



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

TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumna: Consuelo Adriazola F.

Profesor Guía: Carlos Maquieira V.

Santiago, junio 2021

Cuadro de contenido

1	METODOLOGÍA	5
1.1	Principales métodos de valoración	6
1.1.1	Método de flujos de caja descontados	6
2	DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	9
2.1	Descripción de la empresa.....	9
2.1.1	Antecedentes	9
2.1.2	Reseña histórica	12
2.1.3	Principales accionistas.....	12
2.1.4	Filiales	13
2.2	Descripción de la industria	14
2.2.1	Estado actual.....	14
2.2.2	Regulación y fiscalización.....	19
2.2.3	Empresas comparables	21
3	ESTRUCTURA DE CAPITAL	28
3.1	Deuda financiera	28
3.2	Patrimonio económico.....	30
3.3	Valor económico de la empresa.....	31
3.4	Estructura de capital objetivo.....	32
4	ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL.....	34
4.1	Costo de la deuda (K_b).....	34
4.2	Beta de la deuda (β_b)	35
4.3	Estimación del beta patrimonial ($\beta_{pacci\acute{o}n}$).....	35

4.4	Beta patrimonial sin deuda ($\beta_p^{S/D}$).....	37
4.5	Beta patrimonial con estructura de capital objetivo ($\beta_p^{C/D}$).....	37
4.6	Costo patrimonial (K_p)	38
4.7	Costo de capital ($WACC$)	38
5	ANÁLISIS DEL NEGOCIO	39
5.1	Análisis de crecimiento de la empresa	39
5.1.1	Ingresos por región geográfica	39
5.1.2	Factores claves	42
5.2	Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	43
5.2.1	Análisis horizontal	44
5.2.2	Importancia.....	45
5.3	Análisis del resultado no operacional de la empresa	47
5.4	Análisis de márgenes de la empresa.....	51
5.5	Análisis de los activos de la empresa	53
5.5.1	Activos operacionales y no operacionales	53
5.5.2	Capital de trabajo operativo neto.....	55
5.5.3	Inversiones	56
5.6	Análisis de crecimiento de la industria.....	59
6	PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS.....	62
6.1	Ingresos operacionales proyectados	62
6.1.1	Proyección Otros Ingresos.....	63
6.1.2	Proyección Ingresos por arriendo Variable	64
6.1.3	Proyección Ingresos por arriendo Fijo.....	65

6.2	Costos operacionales proyectados.....	70
6.3	Resultado no operacional proyectado	71
6.4	Impuesto corporativo proyectado.....	74
6.5	Estado de resultados proyectado en miles de UF.....	75
6.5.1	Supuestos utilizados	76
6.6	Estado de resultados proyectado porcentual	77
7	PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	78
7.1	Inversión en reposición	78
7.2	Nuevas inversiones de capital	78
7.3	Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto	79
7.4	Valor terminal	81
7.5	Flujos de caja libre proyectados.....	82
8	PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO	83
8.1	Valor presente de los flujos de caja libre	83
8.2	Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto.....	83
8.3	Activos prescindibles y otros activos	84
8.4	Valorización económica de la empresa	85
8.5	Análisis de sensibilidad	87
	Anexos.....	90
	Bibliografía.....	101

1 RESUMEN EJECUTIVO

Este trabajo tiene como propósito valorizar a la empresa Parque Arauco S.A., dedicada al arrendamiento de inmobiliaria en uso comercial, mediante el método de Flujos de caja descontados al 20 de junio de 2021. El precio fue estimado en CLP 1.091, estando un 5,9% sobre el precio de mercado a la misma fecha (CLP 1.030).

La estructura de capital objetivo considera sólo períodos normales, es decir, elimina el período de Covid-19 y estallido social, por lo tanto contiene datos desde diciembre de 2016 hasta septiembre de 2019. Para la valorización se utiliza un supuesto fuerte denominado “Proyección en tres partes”, el cual se basa en las volatilidades del crecimiento del PIB futuro según el Fondo Monetario Internacional hasta el 2026, proyectando las cuentas en supuestos diferentes según el (1) Período Efecto Covid-19, (2) Período de transición y (3) Período de recuperación., obteniendo un valor presente de los Flujos de Caja descontados de M UF 59.639 a una tasa de costo de capital (WACC) de 6,21%.

Las diferencias entre el precio estimado y el de mercado pueden deberse al período de incertidumbre por el que se está pasando: impacto de la pandemia en el cierre de los centros comerciales en Chile, Perú y Colombia, e incertidumbre sobre fecha de término a las cuarentenas; efecto del estallido social y temporada de elecciones en Chile; aumento del *e-commerce* como amenaza a los centros comerciales.

Bajo un cuadro de doble entrada se hace un análisis de sensibilidad del precio accionario bajo cambios en los ingresos y la tasa WACC. Los resultados muestran que el cambio en el precio se ve más afectado cuando la WACC disminuye y los ingresos aumentan, simultáneamente. El cambio en los ingresos operacionales afecta más al precio ante aumentos que disminuciones al igual que la WACC, pero esta última en menor medida.

2 METODOLOGÍA

2.1 Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2000). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos y utilizados en la práctica se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiples o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados.

2.1.1 Método de flujos de caja descontados

El método de flujos 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 (Fernández, 2000; Maquieira y Espinosa, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el 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 otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en

discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de 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, este 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, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Fernández, 2000; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

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 (Maquieira y Espinosa, 2019).

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 “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por 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 (Fernández, 2000; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

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) (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de 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 (Maquieira y Espinosa, 2019).

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 (Fernández, 2000).

3 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

3.1 Descripción de la empresa

3.1.1 Antecedentes

Parque Arauco S.A. es una sociedad anónima abierta con base en Chile que desarrolla y administra activos inmobiliarios multiformato, principalmente de uso comercial, orientados hacia distintos sectores socioeconómicos en Chile, Perú y Colombia. Sus cuatro formatos de centros comerciales son: regionales, vecinales, outlet malls y strip centers (centros comerciales más pequeños).

Sus locatarios -clientes que arriendan- son tiendas por departamento, mejoramiento del hogar, supermercados, restaurantes, cines, centros de salud y tiendas menores de distintos rubros. La estabilidad de los ingresos de Parque Arauco S.A. se sustenta en una estructura de contratos cuyos arriendos se componen en mayor parte por cobros fijos con vencimientos en el largo plazo (Parque Arauco S.A., s.f).

Si bien Parque Arauco S.A. posee sólo una línea de negocios, que es la operación y desarrollo de Propiedades de Inversión (arrendamiento), la Administración de la Sociedad ha decidido segmentar el negocio por región geográfica, identificando sus operaciones en Chile, Perú y Colombia. Dicha segregación obedece a que la gestión del negocio se controla por separado para cada División País. Los factores que se han considerado determinantes para esto es la medición de la participación de cada país respecto a Chile y otros factores comerciales específicos tales como las condiciones contractuales fijadas con los operadores en cada país, la moneda de operación en cada uno de ellos y la madurez del negocio.

En el segmento Otros, se han mantenido, las sociedades holding relacionadas con la operación en el exterior. Siendo el vehículo de inversión que concentra la participación en las sociedades del extranjero, los activos principalmente corresponden a anticipos para el desarrollo de proyectos.

En la Ilustración 1 se muestra la diversificación de los ingresos de Parque Arauco S.A. a diciembre de 2020, siendo el formato de Centro Comercial Regional el que más aporta, representando un 81% de los ingresos totales a esa fecha.

Ilustración 1. Diversificación de ingresos por formato de Parque Arauco S.A.



Fuente: Memoria Anual 2020 de Parque Arauco S.A.

Los centros comerciales Regionales tienen mayor participación dado que contienen más de 20.000 m^2 arrendables (ABL) con al menos dos tiendas anclas. Los Outlet, con un 8% de participación, están ubicados a las afueras de la ciudad, y se dedican a la liquidación de inventario de las principales marcas. Los centros comerciales Vecinales tienen entre 6.000 y 20.000 m^2 arrendables, y suelen estar ubicados en esquinas de alto tráfico, por lo que poseen estacionamientos a nivel de la calle. Por último, los Strip center poseen menos de 6.000 m^2 arrendables con al menos una tienda ancla.

Según los negocios como región geográfica, Chile es el país con mayor importancia, pues representa el 55,8% de los ingresos totales a diciembre de 2020. Luego le sigue Perú con un 28,4% y por último Colombia con un 15,8%. En términos de EBITDA al 2020 Chile representa el 53,4%, seguido por Perú y luego Colombia. En el Cuadro 1 se muestra un resumen de los segmentos y sus niveles de ingresos y EBITDA en miles de UF y en porcentaje del total.

Cuadro 1. Países donde opera Parque Arauco S.A.

Países donde opera	Ingresos (M UF)	%	EBITDA (M UF)	%
Chile	2.414	55,76%	1.204	53,36%
Perú	1.232	28,45%	616	27,32%
Colombia	684	15,79%	436	19,32%
Total	4.329	100,00%	2.256	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros 2020 Parque Arauco S.A.

Las cifras de Parque Arauco S.A. están expresadas en CLP, sin embargo en el Cuadro 1 se utilizó la moneda funcional en UF con su valor al 31 de diciembre de 2020. Para las cifras futuras aplica el mismo supuesto, cambiando el valor de la UF dependiendo de la fecha a la que se refiere. Esto permitirá analizar evolución de la compañía eliminando el efecto de inflación.

3.1.1.1 Otros antecedentes

La Sociedad se encuentra ubicada en Santiago de Chile, Avenida presidente Kennedy N°5413, Las Condes. Es una sociedad anónima abierta que se encuentra inscrita en el Registro de Valores bajo el N.º 403 y por ello está sujeta a la fiscalización de la Comisión para el Mercado Financiero.

Cotiza sus acciones en el mercado bursátil chileno, formando parte del Índice de Precios Selectivo de Acciones, S&P IPSA, que mide variaciones de precios de las 30 compañías más líquidas en la Bolsa de Comercio de Santiago y en el Índice General de Precio de Acciones, S&P IGPA, que mide el desempeño de las acciones domiciliadas en Chile que cotizan en la Bolsa de Santiago y cuentan con una presencia bursátil igual o superior al 25%, además de otros criterios mínimos de liquidez (Parque Arauco S.A., 2020).

En el Cuadro 2 se presenta un resumen de los antecedentes de Parque Arauco S.A.

Cuadro 2. Antecedentes de Parque Arauco S.A.

Antecedentes	Parque Arauco S.A.
Ticker o Nemo-técnico	PARAUCO
Clase de acción	Única
Derechos de cada clase	905.715.882 (circulación 30.06.2021)
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile
Descripción de la empresa	Desarrollador y operador de activos inmobiliarios de uso comercial y otros.
Rubros y países donde opera	Chile, Perú y Colombia

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros 2020 Parque Arauco S.A.

3.1.2 Reseña histórica

En 1979, con el nombre Cocentral, Compañía de Centros Comerciales S.A., fue creada la sociedad que hoy es Parque Arauco S.A. En 1982 Cocentral puso en marcha el primer centro comercial de Chile: Parque Arauco Kennedy, siendo una etapa de innovación entre 1980 y 1989. Luego, desde 1990 a 1999 la empresa vive su etapa de expansión, donde luego transformarse en una sociedad anónima abierta, Cocentral cambia su nombre a Parque Arauco S.A; inicia su expansión comprando una pequeña parte de Alto Palermo S.A., principal operador de centros comerciales en Argentina; finalizando esta etapa (de expansión) la empresa inicia la cotización de sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago. La etapa de diversificación de Parque Arauco S.A. ocurre entre el 2000 y 2009, cuando extiende sus operaciones a Perú a través de la compra del 45% de MegaPlaza Norte en Lima; luego adquiere el emblemático centro comercial Arauco Estación y comienza su diversificación de formatos incorporando su primer *strip center* Arauco Express Pajaritos en Santiago; finalmente, coloca sus primeros bonos corporativos en el mercado en el mercado chileno, y a la vez instaló una oficina en Colombia. El último período, entre 2010 y 2019, Parque Arauco S.A. se encuentra en su etapa de crecimiento, donde entra a Colombia a través de la inauguración de Parque Arboleda; luego se abrió paso a los outlets adquiriendo Arauco Premium Outlet Buenaventura en Chile y creó su primer *strip center* en Perú en ayuda de la asociación con la empresa Los Portales. Finalmente, en 2017, Parque Arauco S.A. supera el millón de metros cuadrados de la superficie arrendable, iniciando una nueva fase de desarrollo a través de la incorporación de activos de uso mixto en el proceso de expansión de Parque Arauco Kennedy. El mismo año, y producto de acciones que confirman la flexibilidad financiera de la compañía, Parque Arauco S.A. sube su clasificación de riesgo desde AA- a AA (Parque Arauco S.A., 2020).

3.1.3 Principales accionistas

A diciembre de 2020 la compañía cuenta con 1.111 accionistas, entre ellos se encuentran bancos, AFP e inmobiliarias. En el Cuadro 3 se muestran los doce principales ordenados por porcentaje de propiedad en Parque Arauco S.A.

Cuadro 3. Doce mayores accionistas de Parque Arauco S.A.

Nombre o Razón social	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad
Inmobiliaria Atlantis S.A	230.707.974	230.707.974	25,47%
Santander Corredores de Bolsa Limitada	66.852.005	66.852.005	7,38%
Bolsa de Comercio de Santiago - Bolsa de Valores	60.382.993	60.382.993	6,67%
Banco Santander por cuenta de inversionistas extranjeros	40.667.860	40.667.860	4,49%
Banco de Chile por cuenta de State Street	38.519.306	38.519.306	4,25%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	30.046.055	30.046.055	3,32%
Industrias Combinadas Gaio Peirano S.A.	29.790.000	29.790.000	3,29%
Bolsa Electrónica de Chile – Bolsa de Valores	21.119.752	21.119.752	2,33%
AFP Habitat S.A. para Fondo de Pensión C	20.228.475	20.228.475	2,23%
Inversiones Ranco Uno S. A.	19.424.114	19.424.114	2,14%
Banchile Corredores de Bolsa S. A.	13.992.140	13.992.140	1,54%
AFP Cuprum S.A. para Fondo de Pensión C	13.780.383	13.780.383	1,52%

Fuente: Memoria anual 2020 Parque Arauco S.A.

El controlador de la Compañía es la sociedad denominada Inmobiliaria Atlantis S.A., que a diciembre de 2020 cuenta con una participación del 25,47% del total de acciones emitidas con derecho a voto de Parque Arauco S.A. y cuyo controlador final es la sucesión del señor José Said Saffie. No existe un acuerdo de actuación conjunta entre los accionistas del controlador.

3.1.4 Filiales

Las Filiales de Parque Arauco S.A. se muestran en detalle en el Anexo 1. Entre ellas las principales son Todo Arauco S.A., Comercial Arauco Limitada, Nueva Arauco SpA, Arauco Malls Chile S.A. y Filial, entre otras en Chile, Perú y Colombia con participaciones del 100%.

El Gobierno Corporativo se encuentra detallado en el esquema del Anexo 2. El Directorio está integrado por nueve miembros, tres de los cuales son independientes y conducen el Gobierno Corporativo. El Comité de Directores, integrado por tres directores y dos de ellos independientes, realiza las actividades descritas en el artículo 50 bis de la ley de Sociedades Anónimas de Chile. El Vicepresidente ejecutivo está encargado del liderazgo y conducción general de la empresa. Las Gerencias Corporativas están a cargo de las funciones transversales que acompañan la gestión

de las unidades de negocio. Los Comités Corporativos analizan de forma interdisciplinaria la gestión de los riesgos, la ética y la sostenibilidad, definiendo lineamientos para la aplicación de estos temas en la organización. Por último, las Gerencias de Unidades de Negocio lideran el desarrollo de los negocios en cada país, considerando el crecimiento rentable y sostenible en su operación (Parque Arauco S.A., 2020).

3.2 Descripción de la industria

La *International Council of Shopping Centers (ICSC)* define un centro comercial como un grupo de minoristas y otros establecimientos comerciales que son planificados, desarrollados y administrados centralmente. En otras palabras, Parque Arauco S.A. es parte de la industria del desarrollo y administración de inmobiliaria, principalmente para el área comercial (renta inmobiliaria). En la industria se distinguen cuatro formatos de centros comerciales dependiendo de su superficie arrendable y lugar de ubicación: Centro comercial Regional, Centro comercial Vecinal, Strip Center y Outlet Center.

La variedad de centros comerciales, cada uno con una propuesta de valor diferente, ha impulsado un cambio en los hábitos de los consumidores, que han migrado desde la tienda individual hacia el centro comercial. Algunas razones que explican este cambio a favor de los centros comerciales son el menor tiempo que toma efectuar las compras, por tener todas las alternativas en un mismo lugar; la comodidad, seguridad y amplitud de los horarios de atención; la mayor posibilidad de comparar precios en un mismo lugar; y la mayor variedad de productos y servicios que ofrecen (Parque Arauco S.A., 2020).

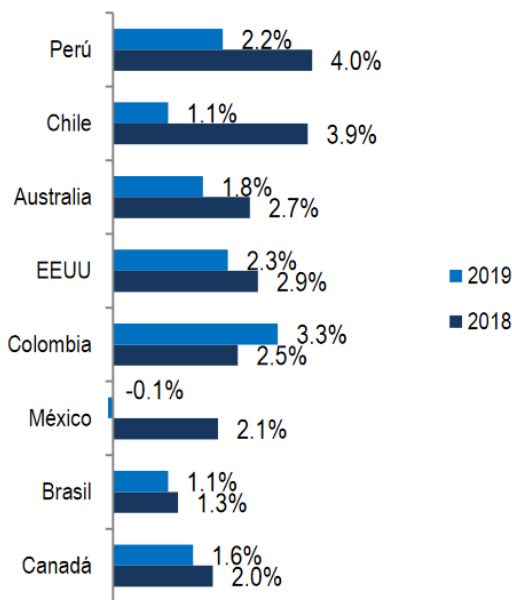
3.2.1 Estado actual

El desarrollo de los centros comerciales a nivel mundial ha sido relevante, llegando a 2.191 m² por cada 1.000 habitantes en EE.UU., y áreas arrendables sobre los 1.000 m² por cada 1.000 habitantes en otros países desarrollados como Canadá y Australia. En Chile, Perú y Colombia el nivel de penetración es inferior al de los países desarrollados, llegando a niveles de áreas arrendables de 226 m², 87 m² y 107 m² por

cada 1.000 habitantes respectivamente, indicando que el negocio de centros comerciales en estos países tiene un alto potencial de crecimiento.

Hasta diciembre de 2019 el crecimiento real del PIB mostró un mayor dinamismo en Chile, Perú y Colombia, promediando 2,2% a fin del período entre los tres países, mientras que los demás mostraron en promedio un 1,3% como se muestra en la Ilustración 2. Este mayor crecimiento también entrega luces de un mayor poder adquisitivo para los consumidores, y por lo tanto mayor beneficio para la industria de centros comerciales. Sin embargo, producto de la pandemia (más el estallido social en Chile), los centros comerciales se han visto fuertemente afectados, ya que los períodos de cuarentena impidieron la apertura permanente de las tiendas.

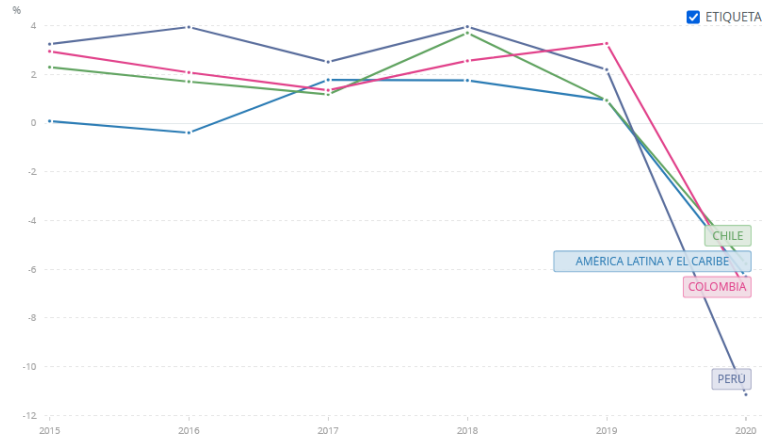
Ilustración 2. Crecimiento real del PIB (%)



Fuente: FMI (World Economic Outlook Database, abril 2020).

Como se muestra en la Ilustración 3, el crecimiento del PIB anual para Chile, Perú y Colombia estuvo sobre el promedio de Latinoamérica hasta el 2019, sin embargo, al 2020 tuvo un crecimiento negativo relevante para toda la región, influyendo negativamente en los centros comerciales. A nivel de América Latina y El Caribe, hubo una disminución en el PIB de -6,31%.

Ilustración 3. Crecimiento real del PIB (%)



Fuente: datos del Banco Mundial

Otro factor en el estado actual de la industria es el cambio en el comportamiento de los consumidores y el *e-commerce*, ya que las ventas online del Retail en Chile mostraron un alza del 93% anual a junio de 2021 según la Cámara Nacional de Comercio. Esto se debe principalmente a las cuarentenas y la alta liquidez por acceso a los retiros de los fondos de pensiones y ayudas del Gobierno como el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE). Dadas las restricciones de movilidad, los consumidores se han volcado a los canales digitales para realizar sus compras. Entre las ventas online destacan categorías de Vestuario y calzado, artículos electrónicos, línea hogar y muebles.

A nivel latinoamericano, el crecimiento de ventas de *e-commerce* minorista alcanzó un 36,7% en variación entre diciembre 2019 y 2020, estando en primer lugar en el ranking por región.

3.2.1.1 Industria en Chile

Chile ha mostrado estabilidad en el desarrollo económico en los últimos seis años hasta el 2018 con un PIB en aumento, sin embargo, con la crisis social y sanitaria, este desarrollo se detuvo. Según datos del Banco Mundial, Chile alcanzó un crecimiento del PIB per cápita anual de 2,28% al 2018 que luego pasó a -0,25% a finales de 2019 producto de la crisis social, y finalmente se volvió a reducir, esta vez en -6,58% a

finales de 2020 por efectos de la pandemia. A pesar de ello, Chile tuvo una baja menor en el PIB per cápita en comparación a Perú y Colombia.

El consumo en Chile hasta el 2018 creció de manera constante debido principalmente al crecimiento de la población y los créditos de consumo que, combinado una baja tasa de desempleo, permitió al promedio de la población tener una mayor capacidad de consumo. Sin embargo, desde el 2020, según el Banco Mundial, el desempleo como porcentaje de la participación total en la fuerza laboral pasó de 7,29% el 2019 a 11,18% a finales del 2020; esto va ligado al nivel de consumo en los últimos períodos, ya que a diciembre de 2019 el gasto de consumo final de los hogares tuvo un crecimiento de solo un 1,01% anual, y para diciembre de 2020 este crecimiento pasó a tasas negativas, encontrando una reducción en el gasto de -7,50%.

Con respecto a proyectos de inversión del sector comercio, la Cámara Nacional de Comercio explica que hubo una baja del 17,1% a diciembre del 2020 con respecto al mismo mes en el año anterior debido a principalmente la salida de proyectos que estaban en etapa de estudio, siendo el año con menos inversión en la industria del área comercial¹. Del total de inversión en proyectos en ejecución y estudios registrada a diciembre de 2020 (US\$ 2.173,1 millones), el 48,5% corresponde a malls, grandes tiendas y centros comerciales con supermercados. A diciembre de 2020 esta cifra tuvo una caída del 29,5% respecto a junio de 2019, evidenciando el efecto que ha tenido la crisis sanitaria en las decisiones de inversión. Sin embargo, la CNC muestra una leve aceleración en la entrada de nuevos proyectos durante la segunda mitad del 2020 al comparar con el primer semestre, y si bien a nivel histórico sigue siendo bajo, muestra cierto impulso en línea con la recuperación del sector registrada durante la segunda mitad del año. Dentro de estas inversiones, el 50% estará destinado a innovación en tecnología y canales digitales para adaptarse a las nuevas restricciones sanitarias.

¹ Revisar Anexo 3 para conocer el Catastro de inversión en el sector comercio e Inversión de Nuevos Proyectos desde junio 2014 a diciembre de 2020.

3.2.1.2 Industria en Perú

Dentro de la última década hasta mediados de 2019, Perú ha presentado un sostenido crecimiento económico, pues su PIB per cápita creció a una tasa promedio anual de 3,1%, por encima de los países desarrollados, mostrando uno de los mayores crecimientos de la región latinoamericana. Sin embargo, el Banco Mundial muestra que Perú sufrió una caída de 11,15% en el PIB per cápita anual al 2020 por efectos de la pandemia, siendo el país más afectado en comparación a Chile y Colombia.

