.

7.2 Identificación de Activos Prescindibles

Los Activos Prescindibles de Parque Arauco S.A. al 31 de Diciembre de 2019 se detallan en la **Tabla 43** a continuación:

Tabla 43: Detalle de Activos Prescindibles en 2019

Activos prescindibles (cifras en UF)	2019
Activos corrientes	
Efectivo y equivalentes al efectivo	11.246.042
Otros Activos Financieros, Corrientes	89
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corrientes	8.353
Activos no corrientes	
Otros Activos Financieros, no corrientes	213.148
Cuentas por Cobrar a entidades relacionadas, No Corrientes	72.273
Inversiones en Asociadas Contabilizadas por el Método de la Participación	4.178.821
Total Activos prescindibles	15.718.726

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa.

7.3 Deuda Financiera

De acuerdo a lo registrado en la Deuda Financiera de Parque Arauco S.A. al 31 de Diciembre de 2019 es la siguiente:

Tabla 44: Detalle de Deuda Financiera en 2019

Deuda Financiera (cifras en UF)	2019
Otros pasivos financieros, corrientes	8.379.156
Otros pasivos financieros, no corrientes	31.368.393
Deuda Financiera (B)	39.747.549

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa.

7.4 Valoración de la Empresa

Finalmente, para obtener un precio de la acción de Parque Arauco S.A., a través del **Método de Flujos de Caja Descontados** obtenemos el Valor Económico de los Activos de la empresa y debemos realizar ajustes para llegar al Valor Económico del Patrimonio. A continuación, se presenta la **Tabla 45** con un resumen de los datos calculados en las secciones anteriores para obtener el Precio Estimado de la Acción:

Tabla 45: Valoración Parque Arauco S.A. y Precio Estimado de la Acción

Tasa de costo de capital (WACC)	3,86%
VP del Flujo de Caja Libre	10.809.455
Valor Terminal	89.059.078
FCL en VP + Valor Terminal	99.868.533
(+) Activos prescindibles	15.718.726
(-) Déficit de CTON	-514.220
Valor Estimado de los Activos	115.073.039
(-) Deuda Financiera	-39.747.549
Valor Estimado del Patrimonio	75.325.489
Acciones en circulación	905.715.882
Precio estimado de la acción (en UF)	0,0832
Precio estimado de la acción (en CLP)	2.332,71
Precio de la acción al 31.12.2019	1.849,49
Desviación respecto al precio de mercado	26,1%

Fuente: Elaboración propia.

La estimación del precio de la acción resultó en 2.332,71 pesos chilenos, lo que estaría un 26,1% por sobre el precio vigente en la Bolsa de Santiago al 31 de Diciembre de 2019.

El día 10 de Enero de 2020, el precio de la acción cerró en un máximo de 1.998,90 pesos chilenos, lo que implica que luego del cierre de diciembre de 2019 presentó un aumento de 8,1% pero no alcanzó el precio estimado según la valoración por Flujo de Caja Descontado.

8. Conclusiones

Este informe de valorización tenía como objetivo estimar un precio para la acción de Parque Arauco S.A. mediante el método de valorización: **Método de Flujos de Caja Descontados**.

Para valorizar de acuerdo al método de Flujo de Caja Descontado, primero se calculó la **Error! Reference source not found.** de la compañía. Ésta se utilizó para descontar los **Flujo de Caja Libre** **Proyectado** futuros de la empresa, que se proyectaron de acuerdo a una base de crecimiento conservadora. La estimación **Tabla 45: Valoración Parque Arauco S.A. y Precio Estimado de la Acción** resultó en 2.332,71 pesos chilenos, lo que estaría un 26,1% por sobre el precio vigente en la Bolsa de Santiago al 31 de Diciembre de 2019.

En conclusión, a partir del precio estimado utilizando flujos de caja descontados, encontramos que la acción de Parque Arauco S.A. se encontraba subvalorada y que su precio debió converger a medida que el mercado ajusta la información financiera más reciente de la compañía. Dado lo anterior, la empresa se presentaba como una oportunidad de compra, con un *upside* potencial de 26,1%.

Anexos

Bibliografía

1. Acecolombia. (2019). *Reporte de la Industria en Colombia*.
2. America, Risk. (s.f.). <https://www.riskamerica.com/>.
3. Arauco, Parque. (2019). *Estados Financieros Intermedios Consolidados*.
4. Asociación de Centros Comerciales y de Entretenimiento del Perú. (2019). *Los Centros Comerciales en el Perú: Oportunidades de Inversión*.
5. Chile, Servicio de Impuestos Internos de. (s.f.). <http://homer.sii.cl/>.
6. Comerciales, C. C. (s.f.). <https://www.camaracentroscomerciales.cl/>.
7. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*.
8. Damodaran, A. (2020). *Implied Equity Risk Premium*.
9. Fernández, P. (2005). "Valoración de Empresas".
10. Fernández, P. (s.f.). *Valoración de Empresas y Sensatez*.
11. Maquieira, C. (2010). *Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica*.
12. Maquieira, C. (s.f.). *Notas de Clases: Valoración de Empresas*.
13. Nacionales, Dirección de Impuestos y Aduanas. (s.f.). <https://www.dian.gov.co/>.
14. Parque Arauco S.A. (2019). *Reporte Estados Financieros Consolidados*.
15. S.A, Cencosud Shopping. (2019). *Prospecto de Emisión de Acciones de Pago*.