En el desempleo como porcentaje de la participación total en la fuerza laboral, Perú ha mantenido los niveles más bajos en comparación a Chile y Colombia, destacando la disminución en el desempleo desde 2016 a 2019 mientras que los otros países aumentaban sus niveles. Durante el 2020 sufre un drástico aumento, pasando de 3,38% desempleados del total de la fuerza laboral en 2019 a 7,18% a finales del 2020. Esto afectó al gasto de consumo final de los hogares, pues pasó de un crecimiento de 3,25% el 2019 a -8,80% a finales del 2020, siendo el país más afectado con respecto a Chile y Colombia. Estos datos dan luces de que el consumo en centros comerciales se vio afectado negativamente.

En cuanto a proyectos de construcción, según el Instituto de Economía y Desarrollo Empresarial (IEDEP) de la Cámara de Comercio de Lima, a finales del 2020 existen siete proyectos de inversión con fecha de inicio al 2021 por un monto de US\$ 431 millones. Entre estos, el grupo Inretail, uno de los principales competidores de Parque Arauco en el extranjero, cuenta con cuatro proyectos, entre los cuales se encuentran dos futuros centros comerciales y dos *cash and carry*, también conocidos como *supermayoristas*. Entre los otros proyectos se encuentra Grupo Falabella con su centro comercial Mall Plaza Comas, el cual fue aplazado seis meses producto de la pandemia. Finalmente está Grupo Ripley con su centro Mall Aventura Plaza Chiclayo, que comenzó sus operaciones en noviembre de 2020. Esto muestra un crecimiento paulatino en la reactivación económica de los centros comerciales, sin embargo, a finales del 2020 el sector se mantuvo por debajo de las cifras del 2019.

3.2.1.3 *Industria en Colombia*

Colombia, al igual que Chile y Perú, ha mantenido un crecimiento económico constante en términos del PIB per cápita. Desde el 2016 hasta el 2019 mostró un crecimiento constante, siendo líder entre los tres países con un crecimiento de 1,89% en el PIB per cápita a diciembre de 2019. Así también sufrió una caída de este a diciembre de 2020 debido a la crisis sanitaria, llegando a una disminución de -7,84%, quedando entre Chile y Perú.

En cuanto al desempleo, Colombia lidera sus tasas en porcentaje de participación total en la fuerza laboral llegando a un mínimo de 8,3% el 2015, mientras Chile y Perú tenían desempleos del 6,51% y 3,27% respectivamente. Debido a la pandemia, la tasa de desempleo aumentó de 9,96% el 2019 a 15,04% a finales del 2020, siendo el nivel más alto entre los tres países. Si bien el crecimiento en gasto de consumo final de los hogares se mantenía bajo con respecto a Chile y Perú, este llegó al primer lugar el 2019 con un crecimiento de 3,95%. Al 2020 tuvo una caída en el gasto de -5,85%, sin embargo, fue el país con menor tasa de disminución de los tres.

Entre 2010 y 2019 Colombia inauguró 106 nuevos centros comerciales, es decir, 11,7 malls anuales. Según la asesora Mall & Retail estaban en construcción o estructuración 27 nuevos centros comerciales con fecha entre 2020 y 2023, sin embargo aproximadamente 15 proyectos se aplazaron o están en fase de estructuración sin decisión de avanzar debido a la crisis del Covid-19. A mayo de 2021 existen 26 proyectos nuevos, cuatro de ellos con apertura al 2021, algunos de ellos incluso ya iniciaron operaciones, entre ellos están: Centro comercial Nuestro Bogotá, Plaza Fabricato en Bello, Parque Alegra en Barranquilla y Mixy Mall en Medellín.

En los Anexos 4.1 y 4.2 se pueden revisar las tendencias de desempleo y gasto en los hogares según país.

3.2.2 Regulación y fiscalización

En Chile el desarrollo de los centros comerciales se encuentra sujeto a la Ley General de Urbanismo y Construcciones, Ley de Aportes al Espacio Público y Ley sobre Bases Generales del Medioambiente principalmente. Por otro lado, para que los activos de la

compañía estén en funcionamiento, se obtienen permisos y autorizaciones tales como el Permiso de edificación, la Patente comercial y la Autorización sanitaria para locales de alimentos. Por último, la operación en Chile también está sujeta a la Ley sobre Protección de los Derechos de los Consumidores, Ley de Defensa de la Libre Competencia y Competencia Desleal principalmente.

En Perú las filiales se encuentran sujetas a normas de operación como el Reglamento Nacional de Edificaciones, la Ley del Auxilio Oportuno, la Ley General de Sociedades, la Ley del Procedimiento Administrativo General, la Ley de Gestión Integral de Residuos Sólidos, las normas de Protección al Consumidor y la Ley de Represión de las Conductas Anticompetitivas. Para el funcionamiento de los activos se necesita la Licencia de Obra, Licencia de Funcionamiento y Certificado de Inspección Técnica de Seguridad en Edificaciones (Certificado ITSE). Por el giro del negocio se aplica la Ley de Productividad y Competitividad Laboral, la Ley de Seguridad y Salud en el Trabajo y las normas relativas a la implementación de un Sistema de Cumplimiento.

En Colombia operan bajo la regulación del Código de Comercio y supervisión de la Superintendencia de Sociedades. Para el desarrollo de los centros comerciales se deben cumplir normas urbanas supervisadas por las oficinas de Planeación Distrital y Departamental, el Instituto de Desarrollo Urbano y la Curaduría Urbana, encargada de expedir las licencias de urbanismo y construcción. Previo al inicio de la operación y apertura al público, se debe contar con permisos emitidos por la Alcaldía local, Secretaría de Salud y Cuerpo Oficial de Bomberos, así como certificaciones de transporte vertical y puertas automáticas, plan de gestión de residuos y manejo de vertimientos. Para la operación de los centros comerciales, la empresa está sujeta a: Decreto Único Reglamentario del Sector Trabajo, Estatuto del Consumidor, Estatuto Tributario, Ley de Protección de Datos Personales, normas de publicidad engañosa y libre competencia (Parque Arauco S.A., 2020).

3.2.3 Empresas comparables

Para conocer a los principales competidores en la industria de arrendamiento inmobiliario de centros comerciales se hace un análisis por país entre Chile, Perú y Colombia.

En Chile, según la Cámara chilena de Centros Comerciales, Parque Arauco S.A. es la tercera compañía más grande en el área arrendable con una participación de mercado del 10,3% a finales del 2019, mientras que sus principales competidores, Grupo Falabella y Grupo Cencosud², tuvieron una participación de 32,8% y 23,8% respectivamente durante el mismo período. Dentro de los competidores también se encuentra Mall Plaza S.A., el cual se considera competencia directa de Parque Arauco S.A. ya que sus únicos negocios pertenecen al mismo rubro; en participación de mercado al 2019, Mall Plaza representaba el 6,3% de las ventas totales, encontrándose muy por debajo de los líderes en la industria.

A finales del 2020 las principales compañías disminuyeron su participación de mercado con respecto al año anterior, por ejemplo, Parque Arauco S.A. bajó a 10%, Grupo Falabella a 26% y Mall Plaza a 3,8%.

En Perú, Parque Arauco S.A. es la segunda empresa más grande en participación de mercado con un 14,6% del total de ingresos en la industria a 2019, disminuyendo levemente a 14,0% el 2020. Si bien es una industria fragmentada, uno de los principales comparables peruanos para la Compañía es InRetail Perú Corp, pues a la fecha posee 21 centros comerciales en Lima y provincias, traducidos en 812.000 m² de área arrendable en el rubro.

Por último, en Colombia el mercado es aún más fragmentado en comparación a Perú, pues la empresa con mayor participación de mercado posee solo un 7,8% del total, que

² Tanto Grupo Falabella como Grupo Cencosud son compañías multi negocios, por lo tanto se utiliza la unidad de negocio de Tiendas por Departamento para hacer un comparativo.

es Almacenes Éxito S.A. Parque Arauco está en cuarto lugar con una participación de 2,7% a fines del 2019.

3.2.3.1 Grupo Falabella

Falabella S.A. es una Sociedad Anónima abierta constituida en la ciudad de Santiago de Chile el 19 de marzo de 1937. Se desempeña en diferentes segmentos de negocio: Grandes tiendas, Mejoramiento del hogar, Supermercados, Promotora CMR, Inmobiliaria, Banca y Otros Negocios. Posee tres filiales, que son Sodimac S.A., Plaza S.A. y Banco Falabella S.A. La sociedad y sus filiales cuentan con operaciones en Chile, Argentina, Perú, Colombia, Uruguay, México y Brasil (Falabella S.A., 2020).

En el Cuadro 4 se presentan los antecedentes de Grupo Falabella, mientras que en el Cuadro 5 se resumen los países y rubros donde opera la compañía.

Cuadro 4. Antecedentes de Grupo Falabella S.A.

Antecedentes	Nombre de la empresa
Ticker o Nemo-técnico	FALABELLA
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Sociedad anónima abierta que se desempeña en diferentes rubros, tales como Tiendas por departamento, Mejoramiento del hogar, Supermercados, Servicios financieros y Negocio Inmobiliario.
Países y negocios	Chile, Perú, Colombia, Argentina, Brasil, Uruguay, México. Tiendas por departamento, Mejoramiento del hogar, Supermercados, Servicios financieros y Negocio Inmobiliario.
Clasificación de riesgo	AA (<i>Feller Rate</i>)

Fuente: Memoria anual Falabella S.A. y Feller Rate.

Cuadro 5. Países y rubros donde opera Grupo Falabella S.A.

Países y rubros donde opera	Ingresos (MM\$)	%	EBITDA (MM\$)	%
Chile	5.481.730	60,13%	500.994	68,38%
<i>Tiendas por departamento</i>	1.554.182	17,05%	10.920	1,49%
<i>Mejoramiento del hogar</i>	2.290.251	25,12%	225.360	30,76%
<i>Supermercados</i>	867.018	9,51%	53.358	7,28%
<i>Banco Falabella Chile</i>	770.279	8,45%	211.356	28,85%
Perú	2.538.451	27,85%	156.776	21,40%
Colombia	634.078	6,96%	43.232	5,90%
Argentina	243.011	2,67%	13.087	1,79%
Brasil	218.878	2,40%	18.623	2,54%
Total	9.116.148	100,00%	732.712	100,00%

Fuente: Estado Financiero 2020 de Grupo Falabella S.A.

3.2.3.2 Cencosud

Cencosud es uno de los más grandes conglomerados de *retail* en América Latina, contando con operaciones en Argentina, Brasil, Chile, Perú y Colombia donde desarrolla una estrategia multiformato. Sus operaciones se extienden a través de diferentes líneas de negocios tales como Supermercados, Mejoramiento del hogar, Tiendas por Departamento, Centros comerciales y Servicios financieros. Adicionalmente, Cencosud desarrolla otras líneas de negocio que complementan nuestra operación central, como es el corretaje de seguros y centros de entretención familiar (Cencosud, 2020).

En el Cuadro 6 se presentan los antecedentes de Grupo Falabella, mientras que en el Cuadro 7 se resumen los países y rubros donde opera la compañía.

Cuadro 6. Antecedentes de Cencosud

Antecedentes	Nombre de la empresa
Ticker o Nemo técnico	CENCOSUD
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Uno de los conglomerados de Retail con otras Unidades de Negocio como Supermercados, Mejoramiento del hogar, Tiendas por Departamento, Centros comerciales y Servicios financieros.
Países y negocios	Chile, Argentina, Brasil, Colombia, Perú.
Clasificación de riesgo	AA (<i>Feller Rate</i>)

Fuente: Memoria anual 2020 de Cencosud y Feller Rate.

Cuadro 7. Países y rubros donde opera Cencosud

Países y rubros donde opera	Ingresos (MM\$)	%
Argentina	612.584	6,88%
Mejoramiento del hogar	496.291	5,57%
Centros comerciales	15.834	0,18%
Servicios Financieros	98.313	1,10%
Otros	2.146	0,02%
Chile	5.048.274	56,69%
Supermercado	3.325.853	37,35%
Centros comerciales	71.269	0,80%
Mejoramiento del hogar	725.683	8,15%
Tiendas por departamento	923.303	10,37%
Servicios Financieros	0	0,00%
Otros	2.166	0,02%
Colombia	837.989	9,41%
Supermercado	753.198	8,46%
Centros comerciales	6.606	0,07%
Mejoramiento del hogar	72.167	0,81%
Servicios Financieros	8.719	0,10%
Otros	-2.701	-0,03%
Brasil	1.300.887	14,61%
Supermercado	1.298.970	14,59%
Servicios Financieros	1.917	0,02%
Otros	0	0,00%
Perú	1.105.502	12,41%
Supermercado	1.058.878	11,89%
Centros comerciales	13.823	0,16%
Tiendas por departamento	31.214	0,35%
Servicios Financieros	0	0,00%
Otros	1.587	0,02%
Total	8.905.236	193,12%

Fuente: Estados financieros 2020 de Cencosud.

3.2.3.3 Plaza S.A. (Mall Plaza)

Plaza SA es una empresa con sede en Chile y pertenece a la industria de tiendas por departamento. La Compañía se dedica a la gestión, desarrollo y promoción de una cadena de centros comerciales en Sudamérica, específicamente en Chile, Perú y Colombia con más de 20 centros comerciales operativos y una Superficie Bruta Arrendable (SBA) de más de 1.500.000 m². La Compañía ofrece todo tipo de servicios y productos para el consumidor, tales como restaurantes y bares, salones de belleza,

gimnasios y spas, tiendas de ropa y calzado, cines, áreas de ocio, supermercados e hipermercados, salas de exposiciones y áreas de conciertos, bibliotecas públicas, estacionamientos, oficinas y centros médicos.

En el Cuadro 8 y 9 se muestran los antecedentes y e ingresos según países donde opera Mallplaza, respectivamente.

Cuadro 8. Antecedentes de Plaza S.A.

Antecedentes	Plaza S.A. (Mallplaza)
Ticker o Nemotécnico	MALLPLAZA
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Empresa con sede en Chile perteneciente a la industria de tiendas por departamento. Se dedica a la gestión, desarrollo y promoción de una cadena de centros comerciales Chile, Perú y Colombia con más de 20 centros comerciales operativos.
Países y negocios	Chile, Colombia y Perú. Arrendamiento de tiendas de centro comercial.
Clasificación de riesgo	AA+ (Fitch Ratings, Feller Rate, Humphrey's)

Fuente: Memoria anual 2020 Plaza S.A.

Cuadro 9. Países donde opera Mallplaza

Países y rubros donde opera	Ingresos (MM\$)	%	EBITDA (MM\$)
Chile	174.035	92,90%	
Colombia	12.345	6,59%	
Perú	949	0,51%	
Total	187.329	100,00%	116.114

Fuente: Estados financieros de Plaza S.A. y Thomson Reuters.

3.2.3.4 InRetail Perú Corp.

InRetail Perú Corp es una compañía peruana dedicada a la adquisición, administración y arrendamiento de propiedades comerciales destinadas principalmente al desarrollo de los negocios de retail. La Compañía promueve y opera supermercados, farmacias y

centros comerciales y otras actividades de retail. Pertenece a Group Intercorp³, siendo Intercorp Retail Inc su accionista mayoritario.

En el Cuadro 10 y Cuadro 11 se encuentran los antecedentes y el nivel de ingresos, el cual sólo se genera en Perú.

Cuadro 10. Antecedentes de InRetail Perú Corp.

Antecedentes	InRetail Perú Corp.
Ticker o Nemo-técnico	INRETC1
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Valores de Lima
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Compañía peruana dedicada a la adquisición, administración y arrendamiento de propiedades comerciales destinadas principalmente al desarrollo de los negocios de retail
Países y negocios	Perú
Clasificación de riesgo	BB+ (<i>Fitch Ratings</i>)

Fuente: Thomson Reuters y Fitch Ratings.

Cuadro 11. Rubros donde opera InRetail Perú Corp.

Rubros donde opera	Ingresos (S/ MM)	%	EBITDA (S/ MM)	%
Perú				
<i>Food Retail</i>	6.917	48%	676	36%
<i>Pharma</i>	7.191	50%	1.003	53%
<i>Shopping Malls</i>	385	3%	196	10%
Total	14.493	100%	1875	100%

Fuente: Memoria anual 2020 de InRetail Perú Corp.

3.2.3.5 Almacenes Éxito S.A.

Almacenes Éxito S.A. es una empresa colombiana dedicada al sector de retail. Sus actividades se desarrollan en Colombia y Brasil principalmente. En Colombia opera en retail y tiendas por departamento, tiendas minoristas y supermercados. Por otro lado, en Brasil sus negocios apuntan a la venta de alimentos, distribución de otros productos no alimenticios como electrodomésticos, y opera en tiendas de *e-commerce*.

³ Conglomerado de empresas multinacionales de origen peruano que abarca áreas como banca, seguros, retail, hotelería, restaurantes e inmobiliaria, entre otros.

Dado el mercado altamente fragmentado que tiene Colombia, la participación de mercado de Almacenes Éxito S.A. es menos al 3%.

4 ESTRUCTURA DE CAPITAL

A continuación, se realizará la construcción de la estructura de capital de Parque Arauco S.A. y estructura de capital objetivo. Estos valores permitirán encontrar la tasa de costo de capital de la compañía para descontar los flujos de caja futuros proyectados.

4.1 Deuda financiera

La deuda financiera de Parque Arauco S.A. está expresada en sus estados financieros como “Otros pasivos financieros, corrientes” y “Otros pasivos financieros, no corrientes”. Estos pasivos se constituyen principalmente de préstamos bancarios y emisión de bonos, ya que los arrendamientos financieros formaron parte de la deuda financiera hasta el año 2018. En el Cuadro 12 se muestra el detalle de la Deuda Financiera al 31 de diciembre de 2019 y 2020 en miles de UF.

Cuadro 12. Detalle de Deuda financiera de Parque Arauco S.A.

Conceptos	Corrientes		No corrientes	
	M UF		M UF	
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2020
Préstamos bancarios	5.215	818	9.905	14.724
Emisión de bonos	3.021	1.032	20.002	25.022
Total	8.236	1.850	29.908	39.746

Fuente: Estados Financieros 2020 de Parque Arauco S.A.

Como puede observarse, la deuda en préstamos bancarios y emisión de bonos disminuyeron en términos corrientes al 2020, sin embargo, aumentaron su valor como pasivos no corrientes. A lo largo del período de análisis la compañía mantiene una proporción mayor de deuda en bonos, indicando que la principal fuente de financiamiento de Parque Arauco S.A. es a través de la emisión de sus bonos.

En el Cuadro 13 se muestra la evolución de la deuda financiera desde diciembre de 2016 hasta junio de 2021 en miles de UF.

Cuadro 13. Detalle deuda financiera de Parque Arauco S.A.

En miles de UF (M UF)	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21
Deuda financiera corriente	2.978	1.237	4.334	8.236	1.850	3.314
<i>Arrendamiento financiero</i>	74	79	72	-	-	-
<i>Préstamos bancarios</i>	2.697	918	3.505	5.215	818	2.105
<i>Emisión de bonos</i>	207	239	757	3.021	1.032	1.208
Deuda financiera no corriente	26.094	29.552	31.639	29.908	39.746	35.770
<i>Arrendamiento financiero</i>	632	1.210	1.130	-	-	-
<i>Préstamos bancarios</i>	8.337	10.143	7.524	9.905	14.724	11.629
<i>Emisión de bonos</i>	17.126	18.198	22.986	20.002	25.022	24.141
Total deuda financiera	29.072	30.788	35.973	38.144	41.596	39.084

Fuente: Estados Financieros de Parque Arauco S.A.

La deuda financiera aumentó desde diciembre 2017 a diciembre 2018 en UF 3.749 M debido principalmente al aumento en la deuda financiera corriente producto de la reclasificación de la deuda de largo plazo a corto plazo. Por otro lado, los pasivos financieros no corrientes también aumentan debido a la emisión de dos nuevas líneas de bonos en Chile.

Entre los períodos 2018 y 2019 la deuda financiera corriente vuelve a aumentar por una reclasificación de deuda de largo plazo a corto plazo.

Los pasivos totales de la compañía disminuyeron desde diciembre 2019 a diciembre 2020 principalmente por la baja en la deuda financiera corriente en UF 6.372 M debido al prepago de deuda de corto plazo en Colombia y extensión del vencimiento de deuda con bancos en Perú. A pesar de eso, la deuda financiera total aumentó en UF 10.096 M producto de su parte no corriente en nuevas deudas, dentro de la que destacan las emisiones de deuda pública de las Series X y AA, destinadas principalmente al refinanciamiento de pasivos financieros.

Finalmente, entre diciembre 2020 y junio 2021 la deuda financiera baja en UF 2.808 M por su parte no corriente, la cual disminuyó en UF 4.251 M producto del prepago de créditos.

4.2 Patrimonio económico

Para su cálculo se necesita el número de acciones y el precio de la acción en cada período desde diciembre 2016 hasta junio 2021. A continuación, en el Cuadro 14, se muestra el detalle del número de acciones entre las que se encuentran en Circulación (saldo final) y las Suscritas y pagadas.

Cuadro 14. Número de acciones en circulación, suscritas y pagadas de Parque Arauco S.A.

Descripción clase de capital en acciones ordinarias	Serie única					
	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21
Acciones en circulación saldo inicial	819.464.670	893.863.060	897.746.765	902.157.216	905.715.882	905.715.882
Colocación acciones durante el período	-	-	-	-	-	-
Acciones suscritas y pagadas	74.398.390	3.883.705	4.410.451	3.558.666	-	-
Acciones en circulación saldo final	893.863.060	897.746.765	902.157.216	905.715.882	905.715.882	905.715.882

Fuente: Estados Financieros de Parque Arauco S.A.

En el Cuadro 14 se puede ver que el número de acciones suscritas y pagadas es considerablemente menor al total de acciones en circulación (saldo final). Además, en términos porcentuales, representan menos del 1% del saldo final de acciones en circulación. Esto generará que el Patrimonio económico bursátil sea tan bajo que generará razones de deuda a patrimonio (B/P) sobre el 100% (en algunos casos superando el 200%). Debido a lo anterior, se trabajará usando las Acciones en circulación saldo final, pues muestra cifras más razonables con la empresa.

En el Cuadro 15 se muestra la evolución del Patrimonio económico bursátil al cierre de cada año desde diciembre 2016 hasta junio 2021 en UF.

Cuadro 15. Patrimonio económico bursátil de Parque Arauco S.A.

En UF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21
Número de acciones	893.863.060	897.746.765	902.157.216	905.715.882	905.715.882	905.715.882
Precio de la acción (en CLP)	1.530	1.907	1.545	1.850	1.163	1.030
Precio de la acción	0,06	0,07	0,06	0,07	0,04	0,03
Total patrimonio económico	51.888.743	63.885.146	50.563.866	59.186.787	36.234.455	31.399.956

Fuente: Estados Financieros y Reporte de resultados de Parque Arauco S.A.

Entre 2017 y 2018 el patrimonio económico disminuyó ya que, si bien aumentó el número de acciones en circulación, el precio de estas cayó en un 21% con respecto al período anterior. A diciembre de 2019 el patrimonio aumentó en un 17,05% producto de un nuevo aumento de las acciones en circulación y del incremento del precio en un 16,59%.

A diciembre de 2020 Parque Arauco S.A. sufrió su mayor disminución de patrimonio económico en un 38,78% con respecto al período anterior. El número de acciones en circulación se mantuvo igual al monto de diciembre 2019, por lo que la baja en el valor patrimonial bursátil se debió a la disminución en el precio de sus acciones.

4.3 Valor económico de la empresa

Tal como se muestra en el Cuadro 16, el Valor económico de la empresa se compone de la suma entre la Deuda financiera y el Patrimonio económico de Parque Arauco S.A. en miles de UF. Se incluye detallado el tercer trimestre de 2019 con la finalidad de encontrar estructuras de capital que incorporen y excluyan el efecto del Estallido Social en Chile, factor relevante en el cierre de centros comerciales antes del inicio de la pandemia.

Cuadro 16. Valor económico de Parque Arauco S.A.

En miles de UF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Sep-19	Dic-19	Dic-20	Jun-21
Valor deuda financiera (B)	29.072	30.788	35.973	37.420	38.144	41.596	39.084
Patrimonio económico (P)	51.889	63.885	50.564	67.165	59.187	36.234	31.400
Valor económico (V)	80.961	94.673	86.537	104.586	97.330	77.831	70.484

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros y Reporte de resultados de Parque Arauco S.A.

El valor económico de Parque Arauco al diciembre de 2020 se debe a la baja en el valor del patrimonio económico. La situación de pandemia generó inestabilidades en el valor de la acción, y además la empresa aumentó su deuda financiera. Este es un hito importante para la compañía, ya que su valor económico ha tenido pocas variaciones en los períodos anteriores. Por último, desde diciembre 2020 a junio 2021 se puede observar que el principal medio de financiamiento es a través de deuda y no de patrimonio como lo ha sido históricamente.

4.4 Estructura de capital objetivo

Se calculó la estructura de capital de Parque Arauco S.A. para cada período utilizando la media armónica. En el Cuadro 17 se encuentran las razones de endeudamiento de la empresa asumiendo que la deuda financiera a valor contable es igual al valor de mercado; razón patrimonio a valor de la empresa; razón deuda a patrimonio de la empresa.

Cuadro 17. Estructura de capital de Parque Arauco S.A.

En %	T1	T2	T3	T4 extra	T4	T5	T6	EC Histórica	EC Histórica	EC Objetivo
	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Sep-19	Dic-19	Dic-20	Jun-21	Promedio T1-T6	Promedio T4-T6	Promedio T1-T4(3t19)
B/V	35,91%	32,52%	41,57%	35,78%	39,19%	53,44%	55,45%	41,40%	48,18%	36,17%
P/V	64,09%	67,48%	58,43%	64,22%	60,81%	46,56%	44,55%	55,60%	49,69%	63,38%
B/P	56,03%	48,19%	71,14%	55,71%	64,45%	114,80%	124,47%	70,66%	92,99%	56,65%

Fuente: Elaboración propia.

Como se muestra en el Cuadro 17 la Estructura de capital histórica se utiliza bajo dos períodos distintos: una desde diciembre 2017 hasta junio 2021, es decir, considera todos los períodos de análisis; y la otra utiliza datos desde diciembre 2019 hasta junio 2021 para mostrar cómo se comporta la estructura de capital al considerar sólo los períodos anormales: estallido social y pandemia Covid-19.

Para calcular la Estructura de Capital Objetivo se propone utilizar la media armónica de los períodos entre diciembre 2016 y septiembre 2019 (tercer trimestre). Esto se hace porque el negocio de Parque Arauco S.A. es el arrendamiento de centros comerciales, por ende, sus fuentes de ingresos dependen de que los locales estén en funcionamiento. Por lo tanto, se eliminan los períodos anormales que hayan implicado el cierre no planificado de sus propiedades de inversión: el estallido social comenzó

casi a fines de septiembre (cuarto trimestre de 2019, 18 de octubre), y las cuarentenas entre el 2020 y 2021⁴.

⁴ Si bien ha habido periodos en que Parque Arauco S.A. ha abierto sus centros, ha sido de manera intermitente por el plan Paso a Paso del Gobierno de Chile. Lo mismo aplica para Perú y Colombia.

5 ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

5.1 Costo de la deuda (K_b)

Para determinar el costo de deuda se buscó el bono más grande y a más largo plazo emitido por Parque Arauco S.A., el cual consiste en el Bono Serie O, de nemotécnico BPARC-O y colocado en marzo de 2015 a 30 años por UF 6 millones a una tasa de 3,30% anual.

En el Cuadro 18 se muestran las características del bono escogido, teniendo una Yield To Maturity (YTM) de 3,00% cerca del 30 de junio de 2021 según los datos de Thomson Reuters, la cual se utilizará como costo de la deuda para el cálculo del costo de capital de la Compañía.

Cuadro 18. Características bono Serie O de Parque Arauco S.A.

Bono Serie O	
Nemotécnico	BPARC-O
Monto colocado	UF 4.000.000
Valor Nominal	UF 6.000.000
Clasificación de Riesgo	Feller Rate AA-; ICR AA-; Fitch AA-
Uso de Fondos	67% destinado a refinanciamiento de pasivos de corto y/o largo plazo y 33% al financiamiento de las inversiones.
Plazo	25 años
Tasa carátula	3,3% anual / 1,63% semestral
Pagos	semestrales
Fecha emisión	marzo de 2015
Fecha inicio devengo intereses	1 de marzo de 2015
Fecha inicio amortizaciones	1 de septiembre de 2030
Fecha maduración	1 de marzo de 2040

Fuente: CMF Chile y Prospecto Comercial de bonos de Parque Arauco S.A.

Tasa libre de riesgo (r_f)

Considerando que el bono escogido tiene una duración de aproximadamente 30 años, se opta por utilizar como tasa libre de riesgo el promedio de los últimos 6 meses UF-30 años recopilados desde las tasas entregadas por el Banco Central de Chile, obteniendo una tasa libre de riesgo de **1,44%**.

Premio por Riesgo de Mercado (PRM)

Se utilizará un PRM de **6,20%**⁵

5.2 Beta de la deuda (β_b)

Para calcular el beta de la deuda se utiliza el modelo CAPM como se muestra en la siguiente ecuación:

$$k_d = r_f + PRM * \beta_D$$

La tasa libre de riesgo (r_f) es de 1,44% anual (promedio de los últimos 6 meses UF-30 años), el premio por riesgo de mercado (PRM) de 6,20% y el costo de deuda es de 3,00%, correspondiente a la YTM del bono Serie O al 30 de junio de 2021.

Dado lo anterior, el beta de la deuda es de **0,25**.

5.3 Estimación del beta patrimonial ($\beta_p^{acción}$)

El beta de la acción se calcula con una regresión lineal utilizando los precios semanales⁶ del Índice General de Precios de Acciones (IGPA) y de Parque Arauco desde el 1 de julio de 2019 al 30 de junio de 2021.

Se selecciona el IGPA ya que, por un lado, Parque Arauco pertenece a su listado de empresas, y por otro lado más de la mitad de los ingresos de la empresa provienen de Chile, por lo tanto existe una mayor influencia en los resultados de la compañía ante movimientos del mercado nacional.

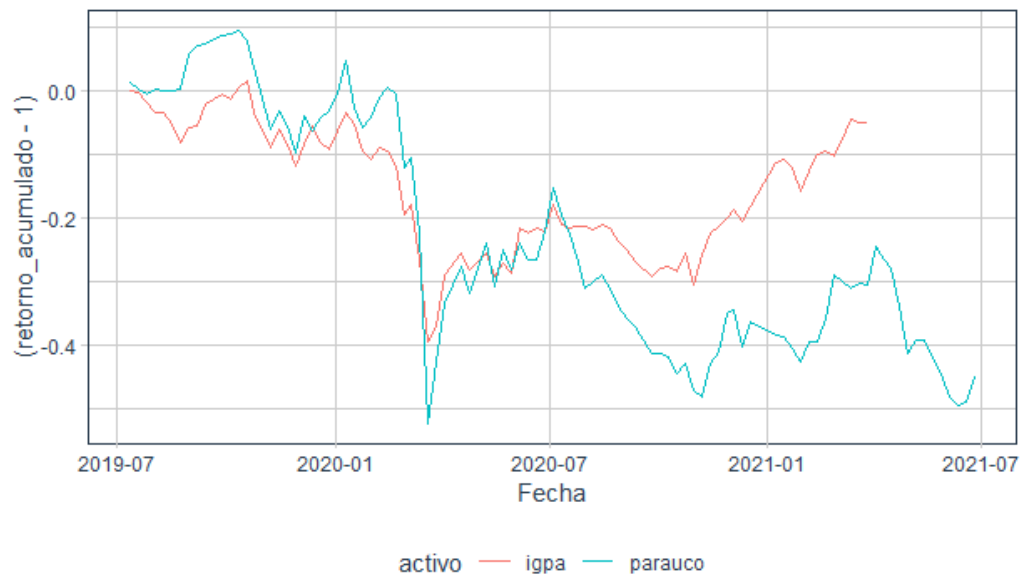
En la Ilustración 4 se muestra que los retornos de Parque Arauco S.A. y el IPGA tienen un comportamiento similar en el tiempo, resultando en que la regresión posea un beta con pendiente positiva (Anexo 5), es decir, la Compañía tiene una correlación positiva con el índice de mercado chileno. Sin embargo, este comportamiento similar deja de

⁵ Tasa entregada por el profesor Carlos Maquieira V.

⁶ Precios de cierre de cada viernes.

existir en julio de 2020, pues en ese momento Chile comenzó a pasar por el *peak* de contagios por Covid-19, lo que conllevó a cuarentenas totales en todo el país, y por ende al cierre de todos los centros comerciales. Los retornos del IGPA comenzaron a subir debido a que es un portafolio diversificado en industrias, por lo tanto unas se vieron más favorecidas con el contexto, como por ejemplo la industria tecnológica.

Ilustración 4. Comportamiento de los retornos de Parque Arauco S.A. y el IGPA en el tiempo



Fuente: elaboración propia

Para obtener el beta de la acción primero se calculan los retornos aritméticos y se estima al beta mediante el modelo de mercado $R_{t,i} = \alpha + \beta * R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$, obteniendo un beta de la acción de **1,32**, siendo estadísticamente significativo al 1%.

En el Cuadro 19 se muestran los principales resultados de la regresión y la presencia bursátil de la empresa al 30 de junio de 2021.

Cuadro 19. Resumen estimación beta patrimonial de Parque Arauco S.A.

	Jun-21
Beta de la acción	1,32
P-value	< 2,2e-16
N° observaciones	93
R ²	59,82%
Presencia bursátil	100%

Fuente: elaboración propia y Bolsa de Santiago para presencia bursátil.

5.4 Beta patrimonial sin deuda ($\beta_p^{S/D}$)

Para encontrar el beta patrimonial sin deuda se debe desapalancar el beta de la acción (1,32) utilizando el modelo de Rubinstein, ya que el costo de deuda (3,00%) es diferente a la tasa libre de riesgo (1,44%), lo que indica que la deuda financiera de la empresa es riesgosa. También se incorpora el beta de la deuda calculado anteriormente (0,25) y se utiliza la estructura de capital Deuda sobre Patrimonio (B/P) promedio histórica desde 2016 hasta 2021, la cual tiene un valor de 92,99%.

Se considera una tasa de impuestos a dos años para 2019 y 2020 con base en datos entregados por el Servicio de Impuestos Internos. El promedio de ambos años resulta en una tasa corporativa de 27%.

Teniendo los datos necesarios, se aplica la fórmula de Rubinstein:

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

Finalmente, el beta patrimonial sin deuda obtenido es de **0,89**.

5.5 Beta patrimonial con estructura de capital objetivo ($\beta_p^{C/D}$)

Para obtenerlo se debe desapalancar el beta patrimonial sin deuda obtenido en el punto anterior aplicando el método de Rubinstein. Esta vez se utiliza la tasa de impuesto corporativo de largo plazo (2021 en adelante), la cual es del 27%, y la estructura de capital Objetivo deuda sobre patrimonio (56,65%), manteniendo el beta de la deuda (β_b) asociado al costo de la deuda e incorporando el beta patrimonial sin deuda obtenido en el punto anterior.

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

Se obtiene un beta patrimonial con deuda de **1,15**.

5.6 Costo patrimonial (K_p)

La tasa de rentabilidad que exigen los accionistas a Parque Arauco S.A se obtiene a través del modelo CAPM utilizando los valores de tasa libre de riesgo y premio por riesgo de mercado anteriormente mencionados, pero esta vez se usa el beta patrimonial con deuda ($\beta_p^{C/D}$) calculado en el punto anterior.

Se obtiene un costo patrimonial de **8,56%**.

5.7 Costo de capital ($WACC$)

Por último, para estimar el costo de capital de Parque Arauco S.A, se utiliza la fórmula del Costo de capital promedio ponderado (WACC):

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

El costo patrimonial (k_p) es 8,56%, el costo de deuda (k_b) es 3,00%, y la tasa de impuestos corporativas a largo plazo (t_c) es 27%. Además, las razones de patrimonio y deuda vienen de la estructura de capital Objetivo (2016 al segundo trimestre de 2019), por lo tanto, la razón de patrimonio (P/V) es de 63,38% y la razón de deuda (B/V) es de 36,17%.

Teniendo todos los valores, se puede calcular el WACC, resultando un costo de capital de **6,21%**.

6 ANÁLISIS DEL NEGOCIO

Para realizar el análisis del negocio se utilizan los estados financieros consolidados de Parque Arauco S.A. desde el 31 de diciembre de 2016 hasta el 30 de junio de 2021. Estos se pueden encontrar en el Anexo 6.

6.1 Análisis de crecimiento de la empresa

Los ingresos provenientes de la explotación corresponden a la facturación de arriendos mínimos, porcentuales, servicios básicos y otros, cuyos servicios fueron prestados al cierre de cada periodo y son reconocidos en forma lineal de acuerdo con la vigencia del contrato con el cliente. A nivel de cuentas, los tipos de ingresos ordinarios son Ingresos por arriendo⁷ y Otros ingresos⁸.

6.1.1 Ingresos por región geográfica

En el Cuadro 20 se muestran los ingresos históricos de Parque Arauco S.A por país, mientras que en el Cuadro 21 se encuentran las tasas reales de crecimiento. Como evolución histórica, Colombia sido la zona geográfica con mayor nivel de crecimiento en comparación a Chile y Perú. Si bien la pandemia generó grandes caídas en los ingresos, Colombia mostró la menor disminución.

El 2017 Parque Arauco presenció un fuerte crecimiento en los ingresos en Colombia de 104,27% con respecto al período anterior debido a la apertura de Parque La Colina.

A diciembre de 2018 Colombia volvió al liderar las tasas de crecimiento de los ingresos gracias a la maduración de La Colina debido al incremento en ventas de los locatarios. En este mismo período Perú sufrió una disminución del 4,28% en sus ventas debido a la disminución en el ABL comparado con el 2017.

⁷ En promedio, del total de los Ingresos por arriendo, en promedio entre un 81% y 89,8% son ingresos por arriendos fijos, y entre un 10,2% y 19% son ingresos por arriendos variables.

⁸ Otros ingresos corresponden principalmente a estacionamientos y otros ingresos que dependen del flujo de personas de los centros comerciales de Parque Arauco S.A.

Al 2020 los ingresos de Parque Arauco S.A. cayeron en Chile, Perú y Colombia debido a la pandemia y las limitaciones que se impusieron en la operación de sus centros comerciales, las cuales se encuentran en línea con el ABL abierto al público. Además, el impacto negativo en los ingresos también fue impulsado por la apreciación del peso chileno con respecto al sol peruano y el peso colombiano en un 5,9% y 6,1% respectivamente.

En junio de 2021 Parque Arauco comienza a tener recuperaciones en el nivel de ingresos con respecto a junio de 2020, pues a nivel consolidado logra aumentar su ABL abierto al público, sin embargo, Perú aún lo logra recuperarse completamente con respecto al año anterior debido al contexto sanitario y la baja recuperación que ha tenido el país para volver a abrir la totalidad de ABL disponible para el público. En términos totales, el cambio porcentual en los ingresos operacionales no fue relevante a junio de 2021 con respecto al 2020.

Cuadro 20. Ingresos históricos de Parque Arauco S.A. por país en miles de UF

Ingresos en M UF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Chile	3.776	4.016	4.074	4.186	2.414	1.154	1.171
Perú	1.880	1.922	1.840	2.041	1.232	620	577
Colombia	422	861	965	1.037	684	304	366
Total	6.078	6.800	6.879	7.263	4.329	2.078	2.114

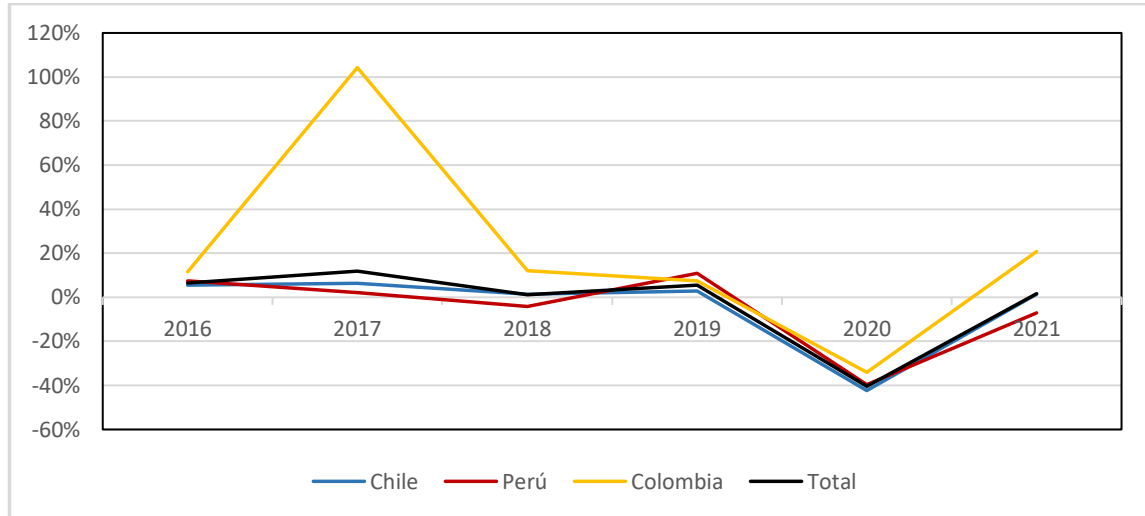
Fuente: Memoria anual Parque Arauco S.A. desde diciembre 2016 hasta junio 2021.

Cuadro 21. Tasa real de crecimiento Ingresos Parque Arauco S.A.

Crecimiento en %	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Chile	-	6,36%	1,42%	2,75%	-42,33%	-	1,51%
Perú	-	2,25%	-4,28%	10,90%	-39,65%	-	-7,01%
Colombia	-	104,27%	12,11%	7,39%	-34,05%	-	20,67%

Fuente: elaboración propia

Ilustración 5. Tasa de crecimiento de ingresos Parque Arauco S.A. por país



Fuente: elaboración propia

Como se muestra en la Ilustración 5, Colombia muestra un fuerte potencial de crecimiento, pues a lo largo de los períodos ha mostrado tasas de crecimiento en sus ingresos mayores al crecimiento total de Parque Arauco S.A. y de los otros países en que opera la compañía.

La importancia de cada país en los ingresos totales de Parque Arauco S.A, como se muestra en el Cuadro 22, se ha mantenido relativamente constante, siendo Chile el país que más aporta a la compañía con una participación mayor al 55% en todos los períodos. Luego le sigue Perú con participaciones entre el 27% y 29%, y finalmente se encuentra Colombia, el cual mostró un importante crecimiento en la participación de ingresos al 2017 debido a la apertura del Parque La Colina, plan que va en línea con la estrategia de expansión regional de la empresa.

Cuadro 22. Importancia de cada ingreso de Parque Arauco S.A. por país

Importancia (%)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Chile	62,13%	59,07%	59,22%	57,63%	55,76%	55,53%	55,39%
Perú	30,93%	28,27%	26,75%	28,10%	28,45%	29,85%	27,28%
Colombia	6,94%	12,66%	14,03%	14,27%	15,79%	14,61%	17,33%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de Parque Arauco S.A.

6.1.2 Factores claves

A continuación, se presentan los factores que influyen en la generación de ingresos a través de un análisis de riesgo de mercado, enfocándose en aquellas variables que más han impactado en los últimos períodos desde finales del 2019.

Ventas de locatarios. Parque Arauco S.A. recibe ingresos de parte de los locatarios de dos maneras: arriendos fijos y variables, donde estos últimos dependen del nivel de ventas que genera el locatario, cobrando un porcentaje de estas. Dado el contexto de pandemia, la Compañía disminuyó los cobros por arriendo a los locatarios, influyendo en una baja de los ingresos operacionales. A su vez, las ventas de los locatarios dependen del **ABL abierto al público** y del **crecimiento del PIB**.

Competencia en el mercado. La Compañía opera sus centros comerciales en un ambiente competitivo que podría derivar en una sobreoferta de estos, lo que generará una posible disminución en la participación de mercado y, en consecuencia, reducir el nivel de ventas.

Nivel venta presencial. Si bien la venta física sigue cumpliendo un rol central, la venta online ha tomado cada vez más importancia, es por ello que existe el riesgo de una disminución en las ventas físicas por efecto del *e-commerce*.

Pandemia. Es un factor que ahora debe considerarse entre factores que afectan a los ingresos, ya que ante la presencia de enfermedades graves con alta propagación se toman medidas de prevención como disminuir la movilidad de las personas y la distancia entre ellas, lo que puede llevar al cierre total o parcial de recintos comerciales, afectando a los resultados de la Compañía, al valor de sus activos y a la reducción de las ventas.

6.1.2.1 Manejo de la crisis sanitaria

Ante los riesgos mencionados anteriormente, Parque Arauco S.A. ha tomado una serie de medidas para aminorar los efectos en la baja de los ingresos y también medidas de prevención ante futuros escenarios. Sus cuatro pilares son:

1. **Cuidado de las personas:** sanitizaciones continuas y medidas de distanciamiento.
2. **Solidez financiera**
 - a. **Protección de la liquidez:** refinanciamiento y reprogramación de varias obligaciones financieras de 2020 y 2020 con el fin de aumentar los niveles de liquidez en la Compañía
 - b. **Reducción de costos y gastos**
3. **Continuidad operacional:** esfuerzos en mantener abiertos sus centros comerciales siguiendo protocolos sanitarios de distanciamiento y capacidad máxima, chequeo de temperatura, limpieza frecuente y horarios de operación reducidos.

6.2 Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Los egresos operacionales de la empresa se componen por Costos de venta y Gastos de administración. En el Cuadro 23 se presenta la evolución histórica de los costos y gastos operacionales, sin embargo Parque Arauco S.A. incluye dentro de estos la depreciación y amortización, es por ello que se muestran dos resultados: uno de ellos presenta el resultado de egresos operacionales totales y otro entrega el total sin el efecto de la depreciación y amortización.

Cuadro 23. Costos y gastos operacionales históricos de Parque Arauco S.A.

Costos y gastos operacionales	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-20	Jun-21
	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF
Costo de ventas	(1.430)	(1.468)	(1.431)	(1.412)	(1.090)	(542)	(569)
Gastos de administración	(590)	(618)	(573)	(701)	(1.164)	(568)	(379)
Total costos y gastos operacionales	(2.020)	(2.086)	(2.004)	(2.113)	(2.254)	(1.110)	(948)
Depreciación y amortización	(136)	(146)	(121)	(168)	(181)	(94)	(72)
Total sin efecto dep + amort	(1.884)	(1.940)	(1.883)	(1.945)	(2.073)	(1.016)	(876)

Fuente: estados financieros consolidados de Parque Arauco S.A.

Los costos y gastos operacionales se componen de remuneraciones, provisión de deudores incobrables y otros gastos operacionales tales como mantención, aseo,

seguridad y servicios básicos. Dentro de las Remuneraciones se encuentran los sueldos y salarios, beneficios a corto plazo a empleados y otros gastos de personal⁹.

En el Cuadro 24 se detallan los costos y gastos operacionales históricos quitando el efecto de la depreciación y amortización. Puede verse que los gastos por remuneraciones y gastos incurridos en mantención, aseo y seguridad son las salidas operacionales más importantes para Parque Arauco S.A.

Cuadro 24. Detalle histórico costos y gastos operacionales Parque Arauco S.A. en miles de UF.

Detalle costos y gastos operacionales	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-20	Jun-21
	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF
Depreciación	(21)	(27)	(36)	(68)	(44)	(24)	(21)
Amortización	(115)	(119)	(86)	(100)	(137)	(70)	(51)
Remuneraciones	(742)	(821)	(834)	(862)	(752)	(371)	(417)
Provisión deudores incobrables	(24)	(41)	(45)	(60)	(491)	(238)	(79)
Otros (*)	(1.117)	(1.078)	(1.004)	(1.023)	(830)	(407)	(380)
Total costos y gastos operacionales	(2.020)	(2.086)	(2.004)	(2.113)	(2.254)	(1.110)	(948)
Depreciación	(21)	(27)	(36)	(68)	(44)	(24)	(21)
Amortización	(115)	(119)	(86)	(100)	(137)	(70)	(51)
Total sin efecto dep + amort	(1.884)	(1.940)	(1.883)	(1.945)	(2.073)	(1.016)	(876)

(*) Incluye principalmente costos y gastos de la operación como, por ejemplo, mantención, aseo, seguridad, servicios básicos, entre otros.

Fuente: estados financieros consolidados de Parque Arauco S.A.

6.2.1 Análisis horizontal

A través de un análisis horizontal, el Cuadro 25 muestra el crecimiento de los costos y gastos operacionales desde diciembre de 2016 hasta junio de 2021 anualmente¹⁰ en miles de UF.

⁹ El detalle y evolución histórica de las remuneraciones se encuentra en el Anexo 7.

¹⁰ Para la evolución anual de junio 2021 se utilizó como período anterior junio de 2020.

Cuadro 25. Tasa de crecimiento anual (%) de costos y gastos operacionales de Parque Arauco S.A.

Costos y gastos operacionales (%)	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-20	Jun-21
Costo de ventas	-	2,66%	-2,56%	-1,33%	-22,76%	-	4,83%
Gastos de administración	-	4,72%	-7,16%	22,25%	65,97%	-	-33,23%
Total sin dep+amort	-	2,98%	-2,95%	3,28%	6,60%	-	-13,86%

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de Parque Arauco S.A.

A diciembre de 2017 los costos operacionales totales aumentan principalmente por el incremento en gastos de mantención, aseo y seguridad y mejoras en gastos por energía.

Por otra parte, a diciembre de 2018 los costos disminuyeron con respecto al 2017 debido a los esfuerzos de la Compañía por fortalecer de proceso de licitaciones de los servicios de mantención, aseo y seguridad, lo que llevó a reducir sus costos tanto en Chile como en Perú y Colombia. Con relación a la energía eléctrica, la empresa se ha enfocado en generar condiciones de competencia en la licitación de sus empalmes eléctricos y de esta manera aumentando el ahorro.

El año 2020 presenta una evolución importante con respecto al período anterior, ya que los costos de venta logran disminuir en casi un 23%, sin embargo, el total de egresos operacionales aumentan debido a un fuerte incremento en los gastos de administración por casi un 66% debido al aumento en la Provisión de deudores incobrables por 718,70%.

A finales de junio 2021 los costos de venta aumentaron en 4,83% con respecto a junio de 2020 producto del mayor nivel de apertura de los centros comerciales de Parque Arauco S.A. Por otro lado, los gastos de administración lograron disminuir significativamente en un año gracias al menor gastos en provisión de incobrables.

6.2.2 Importancia

A través de análisis vertical, el Cuadro 26 muestra la importancia del costo de ventas y los gastos de administración con respecto al total de egresos operacionales desde diciembre de 2016 hasta junio de 2021 en miles de UF. A lo largo de los años los costos en venta mostraron una participación relativamente constante sobre el 72% hasta el 2019, para luego presentar una baja en participación el 2020, período en que

los gastos de administración suben de un promedio del 32,41% a 56,13% de los egresos totales operacionales debido al incremento en provisión por incobrables. A pesar de lo anterior, este evento se comienza a normalizar para finales de junio de 2021, pues nuevamente los costos de venta tienen mayor importancia que los gastos de administración en relación con el total producto de la apertura en aumento de los centros comerciales. Para ver la importancia de las cuentas detalladas de costos y gastos operacionales ir al Anexo 8.

Cuadro 26. Importancia costos y gastos operacionales con respecto al total

Participación (%)	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-20	Jun-21
Costo de ventas	75,92%	75,68%	75,99%	72,59%	52,60%	53,37%	64,95%
Gastos de administración	31,31%	31,84%	30,46%	36,05%	56,13%	55,88%	43,31%
Total sin efecto dep + amort	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: elaboración propia.

El Cuadro 27 a continuación detalla la importancia con respecto a los ingresos por venta totales. Los Costos de ventas representaron una importante participación de 21,34% con respecto a los ingresos hasta el 2019 mientras que los gastos de administración alcanzaban apenas, en promedio, un 9,19%. Sin embargo, a diciembre de 2020 producto del aumento en provisiones por incobrables, los gastos de administración pasaron a tener una importancia del 26,88%, cifra que aparentemente comienza a estabilizarse a junio de 2021 con una importancia menor de 17,94%.

Si bien los costos operaciones con respecto a los ingresos parece tender a volver a la normalidad, siguen teniendo una importancia muy relevante, pues históricamente representaban un 28,42% en promedio, pero desde 2020 al segundo trimestre de 2021 se llevan casi el 45% de los ingresos.

Cuadro 27. Importancia de costos y gastos operacionales con respecto a los ingresos ordinarios

Participación (%)	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-20	Jun-21
Ingresos ordinarios	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	-23,53%	-21,59%	-20,80%	-19,44%	-25,19%	-26,11%	-26,90%
Gastos de administración	-9,70%	-9,08%	-8,34%	-9,65%	-26,88%	-27,34%	-17,94%
Total sin efecto dep + amort	-31,00%	-28,53%	-27,37%	-26,77%	-47,88%	-48,92%	-41,41%

Fuente: elaboración propia

Para ver la importancia de los detalles de costos y gastos operacionales con respecto a los ingresos ir al Anexo 9.

6.3 Análisis del resultado no operacional de la empresa¹¹

En las Cuadros 28 y 29 se presentan las cuentas no operacionales de Parque Arauco S.A. en miles de UF y en porcentaje según la participación en los ingresos, respectivamente, desde diciembre de 2016 hasta junio de 2021. Las cuentas Otros ingresos y Otros egresos por función no están considerados en el EBITDA ni en el EBIT de la empresa, pero sí en el resultado directo de operación. Para efectos de análisis se describirán a continuación.

Cuadro 28. Resultado no operacional histórico de Parque Arauco S.A. en miles de UF.

Resultado no operacional	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-20	Jun-21
	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF
EBIT	4.058	4.714	4.875	5.150	2.075	967	1.166
Otros ingresos por función	98	112	3.010	1.735	1.190	7	60
Otros gastos por función	(246)	(244)	(364)	(388)	(693)	(150)	(54)
Resultado directo de la operación	3.910	4.581	7.521	6.497	2.573	825	1.173
Ingresos financieros	262	214	289	404	258	177	33
Costos financieros	(1.381)	(1.421)	(1.329)	(1.415)	(1.714)	(761)	(702)
Participación relacionadas	372	435	375	254	179	7	45
Diferencias de cambio	(22)	(3)	(0)	29	37	40	(83)
Unidades de reajuste	(441)	(400)	(658)	(773)	(818)	(372)	(596)
Diferencia valor libro y valor justo	2.119	1.924	-	-	-	-	-
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	4.820	5.330	6.198	4.997	516	(84)	(131)
Impuestos corrientes	(462)	(498)	(875)	(510)	(34)	(99)	(138)
Impuestos diferidos	(1.006)	(1.120)	(847)	(790)	(335)	21	30
Total utilidad (pérdida)	3.352	3.712	4.476	3.696	146	(162)	(238)

Fuente: estados financieros de Parque Arauco S.A.

¹¹ Para conocer los montos de los elementos que componen cada cuenta no operacional ir al Anexo 10.

Cuadro 29. Importancia (%) por elemento no operacional en los ingresos ordinarios

Importancia (%)	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-20	Jun-21
Ingresos ordinarios	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
EBIT	66,8%	69,3%	70,9%	70,9%	47,9%	46,6%	55,2%
Otros ingresos por función	1,6%	1,6%	43,8%	23,9%	27,5%	0,4%	2,8%
Otros gastos por función	-4,0%	-3,6%	-5,3%	-5,3%	-16,0%	-7,2%	-2,6%
Resultado directo de la operación	64,3%	67,4%	109,3%	89,5%	59,4%	39,7%	55,5%
Ingresos financieros	4,3%	3,1%	4,2%	5,6%	6,0%	8,5%	1,6%
Costos financieros	-22,7%	-20,9%	-19,3%	-19,5%	-39,6%	-36,6%	-33,2%
Participación empresas relacionadas	6,1%	6,4%	5,4%	3,5%	4,1%	0,3%	2,1%
Diferencias de cambio	-0,4%	0,0%	0,0%	0,4%	0,8%	1,9%	-3,9%
Unidades de reajuste	-7,3%	-5,9%	-9,6%	-10,6%	-18,9%	-17,9%	-28,2%
Diferencia valor libro y valor justo	34,9%	28,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	79,3%	78,4%	90,1%	68,8%	11,9%	-4,1%	-6,2%
Impuestos corrientes	-7,6%	-7,3%	-12,7%	-7,0%	-0,8%	-4,8%	-6,5%
Impuestos diferidos	-16,6%	-16,5%	-12,3%	-10,9%	-7,7%	1,0%	1,4%
Total utilidad (pérdida)	55,2%	54,6%	65,1%	50,9%	3,4%	-7,8%	-11,3%

Fuente: elaboración propia con datos de Parque Arauco S.A.

Otros ingresos por función. Corresponden a ventas de terreno asociado a PI¹², indemnización o devolución de seguros, utilidad por revaluación de PI y otros ingresos.

En el año 2016 y 2017 se mantuvo en 1,61% con respecto a los ingresos operacionales, sin embargo, a diciembre de 2018 pasó a tener una importancia de 43,76% debido a la valorización de nuevos proyectos. A pesar de ello, a junio de 2021 baja a 2,84%.

A nivel histórico, Otros ingresos por función es una cuenta que todos los años registra ingresos, sin embargo, dentro de su detalle existen cuentas que en algunos períodos tienen montos iguales a cero, tales como la Venta de terreno asociado a PI e Indemnización o devolución de seguros; dado lo anterior se cataloga a la cuenta completa como No recurrente.

¹² Activo de Propiedades de Inversión.

Otros gastos por función. Contiene impuestos extraordinarios, gastos de estudios y proyectos, deterioro de activos, deducibles de siniestro, gastos de indemnización y finiquitos, y otros gastos. Esta cuenta mantiene una importancia con respecto a los ingresos relativamente estable de 4,57%, sin embargo, la cuenta Deducibles de siniestro tiene montos iguales a cero en algunos períodos, por lo tanto se cataloga como No recurrente.

Ingresos financieros. Proviene de las inversiones de los excedentes de caja de la Sociedad, principalmente en depósitos a plazo, cuentas remuneradas, pactos, fondos mutuos y fiducias. Históricamente desde 2016 ha mantenido una importancia estable rodeando el 4,64% de los ingresos ordinarios. Todos los años Parque Arauco S.A. recibe ingresos financieros, por lo tanto, se considera una partida Recurrente.

Costos financieros. Corresponde a los intereses asociados a obligaciones financieras que tiene la empresa. Está relacionada a obligaciones financieras indexadas a inflación según el peso chileno, el sol peruano y el peso colombiano. Durante los períodos de análisis muestra una importancia con respecto a ingresos que rodea el 24,40%, y siendo una cuenta relevante como opción para buscar financiamiento en nuevos proyectos, se considera una cuenta Recurrente.

Participación empresas relacionadas. También llamadas Inversiones en asociadas contabilizadas por el método de la participación, representan las ganancias (pérdidas) resultantes de inversiones de Parque Arauco S.A. en cuatro asociadas por una participación del 50% en cada una de ellas: Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A., Desarrollos Panamericana S.A.C, Sociedad de Inversión y Gestión S.A.C y por último Inmobiliaria Kotare S.A.C. La empresa ha mantenido participaciones a lo largo de todos los períodos intentando invertir en empresas con el mismo tipo de operaciones, en promedio representan el 5,12% de los ingresos. Se considera una partida Recurrente.

Diferencias de cambio. Corresponden al resultado ponderado de los movimientos por activos y pasivos en moneda extranjera generados en el período. En detalle, la partida se compone por Obligaciones financieras y Transacciones en empresas relacionadas denominadas en monedas extranjeras. Si bien representa apenas en promedio el

0,17% de los ingresos, las diferencias de cambio se generan en todos los períodos considerando cambios en el valor de los activos, por lo tanto es una cuenta Recurrente.

Resultado por unidad de Reajuste. Corresponde principalmente a préstamos bancarios, arrendamientos financieros y emisión de bonos en moneda reajutable. Estas cuentas se relacionan directamente con Otros pasivos financieros en el balance, que corresponde a los ítem de la deuda financiera de Parque Arauco S.A. La importancia histórica promedio es del 10,45% de los ingresos, y es una cuenta Recurrente ya que las monedas asociadas están en constante movimiento, por lo tanto las obligaciones se reajustan.

Diferencia entre valor libro y valor justo. Corresponde a las ganancias (pérdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro y valor justo de los activos financieros reclasificados, medidos a su valor razonable. Es una cuenta que tiene registros hasta el 2017, por lo tanto se considera una partida No recurrente.

Impuestos corrientes y diferidos. Gastos relacionados al pago de depreciaciones, amortizaciones, provisiones, propiedades de inversión, activos intangibles, instrumentos financieros, pérdidas fiscales y derechos de uso, representando aproximadamente el 20% de los ingresos ordinarios. Los impuestos se pagan periódicamente, por lo tanto es una partida Recurrente tanto para impuestos corrientes como diferidos.

En el Cuadro 30 se muestra un resumen de la clasificación de las cuentas no operacionales según si son recurrentes o no recurrentes.

Cuadro 30. Partidas no operacionales clasificadas en Recurrentes y No recurrentes.

Partidas	Recurrente	No recurrente
Otros ingresos por función		X
Otros gastos por función		X
Ingresos financieros	X	
Costos financieros	X	
Participación empresas relacionadas	X	
Diferencias de cambio	X	
Unidades de reajuste	X	
Diferencia valor libro y valor justo		X
Impuestos corrientes	X	
Impuestos diferidos	X	

Fuente: elaboración propia.

6.4 Análisis de márgenes de la empresa

A continuación se presenta un análisis de los márgenes históricos de Parque Arauco S.A. desde diciembre de 2016 hasta junio de 2021: margen bruto, EBIT, EBITDA y Utilidad neta. En el Cuadro 31 se presentan los resultados en miles de UF, sin embargo, el análisis principal se centra en los Cuadros 32 y 33 debido a que se analiza la importancia de cada resultado con respecto a los ingresos operacionales, y el crecimiento histórico, respectivamente.

Cuadro 31. Resultados históricos de Parque Arauco S.A. en miles de UF

En M UF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-20	Jun-21
Ganancia bruta	4.647	5.331	5.448	5.851	3.239	1.535	1.546
Resultado operacional (EBIT)	4.058	4.714	4.875	5.150	2.075	967	1.166
EBITDA	4.194	4.860	4.996	5.318	2.256	1.061	1.239
Utilidad neta	3.352	3.712	4.476	3.696	146	(162)	(238)

Fuente: datos de Parque Arauco S.A.

La **ganancia bruta** ha mantenido una relación poco variable con respecto a los ingresos de aproximadamente 77,89% con crecimientos positivos en todos los períodos a excepción del 2020 producto de una baja en los ingresos ordinarios.

Tanto el **resultado operacional** como el **EBITDA** mantienen una relación promedio del 66,42% de los ingresos, mostrando crecimientos históricos positivos. Sin embargo a

diciembre de 2020 sufren una caída de 58,64% en promedio, principalmente por la caída en las ventas, aumentos en gastos de administración producto de la provisión de incobrables.

Finalmente, la **utilidad neta** fue el resultado más afectado, pues hasta diciembre de 2019 representaba alrededor del 56,43% de los ingresos, pero a fines de diciembre de 2020 pasó a representar tan solo el 3,38%, cifra que empeoró al 30 de junio de 2021 con -11,26%. En términos de crecimiento, la utilidad neta comienza a caer en diciembre de 2019 un 17,42%, alcanzando una caída histórica del 96,05% al 31 de diciembre de 2020. Esto se produjo por la caída de los ingresos en un 40,39%, subida de los gastos de administración de 65,9%, aumento en otros egresos por función en 78,35% principalmente.

Cuadro 32. Márgenes históricos de Parque Arauco S.A. en miles de UF.

Márgenes (%)	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-20	Jun-21
Margen bruto	76,47%	78,41%	79,20%	80,56%	74,81%	73,89%	73,10%
Margen operacional (EBIT)	66,76%	69,32%	70,87%	70,91%	47,94%	46,55%	55,17%
Margen EBITDA	69,00%	71,47%	72,63%	73,23%	52,12%	51,08%	58,59%
Margen de utilidad neta	55,15%	54,59%	65,07%	50,89%	3,38%	-7,81%	-11,26%

Fuente: elaboración propia con datos de Parque Arauco S.A.

Cuadro 33. Análisis horizontal histórico de Parque Arauco S.A. en miles de UF

Márgenes (%)	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-20	Jun-21
Margen bruto	-	14,71%	2,19%	7,40%	-44,65%	-	0,68%
Margen operacional (EBIT)	-	16,17%	3,42%	5,65%	-59,70%	-	20,59%
EBITDA	-	15,88%	2,81%	6,45%	-57,58%	-	16,73%
Utilidad neta	-	10,74%	20,60%	-17,42%	-96,05%	-	46,80%

Fuente: elaboración propia con datos de Parque Arauco S.A.

6.5 Análisis de los activos de la empresa

6.5.1 Activos operacionales y no operacionales¹³

En el Cuadro 34 se presenta la clasificación de los activos según si son operacionales o no operacionales, con resultados al 30 de junio de 2021 en miles de UF.

Cuadro 34. Clasificación de activos operacionales y no operacionales.

Tipo de Activos (en M UF)	Al 30 Jun 2021	Operacional	No Operacional
ACTIVOS CORRIENTES			
Efectivos y Equivalentes al Efectivo	12.923		X
Otros Activos Financieros, Corriente	9		X
Otros Activos no Financieros, Corriente	795	X	
Deudores comerciales y otras CxC netas	746	X	
CxC a Entidades Relacionadas	15		X
Activos por Impuestos Corrientes	357		X
Activos corrientes, Total	14.846		
ACTIVOS NO CORRIENTES			
Otros activos financieros, no corrientes	169		X
Otros activos no financieros, no corrientes	490	X	
Derechos por cobrar no corrientes	36	X	
CxC a Entidades Relacionadas no corrientes	16		X
Inversión en asociadas	3.999		X
Activos intangibles distintos de la plusvalía	421	X	
Plusvalía	91		X
Propiedades, plantas y equipo	888	X	
Propiedades de Inversión	68.219	X	
Activos por impuestos diferidos	552		X
Activos por derechos de uso	58		X
Activos No Corrientes, Total	74.939		
ACTIVOS, TOTAL	89.786		

Fuente: elaboración propia

La clasificación de los activos no operacionales se justifica a continuación:

¹³ El monto y detalle de cada cuenta al 30 de junio de 2021 se encuentra en el Anexo 11.

Efectivos y Equivalentes al Efectivo. Compuesto por Efectivo en caja y Saldos en bancos¹⁴ (componente Efectivo), más Depósitos a plazo corrientes e Inversiones a corto plazo¹⁵ (componente Equivalentes al efectivo). Por lo tanto no son transacciones relacionadas a la operación principal de Parque Arauco S.A.

Otros Activos Financieros, Corrientes y no corriente. Se componen de creditítulos, fondos mutuos y activos de cobertura, sin embargo los fondos mutuos sólo forman parte de la sección no corriente. Como corresponden a una cuenta financiera no forman parte de la operación de la Compañía.

Cuentas por cobrar a Entidades Relacionadas, Corrientes y no corrientes. Son cuentas por cobrar a filiales con naturaleza de relación indirecta: Inmobiliaria Castell S.A.C, Sociedad de Inversiones y gestión S.A.C y Corporación Andaman S.A.C. Según los estados financieros de Parque Arauco S.A., esta cuenta forma parte de los Activos Financieros a costo amortizado, por lo tanto se definen como activos No operacionales.

Activos por Impuestos Corrientes. Corresponde a pagos previsionales y otros impuestos, los cuales no corresponden a la operación principal de Parque Arauco S.A. La empresa cataloga esta cuenta como activo prescindible.

Inversión en asociadas. Partida contabilizada por el método de participación. La Compañía posee el 50% de la participación en cuatro asociadas de las cuales obtiene ingresos cuando hay un buen desempeño de estas: Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A, Desarrollos Panamericana S.A.C, Sociedad de Inversión y Gestión S.A.C e Inmobiliaria Kotare S.A.C. Dado que son inversiones no relacionadas directamente al negocio principal de Parque Arauco, la cuenta se considera como No operacional.

¹⁴ Es el efectivo de libre disponibilidad de la compañía, sin embargo una parte está destinada al pago de obligaciones financieras por serie de bonos en Inmuebles Panamericana S.A. y sus filiales en Perú al finales del 2020.

¹⁵ Inversiones en cartera administrada (depósitos a plazo y bonos administrados por instituciones financieras) y cuentas de ahorro.

Plusvalía. Menor valor de inversión. Se genera en la adquisición de las acciones en las sociedades, al 30 de junio de 2020¹⁶, Parque Arauco Internacional S.A. y filiales¹⁶, y Arauco Centros Comerciales Regionales SpA. Las acciones en sociedades corresponden a actividades fuera del negocio principal de Parque Arauco S.A, por lo tanto la plusvalía se considera un activo No operacional.

Activos por impuestos diferidos. Corresponden a pérdidas tributarias no utilizadas, en la medida que es probable que existirán utilidades imponibles contra las cuales puedan ser utilizadas. Como no es una partida relacionada directamente al arrendamiento de centros comerciales, se considera como activo No operacional.

Activos por derechos de uso. Sus movimientos se basan en adiciones, amortizaciones del período y diferencias de conversión, por lo tanto es una cuenta No operacional para Parque Arauco S.A.

6.5.2 Capital de trabajo operativo neto

Para calcular el Capital de trabajo operativo neto (CTON) y su ratio (RCTON) se utilizan los activos y pasivos operacionales corrientes de la Compañía. Los activos corrientes operacionales son Otros activos no financieros corrientes, y Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar netas. Los pasivos corrientes operacionales son Otros pasivos no financieros corrientes¹⁷ y Cuentas por pagar comerciales y otras CxP¹⁸. En el Anexo 12 se encuentran los pasivos corrientes clasificados según operacionales y no operacionales.

El CTON se calcula como la resta entre los activos y pasivos corrientes operacionales. El Cuadro 35 que se presenta a continuación entrega los niveles de Capital de trabajo

¹⁶ Considera sociedades de Perú.

¹⁷ Compuestos de Ingresos Diferidos de arriendos y garantías, garantías en efectivo y otros pasivos.

¹⁸ Compuestos principalmente por cuentas por pagar a proveedores por Bienes y Servicio y cuentas por pagar a acreedores varios.

operativo neto y su Ratio (RCTON: CTON sobre ingresos) desde diciembre de 2016 hasta junio de 2021.

Cuadro 35. CTON y RCTON históricos de Parque Arauco S.A. en miles de UF

En miles de UF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21 (*)
Activos operacionales:						
<i>Otros Activos no Financieros, Corriente</i>	1.128	1.094	1.434	1.766	1.121	795
<i>Deudores comerciales y otras CxC netas</i>	1.111	1.084	1.096	1.238	929	746
Pasivos operacionales:						
<i>Otros pasivos no financieros, corrientes</i>	983	315	270	440	212	189
<i>Cuentas por pagar comerciales y otras CxP</i>	1.453	1.626	1.862	1.747	921	812
CTON	-197	236	399	817	917	541
Ingresos operacionales	6.078	6.800	6.879	7.263	4.329	4.344
RCTON (%)	-3,24%	3,47%	5,80%	11,24%	21,18%	12,46%

(*) Ingresos operacionales en los últimos 12 meses.

Fuente: elaboración propia

Desde diciembre de 2016 hasta diciembre de 2019 el capital de trabajo ha ido en aumento principalmente por los activos corrientes, en especial Otros activos no Financieros corrientes con un aumento promedio de 17%.

La importancia del capital de trabajo operativo con respecto a los ingresos anuales ha ido en aumento a pesar de la caída en los ingresos operacionales a diciembre de 2020, ya que los activos y pasivos corrientes operacionales bajaron, manteniendo la proporción.

6.5.3 Inversiones

Parque Arauco S.A. invierte todos los años en nuevas propiedades, planta y equipo (PPE), y también en activos intangibles, los cuales representan su base principal de operaciones, pues son proyectos destinados a futuros arrendamientos para locatarios.

Las propiedades, planta y equipo son inversiones en edificios, planta y equipo, equipamiento de tecnologías de la información, instalaciones fijas y accesorios, y vehículos de motor.

Las compras en activos intangibles corresponden a desembolsos por concepto de licencias de software e intangibles originados de combinaciones de negocios, como

son los derechos, contratos comerciales y marcas. Al momento de contabilizarlos se resumen en Licencias de software y Contratos comerciales y relaciones con clientes.

En el Cuadro 36 se encuentran dichas inversiones desde diciembre de 2016 hasta junio de 2021, además de la importancia de las inversiones sobre los ingresos, como también la depreciación y amortización sobre el total de inversiones.

Cuadro 36. Inversiones en PPE y PI históricos en miles de UF

En miles de UF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21 (*)
Compras de propiedad, planta y equipos	(24)	(41)	(102)	(37)	(210)	(206)
Compras de activos intangibles	(45)	(31)	(108)	(94)	(106)	(90)
Total inversiones	(69)	(73)	(210)	(131)	(316)	(296)
Ingresos operacionales	6.078	6.800	6.879	7.263	4.329	4.344
% inversiones sobre los ingresos	1,14%	1,07%	3,06%	1,80%	7,30%	6,83%
Depreciación y amortización	(136)	(146)	(121)	(168)	(181)	(159)
% dep. y amor. sobre inversiones	196,24%	201,18%	57,72%	128,30%	57,29%	53,50%

(*) Últimos 12 meses.

Fuente: elaboración propia y datos de Parque Arauco S.A.

Como se muestra en el Cuadro 36, en el año 2018 hubo una gran inversión tanto en PPE como en Activos Intangibles debido al avance en procesos de transformación digital para mejorar la experiencia de los clientes y optimizar las operaciones de la Compañía. Se invirtió en wifi gratuito en todo el centro comercial, sistemas digitales de orientación y consulta, estacionamientos inteligentes y nuevos espacios de ABL disponible al público. También se invirtió en mejorar los espacios para reducir la tasa de accidentalidad a través de un Sistema de Gestión de Seguridad y Salud Ocupacional.

A finales del 2020 se reportaron inversiones mayores al período anterior debido a la expansión del Mall Arauco Kennedy. Este proyecto incluyó una nueva tienda Falabella de aproximadamente 25 mil m², además de la construcción de más de 1.000 estacionamientos con tecnología avanzada en seguridad.

6.5.3.1 Planes de inversión

Al 30 de junio de 2021 Parque Arauco S.A. posee planes de desarrollo futuros que contemplan a Chile, Perú y Colombia con aperturas en el mismo año. Entre estos planes la Compañía contiene un portafolio de inversión en proyectos nuevos, expansiones, adquisiciones y proyectos incorporados en 2021¹⁹. Entre los proyectos más relevantes se encuentran:

- Expansión de Parque Arauco Kennedy (Chile): continuación del proyecto de uso mixto iniciado en 2017, que incluye la nueva tienda Falabella de 25.000 m² y 1.000 estacionamientos adicionales para el centro comercial. Este proyecto es 100% propiedad de Parque Arauco S.A. y considera una inversión total de UF 809.5822
- Reconversión de Larcomar (Perú): Larcomar es uno de los activos más relevantes que posee Parque Arauco S.A. en Perú debido a su ubicación privilegiada en la ciudad. Este proyecto de reconversión consiste en mejorar el activo incorporando una tienda de H&M, mejorando conectividades de áreas comunes, renovando el cine e inaugurando un nuevo espacio de restaurantes. En total Larcomar contiene 3.000 m² de ABL y UF 104.462 de inversión.
- Parque Alegria (Colombia): Este proyecto está en etapa de construcción y está ubicado en el sector sur de Barranquilla, en una avenida principal que conecta el norte y sur de la ciudad. Las tiendas anclas del proyecto serán una tienda por departamento (Falabella), un supermercado (Olímpica), un cine (CineColombia) y un centro de entretenimiento infantil (Playland). El centro comercial tendrá más de 300 tiendas, un patio de comida, espacio de restaurantes, amplias áreas comunes y estacionamiento subterráneo. Se espera que sea el centro comercial líder del sector sur de Barranquilla, ya que contempla 50.000 m² de ABL adicional y una inversión total de UF 3.029.404.

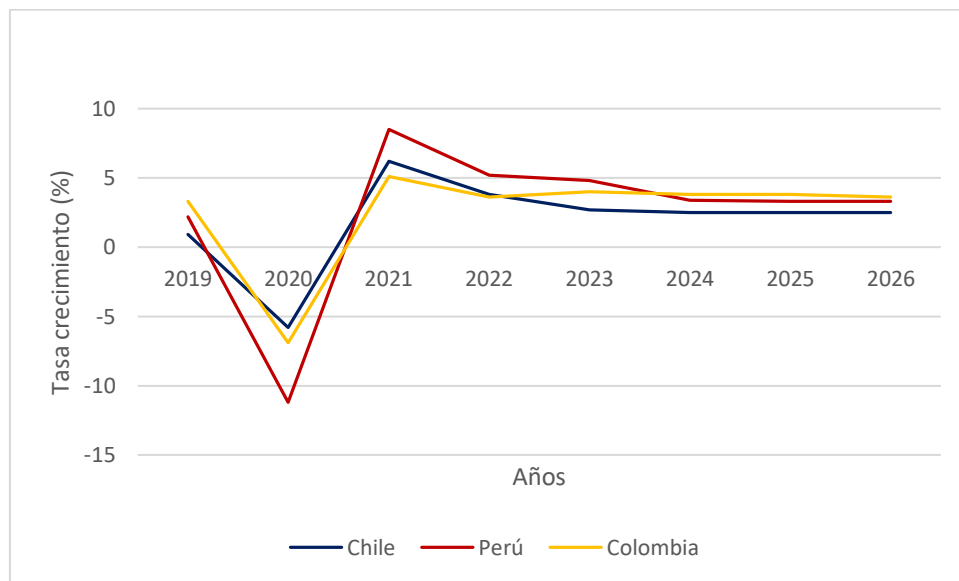
¹⁹ En el Anexo 13 se pueden encontrar todos los desarrollos futuros de la compañía desde 2021 en adelante.

6.6 Análisis de crecimiento de la industria

El crecimiento en la industria del arrendamiento inmobiliario comercial tiene relación con el crecimiento del PIB, ya que mayores tasas de crecimiento pueden inducir a mayor capacidad en las personas para consumir. Sin embargo, la llegada del Covid-19 trae consigo otras variables importantes como el nivel de desempleo y consumo, ya que el Banco Mundial muestra un aumento en la tasa de desempleo y a la vez una disminución en el consumo de los hogares.

En el gráfico de la Ilustración 6 se presenta la proyección estimada del crecimiento del PIB según el Fondo Monetario Internacional para los próximos años hasta el 2026, mostrando una aparente tendencia a un crecimiento estable desde el 2024 para Chile, Perú y Colombia luego de una recuperación el 2021. Aparentemente en el año 2024 las tasas de crecimiento comienzan a estabilizarse luego de que hasta 2023 existirá una transición camino a la estabilidad.

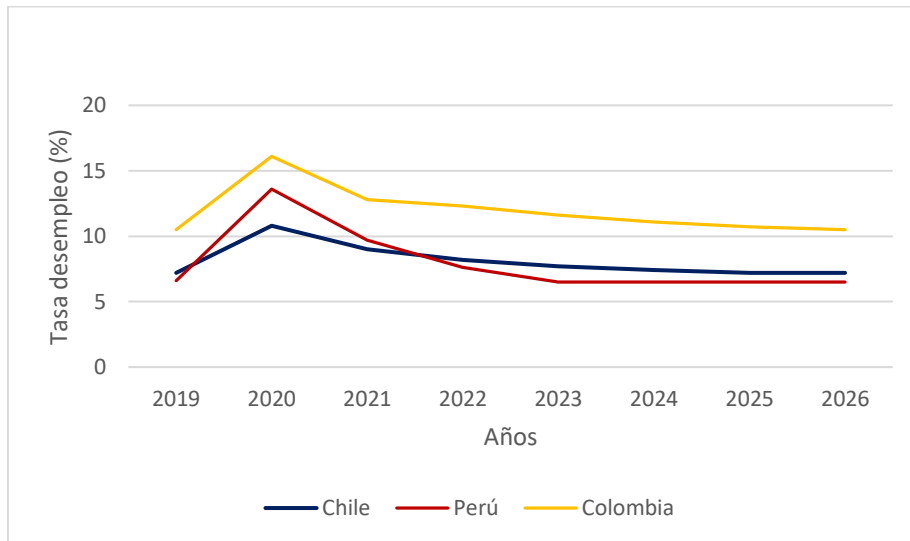
Ilustración 6. Proyección tasa de crecimiento real del PIB (%) por país



Fuente: datos del Fondo Monetario Internacional

En la Ilustración 7 las proyecciones de desempleo sobre el total de fuerza laboral parecen bajar para el año 2022 y mantenerse en una tasa estable en el tiempo desde el 2026 luego de una tendencia a la recuperación y estabilidad desde 2024.

Ilustración 7. Proyección tasa de desempleo (%) por país



Fuente: datos del Fondo Monetario Internacional

Por otro lado, los proyectos de construcción son una variable fundamental en el crecimiento de la industria, ya que la expansión de ABL disponible al público implica mayor cantidad de tiendas y puntos de consumo. Sin embargo existen factores de riesgo de mercado que pueden influir en el crecimiento de la industria:

- **Tasas de interés:** las tasas para Chile, Perú y Colombia podrían aumentar, generando una disminución en el valor de los activos y, a su vez, encareciendo las obligaciones financieras y costos de financiamiento para futuros planes de inversión. También hay riesgos de **inflación, riesgo crediticio de clientes y liquidez.**
- **Estrategia:** calzar la duración de la deuda financiera con el plazo promedio de los contratos de arriendo de sus activos.
- **Caída patrimonio y aumento gastos financieros:** esto puede provocar la caída en los resultados y rentabilidad de los proyectos.

- **Competencia:** el nivel competitivo en la industria es cada vez mayor, por lo tanto las empresas comenzarán a buscar formas de diferenciación en sus próximos proyectos.
- **E-commerce:** las ventas en centros comerciales tienen el riesgo de disminuir a medida que aumentan las ventas a través del e-commerce. Para combatir este riesgo la industria está en búsqueda de inversiones enfocadas en plataformas digitales y alianzas con empresas especializadas en el área digital con el fin de apoyar a los locatarios con su participación en los canales de venta online.
- **ABL abierto al público:** los m² disponibles en los centros comerciales es fundamental, pues implica mayor espacio para tiendas, zonas de descanso, restaurantes, entre otros. Los proyectos de inversión implican expansión de ABL que, por lo tanto, genera crecimiento en la industria, por lo tanto es un factor fundamental.

Dadas las razones anteriores, se espera que el crecimiento de la industria en centros comerciales no sea instantáneo, pues primero debe tener un período de recuperación para alcanzar los niveles que tenían antes de la pandemia y luego de eso recién proyectar crecimientos más altos. De todas formas, no se esperan crecimientos negativos bajo el supuesto de que no se retorne a nuevas cuarentenas u ocurran otras crisis sociales como en Chile.

7 PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

En esta sección se realizan los supuestos para la proyección del estado de resultados desde diciembre de 2021 hasta diciembre de 2026 a perpetuidad. Según el Fondo Monetario Internacional, el crecimiento económico en Chile, Perú y Colombia comenzará a estabilizarse aproximadamente el año 2024 debido al efecto del Covid-19 en el PIB, desempleo y consumo principalmente. Teniendo en cuenta lo anterior, se hará una **proyección en tres partes** según la etapa en la que se encuentra el negocio de Parque Arauco S.A.:

- Período efecto Covid-19: proyección para 2021. Se utilizan los datos del 2020 bajo el supuesto de que las condiciones de la pandemia y cuarentenas siguen afectando a los centros comerciales.
- Período de Transición: proyección para los años 2022 y 2023. Se utilizan los datos históricos desde 2016 al 2020 (cuando la cifra es históricamente constante, sólo se usa el año 2019 y 2020), ya que el período de transición implica un camino a volver a las condiciones prepandemia y estallido social, incorporando un período normal (2016 a 2019) y anormal (2020).
- Período de Recuperación: proyección para 2024 en adelante. Se utilizan los datos históricos de períodos normales, es decir desde 2016 al 2019, pues son años donde no existen grandes anomalías dentro del negocio de los centros comerciales.

7.1 Ingresos operacionales proyectados

Los ingresos ordinarios se componen de Ingresos por Arriendo y de Otros Ingresos, donde los últimos son principalmente estacionamientos y otras entradas operacionales que dependen del flujo de personas a los centros comerciales. Los Ingresos por Arriendo se dividen en arriendos Fijos y Variables, los cuales representan en promedio el 84,4% y 15,6% del total de ingresos por arriendo, respectivamente. En el Cuadro 37 se muestra el detalle histórico de los ingresos que tiene Parque Arauco S.A.

Cuadro 37. Detalle ingresos operacionales por año en miles de UF

Detalle Ingresos ordinarios	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF
Arriendo fijo	4.315	4.967	5.129	5.459	2.884	1.508	1.436
Arriendo variable	822	809	766	695	744	171	337
Otros ingresos	941	1.025	984	1.108	701	399	342
Total	6.078	6.800	6.879	7.263	4.329	2.078	2.114

Fuente: Estados Financieros de Parque Arauco S.A.

Los Arriendos Fijos, también conocidos como ingresos por Arriendo Mínimo, son la principal fuente de entrada operacional que tiene la Compañía, ya que consisten en el cobro de arriendo a los locatarios por los metros cuadrados arrendables (ABL) que utilizan para sus operacionales.

Los Arriendos Variables o participativos corresponden al cobro aplicado a los locatarios con relación a las ventas que generan, es decir, se cobra un porcentaje de los ingresos operacionales de las tiendas.

Para realizar la proyección de los ingresos operacionales totales estos se desglosan, ya que cada tipo viene asociado a un supuesto de proyección diferente según sus características.

7.1.1 Proyección Otros Ingresos

Dado que se relaciona al flujo de personas que asisten a los centros comerciales, se hace un análisis horizontal histórico como se muestra en el Cuadro 38 para evaluar su crecimiento.

Cuadro 38. Otros Ingresos ordinarios de Parque Arauco S.A en miles de UF

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF
Otros ingresos	941	1.025	984	1.108	701	399	342
		8,91%	-3,99%	12,68%	-36,71%		

Fuente: Estados Financieros de Parque Arauco S.A.

El Cuadro 38 muestra, en su última línea, el análisis horizontal anual de la Compañía, mostrando que aparentemente no existe una tendencia de crecimiento constante, acentuando una caída fuerte (-36,7%) en 2020 por efectos del Covid-19 y el cierre de

varios centros comerciales. Por lo tanto, para la proyección en tres partes se usarán montos constantes según el período. Los supuestos se muestran a continuación:

- Período efecto Covid-19: MUF 701 (datos de diciembre 2020)
- Período de Transición: MUF 952 constantes (promedio 2016 a 2020)
- Período de Recuperación: MUF 1.014 constantes (promedio 2016 a 2019)

En el Cuadro 39 se muestra la proyección para Otros ingresos ordinarios.

Cuadro 39. Proyección de Otros Ingresos ordinarios en miles de UF

Otros ingresos ordinarios proyectados	últimos 6M-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26 - ∞
	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF
Otros ingresos	359	701	952	952	1.014	1.014	1.014

Fuente: Elaboración propia

7.1.2 Proyección Ingresos por arriendo Variable

Como este tipo de ingresos corresponde a un porcentaje de las ventas de los locatarios, podrían depender del crecimiento del Producto Interno Bruto, ya que este puede representar una medida indirecta del poder adquisitivo de las personas, y por lo tanto visualiza cómo puede crecer el retail. Para la proyección se realiza una suma ponderada entre el crecimiento real del PIB proyectado según el Fondo Monetario Internacional y la participación promedio histórica de Chile, Perú y Colombia en el total de ingresos de Parque Arauco. En los Cuadros 40 y 41 se presentan los datos utilizados.

Cuadro 40. Proyección del crecimiento real del PIB anual

Proyección crecimiento PIB (%)	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Chile	6,2%	3,8%	2,7%	2,5%	2,5%	2,5%
Perú	8,5%	5,2%	4,8%	3,4%	3,3%	3,3%
Colombia	5,1%	3,6%	4,0%	3,8%	3,8%	3,6%

Fuente: datos del Fondo Monetario Internacional

Cuadro 41. Participación anual por país en ingresos de Parque Arauco S.A.

Participación en ingresos (%)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Chile	62,10%	59,00%	59,20%	57,60%	55,80%	56,00%	55,70%
Perú	30,90%	28,30%	26,80%	28,10%	28,40%	29,30%	27,20%
Colombia	7,00%	12,70%	14,00%	14,30%	15,80%	14,70%	17,10%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Reporte de resultados de Parque Arauco S.A.

Como se muestra en el Cuadro 41, las participaciones por país en los ingresos de Parque Arauco S.A. mantienen proporciones similares, siendo Chile el país líder en los ingresos de la Compañía. Para realizar la proyección se utiliza el promedio de participación anual por región como se indica:

- Chile: 58,23%
- Perú: 28,28%
- Colombia: 13,48%

En el Cuadro 42 se muestran las tasas de crecimiento a utilizar para las proyecciones futuras por año luego de realizar la suma ponderada:

Cuadro 42. Tasa de crecimiento anual proyectada para Ingresos Variables

Suma ponderada	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Crecimiento Arriendo Variable	6,70%	4,17%	3,47%	2,93%	2,90%	2,87%

Fuente: Elaboración propia.

Teniendo la participación promedio por país en los ingresos totales y el crecimiento proyectado del PIB, el Cuadro 43 muestra las proyecciones anuales de los Ingresos por Arriendo Variable de Parque Arauco S.A.

Cuadro 43. Proyección de Ingresos por Arriendo Variable en miles de UF

Ingreso por Arriendo Variable proyectado	últimos 6M-21 M UF	dic-21 M UF	dic-22 M UF	dic-23 M UF	dic-24 M UF	dic-25 M UF	dic-26 - ∞ M UF
Arriendo Variable		457	794	827	855	880	906

Fuente: Elaboración propia

7.1.3 Proyección Ingresos por arriendo Fijo

Representando la cuenta más importante de los Ingresos totales de Parque Arauco S.A, los ingresos por arriendo fijo dependen de los metros cuadrados disponibles (ABL)

que se están arrendando. La forma de proyección consiste en un cálculo de seis pasos que busca, por un lado, proyectar los ABL según nuevos proyectos y, por otro lado, encontrar un ratio histórico que indique el nivel de ingreso por metro cuadrado arrendado para usarlo en los años futuros. Bajo este análisis, la proyección final consiste en multiplicar ambos datos.

7.1.3.1 Encontrar la proyección de ABL (m²)

Paso 1. Con base en la información histórica de Parque Arauco S.A., se calcula el ABL propio total que posee sumando los tres países donde opera como se muestra en el Cuadro 44.

Cuadro 44. ABL propio histórico por país y total

ABL propio en m2	dic-15 ²⁰	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Chile	374.825	383.108	419.219	458.542	398.240	395.400
Perú	231.380	270.000	281.750	274.000	405.500	405.500
Colombia	56.650	60.775	137.050	137.050	136.550	135.500
Total ABL propio (m2)	662.855	713.883	838.019	869.592	940.290	936.400

Fuente: datos de Parque Arauco S.A.

Paso 2. Con base en los desarrollos futuros que la Compañía publicó en sus reportes, se registra el ABL implicado en cada proyecto. Por ejemplo, uno de los proyectos a concretarse el segundo semestre de 2021 es la apertura de Parque Alegre en Colombia, que implica 26.250 m2 propios, por lo tanto se registra ese ABL en el mismo año, sumado a los proyectos que también calzan en ese período.

Cuadro 45. Tasa de crecimiento anual de ABL propio en porcentaje

ABL de nuevos proyectos	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26 - ∞
	6.500	26.250	0	21.000	0	0

Fuente: Elaboración propia con datos de Parque Arauco S.A.

Gracias al último reporte de resultados publicado por la Compañía a junio de 2021, se sabe con certeza el ABL adicional que se tendrá a futuro. El último proyecto

²⁰ Se utiliza para obtener la tasa de crecimiento de diciembre 2016.

considerado es la expansión de Parque Arauco Kennedy en su Fase 1 y 2 con apertura el año 2024, por lo tanto se usa como supuesto que no habrá más proyectos desde 2025. En el Anexo 13 se muestran todos los proyectos futuros de Parque Arauco S.A.

Paso 3. Los datos históricos de Parque Arauco S.A. registran anualmente la tasa de ocupación de ABL que se está arrendando. En el Cuadro 46 se muestran las cifras históricas.

Cuadro 46. Tasa de ocupación de ABL anual como porcentaje del total

(%)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Ocupación ABL	94,30%	94,1%	94,70%	95,40%	91,6%

Fuente: datos de Parque Arauco S.A.

Como a nivel histórico las variaciones en ocupación son bajas, se utiliza el promedio, que corresponde a una **tasa de ocupación del 94,02%²¹**.

Paso 4. Se construye la proyección de ABL para Parque Arauco S.A a través de la siguiente ecuación:

$$ABL_t = (ABL_{t-1} + ABL_{p,t}) * r_{ocup}$$

Donde ABL_t corresponde a los metros cuadrados a proyectar en el año t, ABL_{t-1} son los metros cuadrados que tenía hasta el momento Parque Arauco S.A en el año anterior, $ABL_{t,p}$ son los metros cuadrados adicionales que implican los proyectos nuevos, y r_{ocup} es la tasa promedio de ocupación de ABL del 94,02% calculada en el paso 3. En el Cuadro 47 se muestra la proyección de ABL hasta el 2026.

Cuadro 47. Proyección de ABL de Parque Arauco S.A. en metros cuadrados

ABL propio proyectado (m2)	últimos 6M-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26 - ∞
ABL propio y ocupado	886.515	886.515	858.181	858.181	826.606	826.606	826.606

Fuente: Elaboración propia

²¹ Se incorpora la tasa de ocupación porque son los metros cuadrados propios que están generando ingresos. Si se utiliza el total estarían sesgados los resultados dado que no todo está siendo arrendado.

Parque Arauco S.A. solo tiene información de proyectos futuros a concretarse hasta el año 2024, por lo tanto se usará el supuesto de que el ABL se mantendrá constante desde el 2024 en adelante.

7.1.3.2 Encontrar el ratio de Ingresos por metro cuadrado arrendable

Paso 5. Para conocer cuánto ingreso ha entregado históricamente un metro cuadrado arrendado a Parque Arauco S.A, se calcula un ratio anual a partir de la siguiente ecuación:

$$\text{Ratio} = \frac{Ix\text{Arriendo Fijo}_t}{ABL\text{ propio y ocupado}_t}$$

Donde *IxArriendo Fijo* corresponde a los ingresos operacionales de arriendo fijo en miles de UF en el año t, y *ABL propio ocupado* son los metros cuadrados arrendables que están ocupados por locatarios en el año t, calculados en el Cuadro 47. En el Cuadro 48 se muestra el ratio histórico calculado, que se puede interpretar como la cantidad en UF recibidas por metro cuadrado propio ocupado.

Cuadro 48. Cálculo ratio de ingreso por metro cuadrado arrendado

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Arriendos Fijos (M UF)	4.315	4.967	5.129	5.459	2.884
ABL propio y ocupado (m ²)	673.192	788.576	823.504	897.037	857.742
Ratio de ingreso por m²	0,0064	0,0063	0,0062	0,0061	0,0034

Fuente: Elaboración propia con datos de Parque Arauco S.A.

En el Cuadro anterior se muestra un ratio de ingreso por metro cuadrado casi constante desde diciembre de 2016 hasta diciembre de 2019, sin embargo este cae en el año 2020 debido al cierre de varios centros comerciales, implicando un menor nivel de ingresos por arrendamiento a los locatarios. Se aplica la **proyección en tres partes**, utilizando el año 2019 como referencia a períodos normales (ya que los datos son casi constantes desde 2016), el año 2020 para reflejar el efecto de la pandemia, y el promedio entre ambos para incorporar el período de transición. A continuación se resume la proyección:

- Período efecto Covid-19: ratio de 0,0034 UF/m² para 2021.

- Período de Transición: ratio de 0,0047 UF/m^2 para 2022 y 2023.
- Período de Recuperación: ratio de 0,0061 UF/m^2 desde 2024.

Paso 6. El último paso es proyectar los Ingresos por Arriendo Fijo utilizando la siguiente fórmula:

$$AFijo_t = ABL_t * ratio_i$$

Donde $AFijo_t$ corresponde a los Ingresos por arriendo Fijo a proyectar en el año t, ABL_t son los metros cuadrados proyectados calculados en el paso 4 (Cuadro 47) en el año t, y $ratio_i$ corresponde al índice de ingresos por metro cuadrado arrendado que fue calculado en el paso 5 (Cuadro 48), siendo i el período Efecto Covid-19, Transición o Recuperación según corresponda. A continuación, en el Cuadro 49, se muestran los Ingresos por Arriendo Fijo proyectados anualmente:

Cuadro 49. Proyección Ingresos por Arriendo Fijo en miles de UF

Ingreso por Arriendo Fijo proyectado	últimos 6M-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26 - ∞
	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF
Arriendo fijo	2.981	2.981	4.054	4.054	5.030	5.030	5.030

Fuente: Elaboración propia.

Finalmente se muestra la proyección final de los Ingresos ordinarios de Parque Arauco S.A, que constituye la suma de Otros ingresos, Ingresos por arriendo fijo e Ingresos por arriendo variable en el Cuadro 50.

Cuadro 50. Proyección Ingresos ordinarios de Parque Arauco S.A. en miles de UF

Ingresos ordinarios	últimos 6M-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26 - ∞
	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF
Arriendo fijo	2.981	2.981	4.054	4.054	5.030	5.030	5.030
Arriendo variable	457	794	827	855	880	906	932
Otros ingresos	359	701	952	952	1.014	1.014	1.014
Total	3.797	4.476	5.832	5.861	6.925	6.951	6.977

Fuente: Elaboración propia.

El Cuadro 50 muestra consistencia con las proyecciones de crecimiento económico, pues a diciembre 2024 Parque Arauco S.A. comienza a recuperarse y acercar sus ingresos a los de diciembre 2019.

7.2 Costos operacionales proyectados

Para buscar los supuestos de proyección en los costos operacionales se realiza un análisis vertical como se muestra en el Cuadro 51.

Cuadro 51. Análisis vertical de costos operacionales respecto a los ingresos

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Ingresos ordinarios	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	-24%	-22%	-21%	-19%	-25%	-26%	-27%
Margen bruto	76%	78%	79%	81%	75%	74%	73%
Gastos de administración	-10%	-9%	-8%	-10%	-27%	-27%	-18%
Depreciación y amortización	-2%	-2%	-2%	-2%	-4%	-5%	-3%

Fuente: datos de Parque Arauco S.A.

Los Costos de venta, Gastos de administración y gastos por Depreciación y amortización mantienen proporciones poco volátiles con respecto a los ingresos hasta el año 2019. Sin embargo, a diciembre de 2020 se reflejan los efectos de la pandemia con mayores proporciones de egresos operacionales con respecto a los ingresos. Por lo tanto se aplica nuevamente la proyección en tres partes.

Por un lado, los Costos de venta se proyectan con las siguientes proporciones con relación a las ventas:

- Período efecto Covid-19: 25% de los ingresos
- Período de Transición: 22% de los ingresos
- Período de Recuperación: 21% de los ingresos

Para los Gastos de administración se utilizan los siguientes supuestos:

- Período efecto Covid-19: 27% de los ingresos
- Período de Transición: 13% de los ingresos
- Período de Recuperación: 9% de los ingresos

Los gastos por Depreciación y amortización utilizan los siguientes supuestos:

- Período efecto Covid-19: 4% de los ingresos
- Período de Transición: 3% de los ingresos
- Período de recuperación: 2% de los ingresos

En el Cuadro 52 se muestra la proyección de los Costos y gastos operacionales más los gastos por Depreciación y amortización anuales.

Cuadro 52. Proyección Costos operacionales más depreciación y amortización en miles de UF

Costos operacionales + depreciación (M UF)	últimos 6M-21		dic-21		dic-22		dic-23		dic-24		dic-25		dic-26 - ∞	
	M	UF	M	UF	M	UF	M	UF	M	UF	M	UF	M	UF
Costo de ventas		(956)	(1.127)	(1.290)	(1.296)	(1.296)	(1.478)	(1.483)	(1.489)					
Gastos de administración	(1.020)		(1.203)	(743)	(746)	(637)	(639)	(641)						
Depreciación y amortización	(159)		(187)	(147)	(148)	(147)	(147)	(148)						

Fuente: Elaboración propia.

7.3 Resultado no operacional proyectado

Antes de realizar las proyecciones se analiza la recurrencia²² de las partidas como muestra el Cuadro 53.

Cuadro 53. Clasificación de recurrencia cuentas no operacionales

Partidas	Flujo	
	Recurrente	No recurrente
Otros ingresos por función		X
Otros gastos por función		X
Ingresos financieros	X	
Costos financieros	X	
Participación empresas relacionadas	X	
Diferencias de cambio	X	
Unidades de reajuste	X	
Diferencia valor libro y valor justo		X
Impuestos corrientes	X	
Impuestos diferidos	X	

Fuente: Elaboración propia.

Las cuentas Otros ingresos y Otros gastos por función se consolidan en una misma cuenta, ya que corresponden a partidas en común, pues ambas engloban gastos comunes y promoción. Si bien el Estado de resultados incluye estas cuentas dentro del

²² Las justificaciones a esta clasificación se explicaron en la sección 5.3.

Resultado directo de operación, no están incluidas en el EBITDA, pues son ajustes de valorización de los activos a valor razonable y no se consideran parte operacional. El Cuadro 54 muestra las cifras históricas, las cuales no presentan una tendencia constante en el tiempo, por lo tanto la proyección será basada en cifras constantes según el período.

Cuadro 54. Otros ingresos y gastos por función históricos de Parque Arauco S.A.

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF
Otros ingresos por función	98	112	3.010	1.735	1.190	7	60
Oros gastos por función	(246)	(244)	(364)	(388)	(693)	(150)	(54)
Otros ingresos (gastos) por función	(148)	(133)	2.646	1.347	498	(143)	6

Fuente: datos de Parque Arauco S.A.

A continuación se muestra la proyección en tres partes:

- Período efecto Covid-19: constante en UF 498 M
- Período de Transición: constante en UF 922 M (promedio entre 2019 y 2020)
- Período de Recuperación: constante en UF 1.347 M.

Para la proyección del resto de las cuentas No operacionales primero se realiza un análisis vertical como señala el Cuadro 55.

Cuadro 55. Cuentas no operacionales como proporción a los ingresos ordinarios

Resultado no operacional	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
	%	%	%	%	%	%	%
Ingresos financieros	4,3%	3,1%	4,2%	5,6%	6,0%	8,5%	1,6%
Costos financieros	-22,7%	-20,9%	-19,3%	-19,5%	-39,6%	-36,6%	-33,2%
Participación empresas relacionadas	6,1%	6,4%	5,4%	3,5%	4,1%	0,3%	2,1%
Diferencias de cambio	-0,4%	0,0%	0,0%	0,4%	0,8%	1,9%	-3,9%
Unidades de reajuste	-7,3%	-5,9%	-9,6%	-10,6%	-18,9%	-17,9%	-28,2%
Diferencia valor libro y valor justo	34,9%	28,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Fuente: elaboración propia con datos de Parque Arauco S.A.

Se utiliza como supuesto de proyección una tasa proporcional a los ingresos según el promedio histórico de análisis vertical. Las proyecciones se hacen en tres partes con los supuestos del Cuadro 56 a continuación.

Cuadro 56. Promedio proporción a ingresos según período de proyección

Resultado no operacional (% en ingresos ordinarios)	Covid-19	Transición	Recuperación
Ingresos financieros	5,95%	4,64%	4,31%
Participación empresas relacionadas	4,14%	5,12%	5,37%
Diferencias de cambio	-0,85%	-0,62%	0,39%
Unidades de reajuste	-18,88%	-10,45%	-8,34%
Diferencia valor libro y valor justo	0,00%	0,00%	0,00%

Fuente: elaboración propia con datos de Parque Arauco S.A.

Como se muestra en el Cuadro 56, la cuenta Diferencia valor libro y valor justo es 0,00% ya que desde el año 2018 esta deja de existir en los estados financieros de Parque Arauco S.A.

En el Cuadro 56 no se incluyen los Costos Financieros, pues tendrán un supuesto conservador de proyección considerando el monto de 2021 como constante para los próximos años (M UF 1.714), ya que no hay información pública disponible que indique planes de endeudamiento futuros en la compañía.

En el Cuadro 57 se resumen las proyecciones de las cuentas no operacionales.

Cuadro 57. Proyección cuentas No operacionales en miles de UF

Cuentas no operacionales	últimos 6M-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26 - ∞
	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF
Otros ingresos (egresos) por función	492	498	922	922	1.347	1.347	1.347
Resultado directo de la operación	2.312	2.643	4.723	4.742	6.158	6.175	6.194
Ingresos financieros	226	267	270	272	298	299	301
Costos financieros	(1.011)	(1.714)	(1.714)	(1.714)	(1.714)	(1.714)	(1.714)
Participación empresas relacionadas	157	185	299	300	372	373	375
Diferencias de cambio	(32)	(38)	(36)	(36)	(27)	(27)	(27)
Unidades de reajuste	(717)	(845)	(609)	(612)	(577)	(579)	(582)
Diferencia valor libro y valor justo	-	-	-	-	-	-	-
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	935	499	2.933	2.952	4.510	4.528	4.546

Fuente: Elaboración propia.

7.4 Impuesto corporativo proyectado

Las ganancias (pérdidas) antes de impuestos históricas y proyectadas se presenta en los Cuadros 58 y 59 respectivamente.

Cuadro 58. Resultado histórico antes de impuestos en miles de UF

En miles de UF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	4.820	5.330	6.198	4.997	516	(84)	(131)

Fuente: datos de Parque Arauco S.A.

Cuadro 59. Resultados proyectado antes de impuestos en miles de UF

En miles de UF	últimos 6M-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26 - ∞
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	935	499	2.933	2.952	4.510	4.528	4.546

Fuente: Elaboración propia.

Para la proyección de los gastos por impuestos se utilizará como tasa corporativa la indicada por el Servicio de Impuestos Internos, la cual corresponde al 27% de la utilidad antes de impuestos (SII, 2021). Bajo este supuesto, se muestra un resumen de los gastos por impuesto proyectados y la utilidad neta final en el Cuadro 60.

Cuadro 60. Proyección gasto por impuestos corporativos en miles de UF

En Miles de UF	últimos 6M-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26 - ∞
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	935	499	2.933	2.952	4.510	4.528	4.546
Gastos por Impuestos (27%)	(252)	(135)	(792)	(797)	(1.218)	(1.222)	(1.227)
Total utilidad (pérdida)	682	364	2.141	2.155	3.292	3.305	3.319

Fuente: Elaboración propia.

7.5 Estado de resultados proyectado en miles de UF

En el Cuadro 61 se encuentra el Estado de resultados proyectado de Parque Arauco S.A en miles de UF.

Cuadro 61. Proyección del Estado de Resultados en miles de UF

	últimos 6M-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26 - ∞
	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF
Ingresos ordinarios	3.797	4.476	5.832	5.861	6.925	6.951	6.977
Costo de ventas	(956)	(1.127)	(1.290)	(1.296)	(1.478)	(1.483)	(1.489)
Margen bruto	2.841	3.349	4.543	4.565	5.447	5.467	5.488
Gastos de administración	(1.020)	(1.203)	(743)	(746)	(637)	(639)	(641)
Otros ingresos (gastos) por función	492	498	922	922	1.347	1.347	1.347
Resultado directo de la operación	2.312	2.643	4.723	4.742	6.158	6.175	6.194
Depreciación y amortización	(159)	(187)	(147)	(148)	(147)	(147)	(148)
EBITDA	1.979	2.333	3.948	3.967	4.957	4.975	4.994
EBIT	1.820	2.146	3.800	3.819	4.811	4.828	4.846
Ingresos financieros	226	267	270	272	298	299	301
Costos financieros	(1.011)	(1.714)	(1.714)	(1.714)	(1.714)	(1.714)	(1.714)
Participación empresas relacionadas	157	185	299	300	372	373	375
Diferencias de cambio	(32)	(38)	(36)	(36)	(27)	(27)	(27)
Unidades de reajuste	(717)	(845)	(609)	(612)	(577)	(579)	(582)
Diferencia valor libro y valor justo	-	-	-	-	-	-	-
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	935	499	2.933	2.952	4.510	4.528	4.546
Impuestos totales	(252)	(135)	(792)	(797)	(1.218)	(1.222)	(1.227)
Total utilidad (pérdida)	682	364	2.141	2.155	3.292	3.305	3.319

Fuente: Elaboración propia

A diciembre 2024 Parque Arauco S.A. logra acercarse a las ganancias que tuvo al 2019 para luego mantener el crecimiento de sus utilidades.

7.5.1 Supuestos utilizados

En esta sección se resumen todos los supuestos utilizados para la proyección del Estado de Resultados desde 2021 hasta 2026 a perpetuidad.

Cuadro 62. Supuestos para proyección del Estado de resultados

Cuentas	SUPUESTOS
Ingresos ordinarios	Según Arriendo fijo, Arriendo variable y Otros
Costo de ventas	25% de los ingresos el 2021; 22% de los ingresos el 2022 y 2023; 21% de los ingresos desde 2024.
Margen bruto	
Gastos de administración	27% de los ingresos el 2021; 13% de los ingresos el 2022 y 2023; 9% de los ingresos desde 2024.
Otros ingresos (egresos) por función	UF 498 M el 2021; UF 922 M el 2022 y 2023; UF 1.347 M desde 2024.
Resultado directo de la operación	
Depreciación y amortización	4% de los ingresos el 2021; 3% de los ingresos el 2022 y 2023; 2% de los ingresos desde 2024.
EBITDA	
Ingresos financieros	5,95% de los ingresos el 2021; 4,64% de los ingresos 2022 y 2023; 4,31% de los ingresos desde 2024.
Costos financieros	Constante en M UF 1.714
Participación empresas relacionadas	4,14% de los ingresos el 2021; 5,12% de los ingresos 2022 y 2023; 5,37% de los ingresos desde 2024.
Diferencias de cambio	0,85% de los ingresos el 2021; 0,62% de los ingresos 2022 y 2023; 0,39% de los ingresos desde 2024.
Unidades de reajuste	18,88% de los ingresos el 2021; 10,45% de los ingresos 2022 y 2023; 8,34% de los ingresos desde 2024.
Diferencia valor libro y valor justo	Constante en UF 0 M
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	
Impuestos totales	27% de las ganancias antes de impuestos
Total utilidad (pérdida)	

Fuente: Elaboración propia.

7.6 Estado de resultados proyectado porcentual

En el Cuadro 63 se muestra la proyección del Estado de resultados como porcentaje de los ingresos.

Tabla 63. Proyección Estado de resultados como porcentaje de los ingresos

Estado de resultados (%)	últimos 6M-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26 - ∞
Ingresos ordinarios	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Margen Costo de ventas	-25,2%	-25,2%	-22,1%	-22,1%	-21,3%	-21,3%	-21,3%
Margen bruto	74,8%	74,8%	77,9%	77,9%	78,7%	78,7%	78,7%
Margen Gastos de administración	-26,9%	-26,9%	-12,7%	-12,7%	-9,2%	-9,2%	-9,2%
Margen Otros ingresos (gastos) por función	12,9%	11,1%	15,8%	15,7%	19,5%	19,4%	19,3%
Margen Resultado directo de la operación	60,9%	59,1%	81,0%	80,9%	88,9%	88,8%	88,8%
Margen Depreciación y amortización	-4,2%	-4,2%	-2,5%	-2,5%	-2,1%	-2,1%	-2,1%
Margen EBITDA	52,1%	52,1%	67,7%	67,7%	71,6%	71,6%	71,6%
Margen EBIT	47,9%	47,9%	65,2%	65,2%	69,5%	69,5%	69,5%
Margen Ingresos financieros	6,0%	6,0%	4,6%	4,6%	4,3%	4,3%	4,3%
Margen Costos financieros	-26,6%	-38,3%	-29,4%	-29,2%	-24,7%	-24,7%	-24,6%
Margen Participación empresas relacionadas	4,1%	4,1%	5,1%	5,1%	5,4%	5,4%	5,4%
Margen Diferencias de cambio	-0,8%	-0,8%	-0,6%	-0,6%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Margen Unidades de reajuste	-18,9%	-18,9%	-10,4%	-10,4%	-8,3%	-8,3%	-8,3%
Margen Diferencia valor libro y valor justo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Margen Ganancia (pérdida) antes de impuestos	24,6%	11,1%	50,3%	50,4%	65,1%	65,1%	65,2%
Margen Impuestos totales	-6,6%	-3,0%	-13,6%	-13,6%	-17,6%	-17,6%	-17,6%
Margen Total utilidad (pérdida)	18,0%	8,1%	36,7%	36,8%	47,5%	47,6%	47,6%

Fuente: Elaboración propia

8 PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

8.1 Inversión en reposición

Dado que no existe información del CAPEX²³ de la Compañía, se utiliza el supuesto de que el total de Inversión en reposición es equivalente al valor de la depreciación y amortización anual. En el Cuadro 65 se muestra la Inversión en Reposición proyectada para Parque Arauco S.A.

Cuadro 64. Proyección Inversión en reposición de Parque Arauco S.A.

En miles de UF	últimos 6M-21	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
Inversión en reposición	(159)	(187)	(147)	(148)	(147)	(147)	(148)

Fuente: elaboración propia

8.2 Nuevas inversiones de capital

Como no existe información acerca del CAPEX, se hará una estimación a partir del ratio histórico de las inversiones de capital sobre el crecimiento de los ingresos por arriendo fijo²⁴. Las Nuevas Inversiones en activo fijo históricas corresponden a las Compras de propiedades, planta y equipo, las cuales se encuentran en el Estado de Flujo Efectivo de la empresa. Se debe calcular el ratio de inversión con la siguiente fórmula:

$$\text{Ratio de inversión}_t = \frac{\text{Compras de PPE}_t}{\text{Crecimiento ingresos AF}_t}$$

Donde las Compras PPE son las efectuadas en el año t, y el Crecimiento ingresos AF es la resta entre los ingresos por arriendo fijo en el año t y el año t-1. En el Cuadro 65 se muestran los datos necesarios y el ratio anual.

²³ *Capital Expenditures*, correspondientes a las inversiones en bienes de capital.

²⁴ El arriendo fijo depende de los metros cuadrados arrendables de la empresa (ABL), relacionándose directamente con los activos fijos.

Cuadro 65. Ratio de compras PPE sobre crecimiento ingresos por arriendo fijo

En miles de UF	Dic-15*	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20
Ingresos operacionales (Arriendo Fijo)	5.705	6.078	6.800	6.879	7.263	4.329
<i>Crecimiento ingresos</i>		373	722	79	384	(2.934)
Compras de propiedades, planta y equipo		24	41	102	37	210
Ratio (Compras PPE/Crecimiento ingresos)		6%	6%	129%	10%	-7%

(*) Se usan datos para obtener crecimiento de ingresos en 2016

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Parque Arauco S.A.

El ratio de proyección dependerá del período:

- Efecto Covid-19: ratio de -7% para 2021
- Transición: ratio de 29% para 2022 y 2023
- Recuperación: ratio de 38% desde 2024.

Usando la fórmula del ratio de inversión, se encuentra la Compra de PPE futuro multiplicando el ratio de inversión (según período) por el crecimiento de los ingresos por arriendo fijo proyectados. El Cuadro 66 muestra la Compra PPE futura, es decir, las nuevas inversiones en activo fijo.

Cuadro 66. Proyección de nuevas inversiones de capital (inversión PPE)

Proyección (en miles de UF)	últimos 6M-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26 - ∞
Ingresos operacionales (Arriendo Fijo)	3.797	4.476	5.832	5.861	6.925	6.951	6.977
Crecimiento ingresos	679	147	1.357	29	1.064	26	26
Compra PPE (Capex)		(49)	(10)	389	8	400	10

Fuente: elaboración propia

Como se indica en el Cuadro 66, las inversiones de capital se proyectan hasta diciembre de 2025 bajo el supuesto de que Parque Arauco S.A. no presentará crecimientos constantes en metros cuadrados a perpetuidad.

8.3 Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto

En la sección anterior se calculó el CTON histórico de Parque Arauco S.A. Para el cálculo de la variación (inversión o liberación) se debe emplear la siguiente fórmula:

$$\Delta CTON_t = - \frac{RCTON \text{ (días venta)}_t}{360} * (Ingresos_{t+1} - Ingresos_t)$$

Donde $\Delta CTON_t$ es la variación en CTON que se busca. $RCTON$ (días venta) $_t$ es el RCTON calculado en la sección anterior multiplicado por 360 días del año. $Ingresos_{t+1} - Ingresos_t$ es la resta entre los ingresos operacionales del presente año menos los proyectados al año siguiente.

En el Cuadro 67 se muestran calculados los RCTON días venta históricos.

Tabla 67. Cálculo CTON y RCTON días venta históricos

En miles de UF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21 (*)
Ingresos operacionales	6.078	6.800	6.879	7.263	4.329	4.344
<i>Otros Activos no Financieros, Corriente</i>	1.128	1.094	1.434	1.766	1.121	795
<i>Deudores comerciales y otras CxC netas</i>	1.111	1.084	1.096	1.238	929	746
Total AC operacionales	2.239	2.178	2.530	3.003	2.050	1.542
<i>Otros pasivos no financieros, corrientes</i>	983	315	270	440	212	189
<i>Cuentas por pagar comerciales y otras CxP</i>	1.453	1.626	1.862	1.747	921	812
Total PC operacionales	2.436	1.942	2.131	2.187	1.134	1.001
CTON	(197)	236	399	817	917	541
RCTON (CTON/Ingresos)	-3,2%	3,5%	5,8%	11,2%	21,2%	12,5%
RCTON (días de venta)	-12	13	21	40	76	45

(*) Ingresos operacionales de los últimos 12 meses

Fuente: Elaboración propia

Como en el resto de las proyecciones, se utilizarán días venta futuros en tres períodos, y de esta forma encontrar la variación de CTON:

- Período efecto Covid-19: 76 días venta
- Período de Transición: 28 días venta
- Período de Recuperación: 21 días venta

Teniendo la proyección de ingresos operacionales y días venta, se puede calcular la variación de CTON. Los resultados se muestran en el Cuadro 68.

Tabla 68. Variación (inversión o liberación) de CTON

En miles de UF	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26 - ∞
Ingresos operacionales	4.476	5.832	5.861	6.925	6.951	6.977
Días venta	76	28	28	21	21	21
Variación (inversión o liberación) de CTON	(287)	(2)	(82)	(2)	(2)	-

Fuente: Elaboración propia

Como indican los resultados, existe inversión de CTON en todos los períodos. Desde diciembre 2026 a perpetuidad se usa el supuesto de que no existe inversión en CTON.

8.4 Valor terminal

Para calcular el valor terminal se realizará una estimación sin crecimiento, asumiendo como cero desde el 2026 a perpetuidad las cuentas Nuevas inversiones en activo fijo e Inversión en Capital de trabajo operativo neto. Este supuesto se utiliza porque Parque Arauco S.A. no podrá seguir creciendo a perpetuidad considerando que opera en tres países, dentro de los cuales dos, Chile y Perú, ya no tienen muchas proyecciones de crecimiento por limitaciones en terreno, siendo Colombia el único país donde la Compañía tiene planes de desarrollo de nuevos centros comerciales con fecha de apertura el año 2024.

Por otro lado, la Inversión en reposición y depreciación se mantendrán constantes desde el 2026 en adelante, ya que Parque Arauco S.A. mantiene activos (como las Propiedades de Inversión) que se van depreciando anualmente, por lo tanto necesitan reposición para continuar con las operaciones.

8.5 Flujos de caja libre proyectados

Luego de todos los supuestos asociados, en el Cuadro 69 se encuentran los Flujos de Caja Libre futuros construidos a partir la ganancia después de impuestos y los ajustes correspondientes:

Tabla 69. Flujos de Caja Libre proyectados en miles de UF

En miles de UF	Últimos 6M 21	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26 - ∞
Total utilidad (pérdida)	682	364	2.141	2.155	3.292	3.305	3.319
AJUSTES							
+ Depreciación y amortización	159	187	147	148	147	147	148
-/+ Otros ingresos (gastos) por función (después de impuestos)	(359)	(363)	(673)	(673)	(983)	(983)	(983)
- Ingresos financieros (después de impuestos)	(165)	(195)	(197)	(198)	(218)	(219)	(219)
+ Costos financieros (después de impuestos)	738	1.251	1.251	1.251	1.251	1.251	1.251
-/+ Diferencias de cambio	32	38	36	36	27	27	27
-/+ Resultado por unidades de reajustes	717	845	609	612	577	579	582
Flujo de Caja Bruto	1.804	2.127	3.314	3.330	4.093	4.108	4.123
- Inversión en reposición	(159)	(187)	(147)	(148)	(147)	(147)	(148)
- Inversión en Capital físico (Capex)	49	10	(389)	(8)	(400)	(10)	0
- Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo operativo neto (CTON)	0	(287)	(2)	(82)	(2)	(2)	0
Flujo de Caja Libre	1.694	1.663	2.775	3.092	3.544	3.950	3.976

Fuente: Elaboración propia

9 PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

9.1 Valor presente de los flujos de caja libre

Para determinar el valor presente de los flujos de caja libre se utiliza la tasa de costo de capital calculada anteriormente de 6,21%, considerando a diciembre 2021 como el primer período a proyectar. Desde el año 2026 en adelante se asume una perpetuidad en los flujos, por lo tanto se calcula su valor terminal a diciembre de 2025. En el Cuadro 70 se muestra el valor presente de los Flujos de Caja Libre en miles de UF.

Cuadro 70. Valor presente de los Flujos de Caja Libre proyectados

En miles de UF	T9-21	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26 - ∞
Flujos de caja libre	1.694	1.663	2.775	3.092	3.544	3.950	3.976
Valor terminal						63.975	
Valor presente FCL	59.639						

Fuente: elaboración propia

9.2 Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

Para conocer el exceso o déficit de CTON entre el 30 de junio de 2021 y el proyectado al 31 de diciembre de 2021 se debe proyectar el CTON anual. Para ello se utilizan los datos calculados en el Cuadro 67, específicamente los RCTON históricos para luego utilizar la siguiente fórmula:

$$CTON_t = RCTON_{ti} * Ingresos\ operacionales_t$$

Donde $CTON_t$ es el capital de trabajo operativo neto a proyectar en el año t. $RCTON_i$ es el ratio de CTON sobre ingresos operacionales en el período i (constante según efecto Covid-19, Transición y Recuperación), y los ingresos operacionales son los proyectados para el año t. Existirán tres RCTON según el período con los siguientes supuestos:

- Período efecto Covid-19: RCTON de 21,2%
- Período de Transición: RCTON de 7,7%
- Período de Recuperación: RCTON de 4,3%

En el Cuadro 71 se muestra el CTON proyectado utilizando la fórmula anterior:

Cuadro 71. Proyección de Capital de Trabajo Operativo Neto en miles de UF

En miles de UF	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26 - ∞
Ingresos operacionales	4.476	5.832	5.861	6.925	6.951	6.977
RCTON	21,2%	7,7%	7,7%	4,3%	4,3%	4,3%
CTON	948	449	451	299	300	301

Fuente: elaboración propia

Una vez proyectado el CTON se analiza si existe déficit o exceso de CTON al restar el CTON al 30 de junio de 2021 y el necesario al 31 de diciembre de 2021. En el Cuadro 72 se muestra que existe un déficit de CTON de UF 406 M.

Cuadro 72. Déficit o exceso de CTON

En miles de UF	
CTON real al 30 de junio de 2021	541
CTON proyectado al 31 de diciembre de 2021	948
Exceso (déficit) de CTON	(406)

Fuente: Elaboración propia

9.3 Activos prescindibles y otros activos

Los activos prescindibles son aquellos que al efectuar su venta no influyen en las operaciones normales del negocio. En este caso corresponden a Efectivos y equivalentes de efectivo, Otros activos financieros corrientes, y Otros activos financieros no corrientes. Estos activos representan efectivos en la caja, saldos en banco, depósitos a plazo, creditítulos y fondos mutuos. A continuación, en el Cuadro 73, se muestran a la fecha de valoración.

Cuadro 73. Activos prescindibles y otros activos

En miles de UF	Al 30-06-21
Efectivos y Equivalentes al Efectivo	12.923
Otros Activos Financieros, corriente	9
Otros activos financieros, no corrientes	169
Total	13.101

Fuente: Elaboración propia

9.4 Valorización económica de la empresa

Luego de las estimaciones anteriores se realiza la valorización económica de la empresa. Para el cálculo del precio de la acción se divide el Patrimonio económico obtenido en el número de acciones que tiene Parque Arauco en el mercado al 30 de junio de 2021. En el Cuadro 74 se muestra el resultado final con el resumen de las cuentas necesarias para su cálculo, existiendo una diferencia de 6% sobre el precio de la acción en el mercado al 30 de junio de 2021.

Cuadro 74. Valorización económica de Parque Arauco S.A.

Al 30 de junio de 2021	
Valor presente FCL (en M UF)	59.639
Exceso (déficit) CTON (en M UF)	(406)
Activos prescindibles u otros activos (en M UF)	13.101
Valor total de activos (en M UF)	72.333
(-) Deuda financiera (en M UF)	-39.084
Patrimonio económico (en M UF)	33.249
Número de acciones	905.715.882
Precio acción proyectado (en M UF)	0,000037
Precio acción estimado en pesos chilenos (CLP)	\$ 1.091
Precio acción real en CLP	\$ 1.030
Diferencia de precios (en %)	5,9%

Fuente: elaboración propia

La diferencia entre el precio estimado (CLP 1.091) y de mercado (CLP 1.030) puede deberse al período de incertidumbre por el que está pasando Parque Arauco S.A.. Por un lado el impacto de la pandemia ha sido altamente relevante debido al cierre de los centros comerciales en todos los países donde opera, agregando que no hay certeza sobre una fecha de término para las futuras cuarentenas. Por otro lado Chile, el país con la principal fuente de ingresos para la Compañía, ha tenido problemas políticos desde el estallido social de septiembre 2019, y sumado a ello la temporada de elecciones causa alta incertidumbre que impacta en el área económica. A consecuencia de lo anterior, el aumento del *e-commerce* es una amenaza para los centros comerciales en todos los países, por lo que las empresas relacionadas al rubro

inmobiliario comercial deben buscar innovaciones en sus negocios para enfrentar este negocio competitivo.

Estos factores provocan una posición más conservadora por parte de los inversionistas en el mercado, generando que el precio de la acción pueda estar más bajo de lo que el precio en valor libro de la Compañía representa. Sin embargo, el rango de diferencia es inferior al 15%, por lo que podría considerarse un precio estimado de la acción adecuado para el acontecer actual.

Ilustración 8. Evolución del precio de acción diario PARAUCO en CLP



Fuente: datos accionarios de Yahoo Finance

Como se muestra en el gráfico de la Ilustración 8, el precio de la acción se mantenía sobre los CLP 1.500 hasta febrero de 2020, y la caída en marzo de 2020 se debe a la noticia de los primeros casos de Covid-19 en Chile y, el 25 de marzo, por el Gobierno anunciando cuarentena total para siete comunas de la Región Metropolitana, entre ellas Santiago, donde Parque Arauco S.A. posee su mayor centro inmobiliario comercial CITA (Ministerio de Salud, 2020).

Al primer trimestre de 2021 se una tendencia al alza en el precio de PARAUCO debido a la campaña de vacunación contra el virus, lo que conllevó también al fin de cuarentenas totales en ciertas partes del país, y así también a la reapertura de centros comerciales. Sin embargo, el Gobierno ordena confinar a casi el 70% de la población, pues los nuevos casos aumentaron en un 36% en dos semanas. El anuncio implicó cuarentena total a 42 comunas, de las cuales 21 pertenecen a la Región Metropolitana (BBC News Mundo, 2021).

9.5 Análisis de sensibilidad

Se realiza un análisis de las variables críticas que afectan fuertemente al precio estimado de la acción. Para el caso de Parque Arauco S.A., como se mostró en el gráfico de la Ilustración 8, los precios cayeron fuertemente por la pandemia, y eso afectó directamente a las ventas, pues dependen netamente de que los centros comerciales estén abiertos y los locatarios teniendo ventas. Por ello, entre las variables críticas se considerarán los Ingresos Operacionales. La otra variable crítica será el Costo de Capital (WACC), pues afecta directamente al valor presente de los Flujos de Caja Libre de la empresa y refleja qué tan atractiva puede ser hoy el desempeño futuro de Parque Arauco S.A.

En el Cuadro 75 se encuentra el análisis de sensibilidad a través de un cuadro de doble entrada, donde se evalúa el cambio en el precio estimado de la acción dependiendo de aumentos y disminuciones en los Ingresos operacionales y la tasa de costo de capital (WAC).

Cuadro 75. Análisis de sensibilidad precio accionario con cuadro de doble entrada

		Ingresos						
		-20%	-10%	-1%	Sin cambio	+1%	+10%	+20%
WACC	Variación							
	-3%	-49,1%	-24,2%	2,3%	5,6%	8,8%	34,0%	71,1%
	-2%	-50,4%	-25,8%	0,5%	3,7%	7,0%	36,2%	68,6%
	-1%	-51,7%	-27,4%	-1,3%	1,9%	5,1%	34,0%	66,1%
	Sin cambio	-53,0%	-28,9%	-3,1%	0,0%	3,2%	31,8%	63,6%
	+1%	-54,3%	-30,5%	-5,0%	-1,8%	1,3%	29,6%	61,1%
	+2%	-55,6%	-32,0%	-6,7%	-3,6%	-0,5%	27,5%	58,7%
	+3%	-56,8%	-33,5%	-8,5%	-5,4%	-2,3%	25,4%	56,3%

Fuente: Elaboración propia

El cambio en el precio de la acción se ve mayormente afectada cuando la tasa WACC se mantiene sin cambios y los Ingresos cambian. El aumento en los Ingresos operacionales afecta más ante aumentos que disminuciones, al igual que la tasa WACC, pero en menor medida. Esto se puede ejemplificar fuertemente con el efecto del estallido social y las cuarentenas, pues cerrar los centros comerciales tiene como consecuencia inmediata la baja en las ventas, las cuales provienen de los arriendos a los locatarios, la concurrencia de las personas y el nivel de ventas de los mismos locatarios.

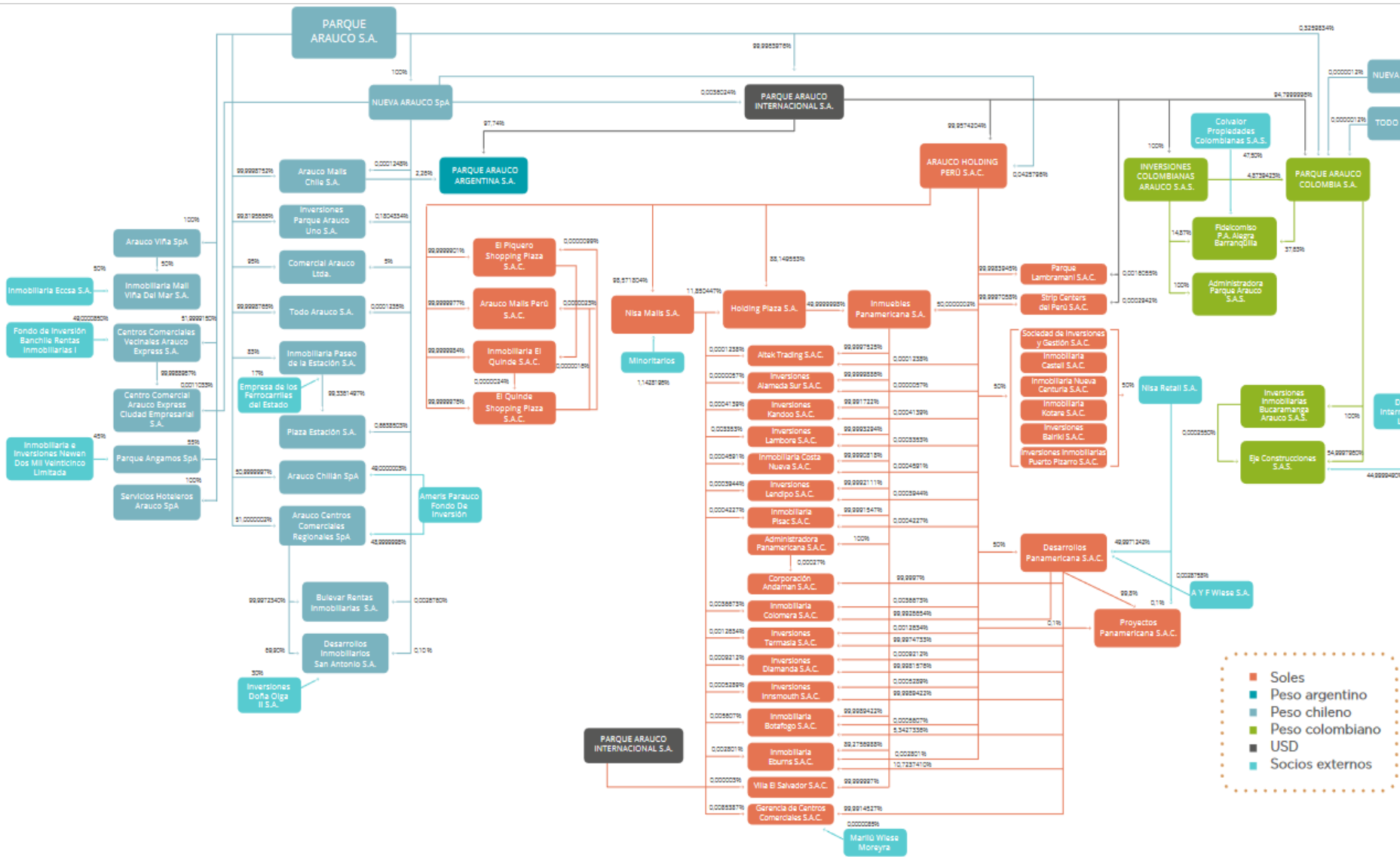
10 CONCLUSIONES

A través del método de Flujos de caja descontados, se obtuvo un precio de acción de CLP 1.091 para Parque Arauco S.A. al 30 de junio de 2021, valorización por sobre el 5,9% del precio de acción en el mercado (CLP 1.030). Esta diferencia en precios puede deberse al período de incertidumbre en la fecha de valoración: por un lado está el impacto de la pandemia que llevó al cierre de centros comerciales en los países donde opera la Compañía; por otro lado, no había certeza sobre el término de las cuarentenas. En Chile el impacto fue más fuerte, ya que hubo problemas políticos y sociales (estallido social desde septiembre de 2019) y temporada de elecciones. Finalmente, el aumento del *e-commerce* significa una amenaza para los centros comerciales, por lo que constantemente buscan innovar en el negocio para enfrentar este competidor sustituto. Todo lo anterior genera una posición más conservadora por parte de los inversionistas del mercado. Generando que el precio de la acción pueda estar más bajo que el precio a valor libro.

A pesar de la poca certeza en el contexto sanitario, la industria está poniendo sus esfuerzos en invertir para mejorar los canales digitales, y así también la experiencia de los clientes, enfrentando la amenaza del *e-commerce*. Además, las campañas de vacunación también son un factor importante, pues significan el fin a las cuarentenas, y con ello la apertura de los centros comerciales.

Anexos

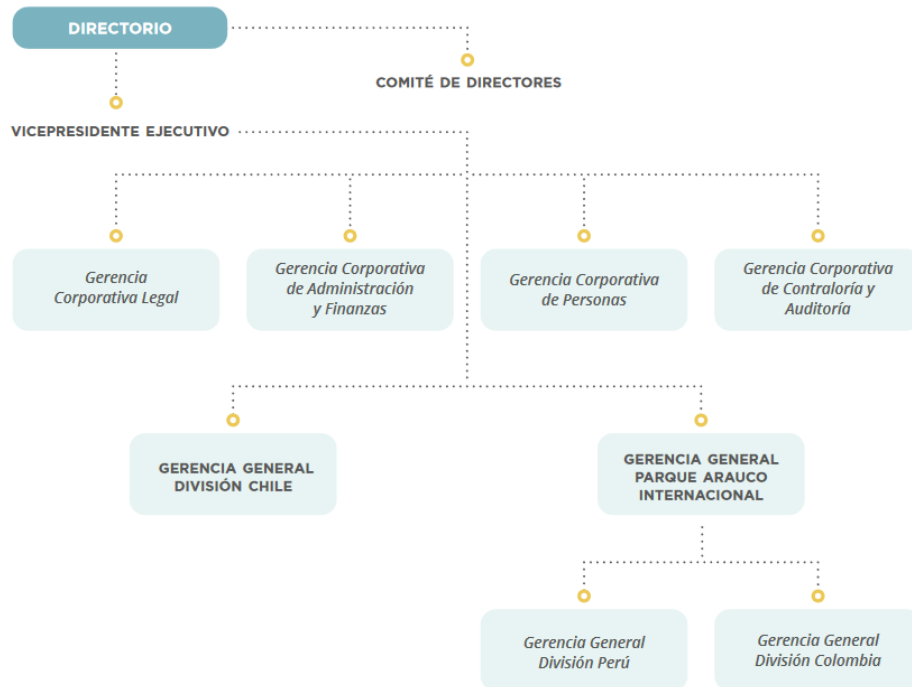
Anexo 1. Detalle de filiales de Parque Arauco S.A. al 31 de diciembre de 2020.



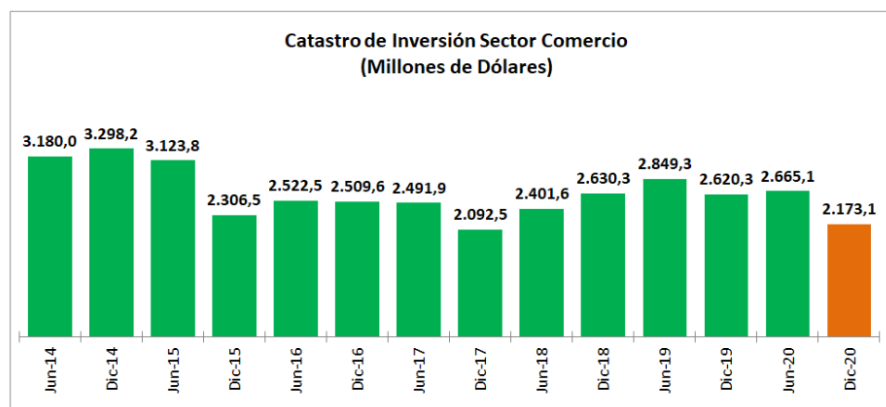
- Soles
- Peso argentino
- Peso chileno
- Peso colombiano
- USD
- Socios externos

Anexo 2. Estructura del Gobierno Corporativo de Parque Arauco S.A.

Organigrama

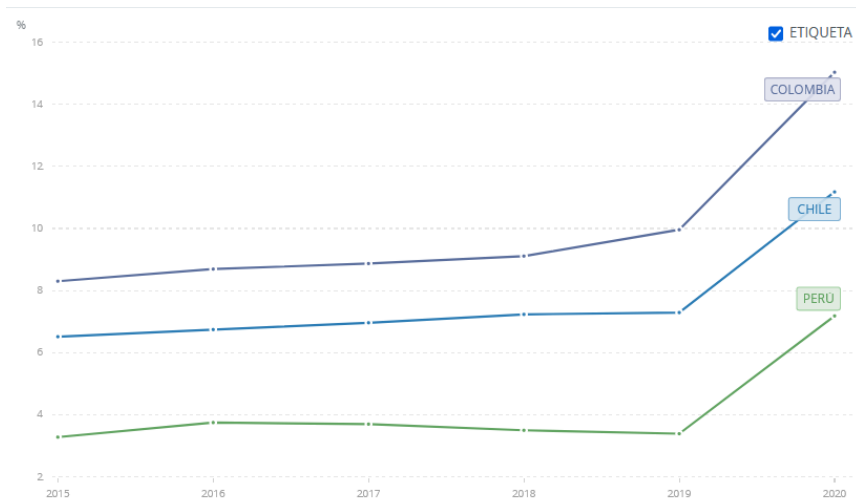


Anexo 3. Catastro de inversión Sector Comercio



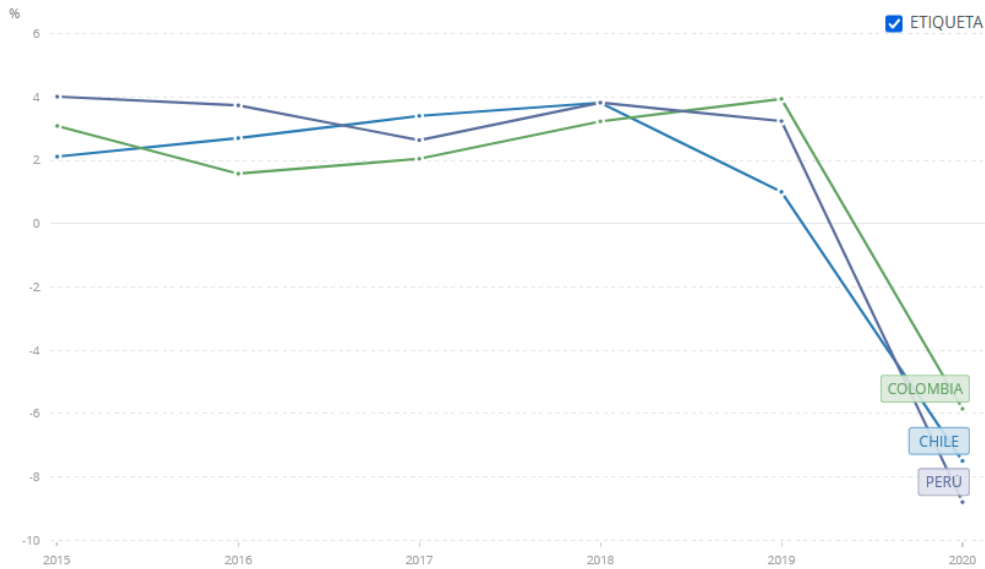
Fuente: Departamento de Estudios CNC

Anexo 4.1. Desempleo, total (% de participación total en la fuerza laboral) 2015 a 2020 - Chile, Perú y Colombia.



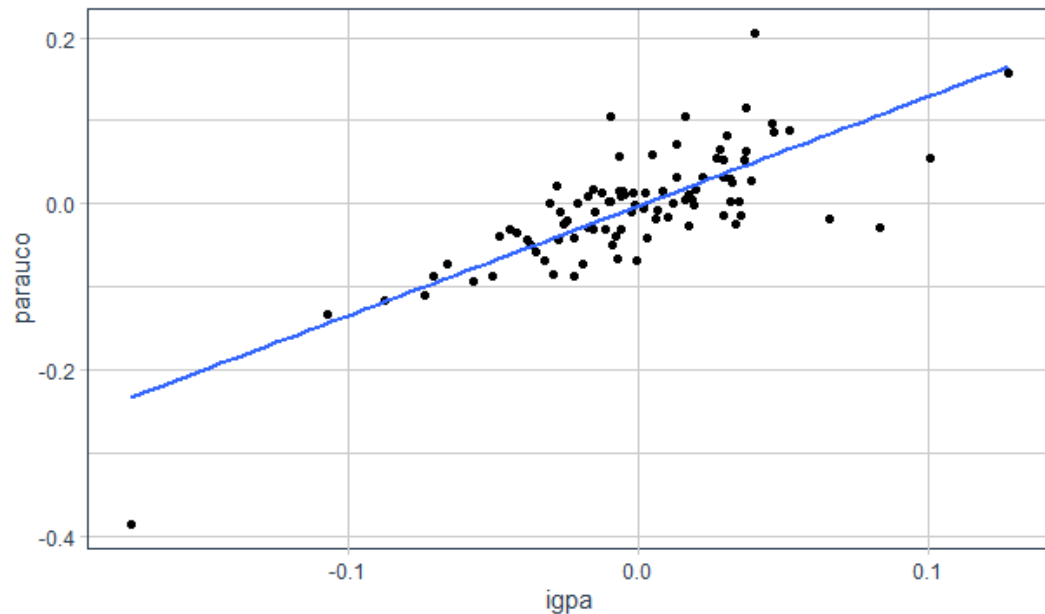
Fuente: datos del Banco Mundial (2021)

Anexo 4.2 Gasto de consumo final de los hogares (% del crecimiento anual) 2015 a 2020 - Chile, Perú y Colombia.



Fuente: datos del Banco Mundial (2021)

Anexo 5. Gráfico regresión de Parque Arauco S.A. con respecto al IPGA en el tiempo.



Fuente: elaboración propia a partir de los precios y retornos del IGPA y Parque Arauco S.A.

Anexo 6. Estados financieros consolidados de Parque Arauco S.A.

Anexo 6.1 Estado de resultados (31 de diciembre 2016 al 30 de junio de 2021)

	31.12.20 16	31.12.20 17	31.12.20 18	31.12.20 19	31.12.20 20	30.06.20 20	30.06.20 21
	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF
Ingresos ordinarios	6.078	6.800	6.879	7.263	4.329	2.078	2.114
Costo de ventas	(1.430)	(1.468)	(1.431)	(1.412)	(1.090)	(542)	(569)
Margen bruto Gross profit	4.647	5.331	5.448	5.851	3.239	1.535	1.546
Gastos de administración	(590)	(618)	(573)	(701)	(1.164)	(568)	(379)
Otros ingresos por función	98	112	3.010	1.735	1.190	7	60
Oros egresos por función	(246)	(244)	(364)	(388)	(693)	(150)	(54)
Resultado directo de la operación	3.910	4.581	5.695	6.497	2.573	825	1.173
Depreciación y amortización	(136)	(146)	(121)	(168)	(181)	(94)	(72)
EBITDA	4.194	4.860	4.996	5.318	2.256	1.061	1.239
Ingresos financiero	262	214	289	404	258	177	33
Costos financieros	(1.381)	(1.421)	(1.329)	(1.415)	(1.714)	(761)	(702)
Participación empresas relacionadas	372	435	375	254	179	7	45
Diferencias de cambio	(22)	(3)	(0)	29	37	40	(83)
Unidades de reajuste	(441)	(400)	(658)	(773)	(818)	(372)	(596)
Ganancias (perdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro y el valor justo	2.119	1.924	-	-	-	-	-
Ingresos (gastos) no operacionales	910	749	502	(1.500)	(2.057)	(909)	(1.303)

Ganancia perdida antes de impuestos	4.820	5.330	6.198	4.997	516	(84)	(131)
Impuestos corrientes	(462)	(498)	(875)	(510)	(34)	(99)	(138)
Impuestos diferidos	(1.006)	(1.120)	(847)	(790)	(335)	21	30
Total utilidad (pérdida)	3.352	3.712	4.476	3.696	146	(162)	(238)

Anexo 6.2 Estado de situación financiera (31 de diciembre 2016 al 30 de junio de 2021)

	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2020	30.06.2021
	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF
ACTIVOS							
ACTIVOS CORRIENTES							
Efectivos y Equivalentes al Efectivo	6.027	5.470	10.202	11.142	12.347	19.423	12.923
Otros Activos Financieros, Corriente	21	0	240	0	4	9	9
Otros Activos no Financieros, Corriente	1.128	1.094	1.434	1.766	1.121	1.673	795
Deudores comerciales y otras CxC netas	1.111	1.084	1.096	1.238	929	878	746
CxC a Entidades Relacionadas	210	148	0	8	9	3	15
Activos por Impuestos Corrientes	183	275	239	326	341	281	357
Total activos corrientes en operación	8.681	8.071	13.211	14.480	14.751	22.267	14.846
Activos no corrientes mantenidos para la venta	-	613	-	-	-	-	-
Activos Corrientes	8.681	8.684	13.211	14.480	14.751	22.267	14.846
ACTIVOS NO CORRIENTES							
Otros activos financieros, no corrientes	125	170	166	211	151	167	169
Otros activos no financieros, no corrientes	1.643	1.695	1.341	753	492	718	490
Derechos por cobrar no corrientes	9	2	2	2	2	2	36
Ctas x Cobrar Entidades Relacionadas no corrientes	0	63	240	72	68	82	16
Inversión en asociadas	4.196	4.234	3.262	4.140	4.078	4.087	3.999
Activos intangibles distintos de la plusvalía <i>Intangible</i>	597	528	587	640	447	641	421
Plusvalía	572	555	592	115	94	115	91
Propiedades, plantas y equipo	146	381	485	809	932	1.298	888
Propiedades de Inversión	56.675	59.520	64.814	71.957	69.593	71.598	68.219
Activos por impuestos diferidos	1.709	1.822	1.570	1.505	1.841	1.779	552
Activos por derechos de uso	0	0	0	99	71	87	58
Activos No Corrientes, Total	65.671	68.971	73.059	80.302	77.768	80.574	74.939
ACTIVOS, TOTAL	74.352	77.655	86.270	94.782	92.454	102.841	89.786

PASIVOS							
PASIVOS CORRIENTES							
Otros pasivos financieros corrientes	2.978	1.237	4.349	8.243	1.871	8.376	3.314
Cuentas por pagar comerciales y otras	1.453	1.626	1.862	1.747	921	1.138	812
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	94	100	-	-	-	-	0
Otras provisiones corrientes	79	71	82	43	36	38	18
Pasivos por Impuestos corrientes	148	127	178	603	60	83	36
Provisiones por beneficios a empleados	140	138	164	177	68	76	129
Otros pasivos no financieros corrientes	983	315	270	440	212	165	189
Pasivos por arrendamientos corrientes	-	-	-	94	60	98	69
Pasivos Corrientes, Total	5.875	3.614	6.905	11.347	3.229	9.974	4.565
PASIVOS NO CORRIENTES							
Otros pasivos financieros, no corrientes	27.695	31.151	31.788	29.961	40.057	40.183	35.806
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, no corrientes	-	-	115	-	-	0	-
Pasivos por Impuestos Diferidos	5.961	7.150	7.790	8.694	8.679	8.870	7.033
Otros pasivos no financieros no corrientes	703	635	565	765	749	831	716
Pasivos por arrendamientos no corrientes	-	-	-	2.760	2.326	2.760	2.285
Pasivos No Corrientes, Total	34.359	38.936	40.258	42.181	51.811	52.644	45.840
PASIVOS, TOTAL	40.234	42.549	47.163	53.529	55.040	62.618	50.405
PATRIMONIO							
Capital Emitido	15.658	15.525	15.237	14.962	14.571	14.761	14.257
Acciones en tesorería	-	-	-	-	-	-	-
Ganancias (pérdidas) acumuladas (resultados retenidos)	13.809	15.556	18.050	20.580	19.594	19.593	19.873
Prima de Emisión	11	11	10	10	10	10	10
Otras reservas	542	(1.308)	71	1.787	523	2.017	999
Patrimonio atribuible a los propietarios controladora	28.936	29.785	33.368	37.339	33.652	36.380	33.140
Participaciones no controladoras	5.183	5.321	5.739	3.914	3.762	3.843	6.240
Patrimonio Total	34.118	35.106	39.107	41.253	37.414	40.223	39.380
PATRIMONIO NETO Y PASIVOS, TOTAL	74.352	77.655	86.270	94.782	92.454	102.84	89.786

Anexo 6.3 Estado de Flujo Efectivo (31 de diciembre 2016 al 30 de junio de 2021)

	31.12.20 16	31.12.20 17	31.12.20 18	31.12.20 19	31.12.20 20	30.06.20 20	30.06.20 21
	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación							
Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios	9.064	10.272	10.933	11.233	6.722	3.766	3.600
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	(3.359)	(3.436)	(3.278)	(3.377)	(2.743)	(1.628)	(1.188)
Pagos a y por cuenta de los empleados	(665)	(772)	(751)	(833)	(793)	(450)	(355)
Impuesto a las ganancias reembolsados (pagados)	(407)	(568)	(467)	(476)	(274)	(291)	(147)
Otros pagos por actividades de operación	-	-	-	-	0	0	0
Otras entradas (salidas) de efectivo	(922)	(1.154)	(1.513)	(1.334)	(708)	(602)	(535)
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación	3.710	4.343	4.925	5.213	2.203	795	1.376
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión							
Flujos de efectivo utilizados para obtener el control de subsidiarias u otros negocios	(415)	(623)	0	0	0	0	0
Flujos de efectivo utilizados en la compra de participaciones no controladoras	(150)	0	0	0	0	0	0
Otros cobros por la venta de patrimonio o instrumentos de deuda de otras entidades	(2.098)	-	-	-	-	-	-
Importes procedentes de activos a largo plazo, clasificados como actividades de inversión	0	-	1.888	-	72	-	101
Préstamos a entidades relacionadas	0	0	0	0	0	0	47
Intereses recibidos	216	182	271	395	241	169	9
Importes procedentes de la venta de propiedad planta y equipo	0	0	0	0	0	0	0
Compras de propiedades planta y equipo	(24)	(41)	(102)	(37)	(210)	(4)	(4)
Compras de activos intangibles	(45)	(31)	(108)	(94)	(106)	(60)	(44)
Compras de otros activos a largo plazo, clasificados como actividades de inversión	0	0	0	0	0	0	0
Cobros a entidades relacionadas	0	0	45	0	0	0	0
Dividendos recibidos	496	248	0	171	0	0	0
Anticipos de efectivo y préstamos concedidos a terceros	0	0	0	0	0	0	0
Compras de otros activos a largo plazo	(4.614)	(3.487)	(3.605)	(3.705)	(2.170)	(1.087)	(1.349)
Impuestos a las ganancias pagados (reembolsados), clasificados como actividades de inversión	0	0	(382)	0	0	0	0
Otras entradas (salidas) de efectivo	556	68	(32)	10	(5)	(18)	(3)
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión	(6.078)	(3.684)	(841)	(3.259)	(2.178)	(999)	(1.243)
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de financiación							
Cobros por cambios en las participaciones en la propiedad de subsidiarias que no resulta en una pérdida de control	0	0	0	4.923	0	0	3.743
Pagos por cambios en las participaciones en la propiedad en subsidiarias que no dan lugar a la pérdida de control	0	0	0	(5.829)	0	0	0
Importes procedentes de la emisión de acciones	2.827	155	176	317	-	-	-
Importes procedentes de préstamos de largo plazo	4.073	2.806	421	7.760	10.030	6.570	0
Préstamos de entidades relacionadas	-	-	-	-	0	0	-0
Importes procedentes de préstamos de corto plazo	438	-	2.396	3.372	828	839	0
Total importes procedentes de préstamos	4.511	2.806	2.817	11.132	10.859	7.409	-0
Importes procedentes de la emisión de obligaciones con el público	4.710	1.076	4.626	(1.220)	3.289	4.298	(551)
Pagos de préstamos	-5.434	(2.526)	(4.404)	(7.170)	(9.296)	(1.401)	(1.626)
Pagos de préstamos a entidades relacionadas	0	-	-	-	0	0	-

Pagos de pasivos por arrendamiento financiero	-264	(181)	(127)	(190)	(393)	(41)	(32)
Dividendos pagados	(1.112)	(1.186)	(1.261)	(1.418)	(817)	(772)	86
Intereses recibidos	0	0	0	0	0	0	0
Intereses pagados	(1.169)	(1.172)	(1.115)	(1.269)	(1.317)	(609)	(711)
Impuestos a las ganancias pagados (reembolsados), clasificados como actividades de financiación	0	0	0	0	(237)	(240)	0
Otras entradas (salidas) de efectivo	-2	2	(17)	(393)	(178)	(138)	(1)
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de financiación	4.068	(1.026)	696	(1.115)	1.911	8.507	908
Incremento neto (disminución) en el efectivo y equivalentes al efectivo, antes de efecto en tasa de cambio	1.701	(367)	4.780	839	1.936	8.302	1.041
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	(9)	(88)	104	369	(505)	129	(88)
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo	1.692	(456)	4.884	1.208	1.431	8.431	953
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del periodo	4.335	593	5.318	9.934	11	11	12
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del periodo	6.027	5.470	10.202	11.142	12	19	13

Anexo 7. Detalle de cuenta Remuneraciones Parque Arauco S.A en miles de UF.

Detalle Remuneraciones: gasto de personal	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-20	Jun-21
	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF
Sueldos y salarios	(622)	(682)	(699)	(736)	(645)	(318)	(371)
Beneficios a cp empleados	(82)	(77)	(83)	(90)	(88)	(44)	(41)
Otros gastos de personal	(39)	(61)	(53)	(35)	(13)	(10)	(4)
Total	(742)	(821)	(834)	(862)	(747)	(371)	(417)

Fuente: estados financieros consolidados de Parque Arauco S.A.

Anexo 8. Importancia del detalle de costos y gastos operacionales con respecto al total.

Participación (%)	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-20	Jun-21
Remuneraciones	39,41%	42,30%	44,30%	44,33%	36,29%	36,54%	47,57%
Provisión deudores incobrables	1,28%	2,12%	2,38%	3,08%	23,67%	23,44%	9,00%
Otros(*)	59,31%	55,59%	53,33%	52,58%	40,04%	40,02%	43,43%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: elaboración propia.

Anexo 9. Importancia del detalle de costos y gastos operacionales con respecto a los ingresos ordinarios.

Participación (%)	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-20	Jun-21
Remuneraciones	-12,22%	-12,07%	-12,12%	-11,87%	-17,38%	-17,88%	-19,70%
Provisión deudores incobrables	-0,40%	-0,60%	-0,65%	-0,83%	-11,34%	-11,47%	-3,73%
Otros(*)	-18,39%	-15,86%	-14,60%	-14,08%	-19,17%	-19,58%	-17,99%
Total	-31,00%	-28,53%	-27,37%	-26,77%	-47,88%	-48,92%	-41,41%

Sin depreciación

Fuente: elaboración propia

Anexo 10. Detalle de las cuentas no operacionales.

Otros ingresos por función (M UF)	Dic-19	Dic-20
Venta de terreno asociado a PI	-	25
Indemnización o devolución seguros	-	1
Utilidad por revaluación PI	1.689	1.138
Otros Ingresos	46	27
Total otros ingresos por función	1.735	1.190

Fuente: datos de Parque Arauco S.A.

Otros gastos por función (M UF)	Dic-19	Dic-20
Impuestos extraordinarios	(35)	(38)
Gastos de estudios y proyectos	(199)	(250)

Deterioro de activos	(63)	(328)
Deducibles de siniestro	-	-
Gastos de indemnización y finiquitos	(6)	(17)
Otros gastos	(86)	(60)
Total otros gastos por función	(388)	(693)

Fuente: datos de Parque Arauco S.A.

Participación empresas relacionadas:

Rut	Nombre Asociada	País	Moneda	% Participación	Resultado Asociada	31.12.2020
					M\$	M\$
96.863.570-0	Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A.	Chile	Peso Chileno	50,00%	11.158.248	5.579.124
20604463174	Desarrollos Panamericana S.A.C	Perú	Sol Peruano	50,00%	(681.519)	(340.760)
20513561106	Soc. de Inv. y Gestión S.A.C.	Perú	Sol Peruano	50,00%	(33.788)	(16.894)
20543349403	Inmobiliaria Kotare S.A.C.	Perú	Sol Peruano	50,00%	(19.034)	(9.517)
						5.211.953

Rut	Nombre Asociada	País	Moneda	% Participación	Resultado Asociada	31.12.2019
					M\$	M\$
96.863.570-0	Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A.	Chile	Peso Chileno	50,00%	15.584.058	7.792.029
20604463174	Desarrollos Panamericana S.A.C	Perú	Sol Peruano	50,00%	(819.800)	(409.900)
20513561106	Soc. de Inv. y Gestión S.A.C.	Perú	Sol Peruano	50,00%	(355.013)	(177.506)
20543349403	Inmobiliaria Kotare S.A.C.	Perú	Sol Peruano	50,00%	(36.001)	(18.000)
						7.186.623

Fuente: datos de Parque Arauco S.A.

Diferencias de cambio (M UF)	Dic-19	Dic-20
Obligaciones financieras	25	185
Transacciones empresas relacionadas	5	(0)
Otros	(2)	(149)
Total otros gastos por función	29	37

Fuente: datos de Parque Arauco S.A.

Anexo 11. Detalle de cuentas de activos operacionales y no operacionales en miles de UF.

Efectivos y Equivalentes a Efectivo (M\$)	Jun-21
Efectivo en caja	2
Saldos en bancos (a)	154
Total efectivo	156
Depósitos a plazo corrientes	4.371
Inversiones a corto plazo (b)	8.396
Total equivalentes al efectivo	12.766
Efectivo y equivalentes al efectivo	12.923

Fuente: estados financieros Parque Arauco S.A.

Otros activos Financieros, corrientes / no corrientes:

Conceptos	Corrientes		No Corrientes	
	M\$		M\$	
	30.06.2021	31.12.2020	30.06.2021	31.12.2020
Creditítulos	1.889	2.030	574.845	667.221
Fondos Mutuos	-	-	1.752.754	1.826.421
Activos de cobertura	269.359	110.536	2.700.123	-
Otros activos financieros	271.248	112.566	5.027.772	2.493.642

Fuente: estados financieros Parque Arauco S.A.

Otros activos No financieros, corrientes / no Corrientes

Conceptos	Corrientes		No Corrientes	
	M\$		M\$	
	30.06.2021	31.12.2020	30.06.2021	31.12.2020
Anticipos proyectos	2.811.530	8.997.876	1.425.694	1.068.707
Gastos anticipados	3.083.754	3.805.399	87.072	93.297
Otros activos	3.138.809	3.016.485	13.040.324	13.129.747
Remanente IVA CF	14.595.537	16.777.619	-	-
Otros activos no financieros	23.629.629	32.597.379	14.553.089	14.291.751

Fuente: estados financieros Parque Arauco S.A.

Deudores comerciales y otras CxC netas:

Corriente	30.06.2021			31.12.2020		
	Valor bruto	Provisión incobrables	Valor neto	Valor bruto	Provisión incobrables	Valor neto
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
Deudores por venta	30.293.749	(16.758.808)	13.534.942	33.496.504	(14.854.810)	18.641.694
Documentos por cobrar	8.564.152	-	8.564.152	8.256.145	-	8.256.145
Deudores varios	78.561	-	78.561	108.509	-	108.509
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	38.936.463	(16.758.808)	22.177.655	41.861.158	(14.854.810)	27.006.348

Fuente: estados financieros Parque Arauco S.A.

Activos por Impuestos Corrientes:

Concepto	30.06.2021	31.12.2020
	M\$	M\$
Pagos provisionales	2.337.120	2.441.136
Otros impuestos	8.283.802	7.457.689
Activos por impuestos corrientes	10.620.922	9.898.825

Fuente: estados financieros Parque Arauco S.A.

Inversión en asociadas:

Rut	Nombre Asociada	% Particip.	Saldo al 01.01.2021	Reconocimiento participación resultados	Reservas de cobertura	Otras reservas	Saldo al 30.06.2021 en M\$
96.863.570-0	Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A.	50%	99.397.875	932.381	(826.895)	-	99.503.362
20604463174	Desarrollos Panamericana S.A.C	50%	14.081.332	430.447	-	(50.945)	14.460.834
20513561106	Sociedad de Inversión y Gestión S.A.C.	50%	4.645.621	(6.327)	-	(190.298)	4.448.996
20543349403	Inmobiliaria Kotare S.A.C.	50%	415.393	(7.835)	-	(17.045)	390.513
Total			118.540.222				118.803.704

Fuente: estados financieros Parque Arauco S.A.

Activos intangibles distintos de la plusvalía:

Rubro	Saldo bruto	Amortización acumulada	Saldo Neto	Saldo bruto	Amortización acumulada	Saldo neto
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
	30.06.2021			31.12.2020		
Otros derechos	2.855.367	(1.001.517)	1.853.850	2.985.923	(1.025.683)	1.960.240
Programas informáticos	12.348.572	(5.130.223)	7.218.350	11.703.948	(4.365.631)	7.338.316
Otros activos Intangibles identificables (1)	11.570.644	(8.128.120)	3.442.524	17.644.336	(13.958.906)	3.685.431
Activos intangibles	26.774.584	(14.259.860)	12.514.724	32.334.207	(19.350.220)	12.983.987

Fuente: estados financieros Parque Arauco S.A.

Propiedades, planta y equipo

Rubro	Saldo Bruto	Depreciación Acumulada	Saldo Neto
	M\$	M\$	M\$
	30.06.2021		
Edificios	20.360.554	(498.661)	19.861.893
Planta y Equipo	3.112.125	(1.794.549)	1.317.576
Equipamientos y tecnologías de la información	3.076.910	(1.390.889)	1.686.021
Instalaciones fijas y accesorios	5.074.783	(2.651.822)	2.422.962
Vehículos de motor	63.145	(57.882)	5.263
Otras propiedades, planta y equipos	3.039.546	(1.962.465)	1.077.081
Propiedades Planta y Equipo	34.727.064	(8.356.268)	26.370.795

Fuente: estados financieros Parque Arauco S.A.

Propiedades de inversión:

Concepto	30.06.2021	31.12.2020
	M\$	M\$
Propiedades de Inversión en construcción o desarrollo	175.174.641	151.879.741
Propiedades de Inversión completadas	1.766.305.956	1.785.724.912
Derecho de uso	85.302.420	85.494.868
Total Propiedad de inversión	2.026.783.017	2.023.099.521

Fuente: estados financieros Parque Arauco S.A.

Activos por derechos de uso:

	30.06.2021	31.12.2020
	M\$	M\$
Saldo inicial	2.065.819	2.800.864
Adiciones	30.408	77.783
Amortizaciones del período	(332.486)	(702.124)
Diferencia de conversión	(35.039)	(110.705)
Saldo final	1.728.703	2.065.819

Fuente: estados financieros Parque Arauco S.A.

Anexo 12. Clasificación operacional y no operacional de pasivos corrientes.

Tipo de Pasivos corrientes (en M UF)	Al 30 Jun 2021	Operacional	No Operacional
PASIVOS CORRIENTES			
Otros pasivos financieros corrientes	3.314		X
Cuentas por pagar comerciales y otras CxP	812	X	
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	-		X
Otras provisiones corrientes	18		X
Pasivos por Impuestos corrientes	36		X
Provisiones por beneficios a empleados	129		X
Otros pasivos no financieros corrientes	189	X	
Pasivos por arrendamientos corrientes	69		X
Pasivos Corrientes, Total	4.565		

Fuente: elaboración propia

Anexo 13. Desarrollos futuros 2021 en delante de Parque Arauco S.A.

Desarrollos futuros	Fecha apertura	Año	ABL total (m2)	% propiedad	ABL propio (m2)	Inversión total US\$MM
Parque Alegria	1S2022	2022	50.000	52,50%	26.250	116
Santa Elena	2S2021	2021	1.500	100%	1.500	4
Parque Arauco Kennedy - Fase 1 y 2	2S2024	2024	21.000	100%	21.000	90
Larcomar	2S2021	2021	3.000	100%	3.000	4
Puerto Nuevo Antofagasta (placa comercial - Torre hotel)	En revisión	-	2.000	100%	2.000	4
Puerto Nuevo Antofagasta (placa comercial - Balmaceda)	1S2021	2021	2.000	100%	2.000	9
Total			79.500		55.750	227
Total desarrollos seguros			77.500		53.750	223

Fuente: reporte de resultados Parque Arauco S.A. 2T21

Bibliografía

- Aswath D. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
- Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.
- Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.
- Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Cengage learning.
- Pinto, J.E., Robinson, T.R., y Stowe, J.D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 37(2), 219-233.
- América Retail. (21 de mayo de 2021). *El 57% de los nuevos proyectos de centros comerciales quedaron en stand by*. Obtenido de América Retail: Colombia: <https://www.america-retail.com/colombia/el-57-de-los-nuevos-proyectos-de-centros-comerciales-que-daron-en-stand-by/>
- Banco Mundial. (2021). *Datos de libre acceso del Banco Mundial*. Obtenido de Banco Mundial: <https://datos.bancomundial.org/>
- BBC News Mundo. (22 de marzo de 2021). *Coronavirus en Chile: ordenan confinar a casi el 70% de la población pese al éxito de la campaña de vacunación*. Obtenido de BBC NEWS: noticias américa latina: <https://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-56491323>
- Bolsa de Santiago. (30 de junio de 2021). *Presencia Bursátil*. Obtenido de Bolsa de Santiago: https://www.bolsadesantiago.com/presencia_bursatil
- Cámara chilena de Centros Comerciales. (2019). *Análisis de Parque Arauco*. Santiago, Chile: Cámara Chilena de Centros Comerciales.

Cámara de Comercio de Lima. (2021). *Inversiones en comercio sumarían más de US 430 millones en el 2021*. Obtenido de Cámara de Comercio de Lima: <https://lacamara.pe/inversiones-en-comercio-sumarian-mas-de-us-430-millones-en-el-2021/>

Cencosud. (2020). *Memoria Anual 2020*. Santiago, Chile: Cencosud.

CMC. (06 de mayo de 2021). *Proyectos de inversión inmobiliaria del sector comercio caen en la segunda mitad de 2020*. Obtenido de Cámara Nacional de Comercio Chile: <https://www.cnc.cl/proyectos-de-inversion-inmobiliaria-del-sector-comercio-caen-en-la-segunda-mitad-de-2020/>

Falabella S.A. (2020). *Memoria anual 2020 Falabella*. Santiago, Chile: Falabella S.A.

IMF. (2021). *Real GDP growth: annual percent change*. Obtenido de International Monetary Fund: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/CHL/COL/PER

INE. (30 de junio de 2021). *Instituto Nacional de Estadísticas Chile*. Obtenido de BOLETÍN ESTADÍSTICO: EMPLEO TRIMESTRAL: https://www.ine.cl/docs/default-source/ocupacion-y-desocupacion/boletines/2021/regi%C3%B3n-metropolitana-y-gran-santiago/ene_rm-mam-2021-11-57.pdf

InRetail. (2020). *Informes anuales*. Obtenido de InRetail Perú Corp.: <https://www.inretail.pe/Informes%20Anuales/52/>

Investing. (18 de septiembre de 2020). *BR Malls Participacoes SA: profile*. Obtenido de Investing.com: <https://es.investing.com/equities/br-malls-par-on-nm-company-profile>

Investing. (2021). *Indices*. Obtenido de Investing: <https://www.investing.com/indices>

Ministerio de Salud. (25 de marzo de 2020). *Gobierno anunció cuarentena total para siete comunas de la RM*. Obtenido de Ministerio de Salud: <https://www.minsal.cl/ministro-de-salud-anuncio-cuarentena-total-para-siete-comunas-de-la-rm/>

Parque Arauco S.A. (2020 de junio de 2020). *CMF: Prospectos Bonos Corporativos*.

Obtenido de Prospecto legal Emisión de Bonos por Línea de Títulos de Deuda:

https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=a4d3a62c02fdd4ae30fb6bb1c4096a7cVFDwQmVVMUVRVEpOUkVreVQxUm5kMDVSUFQwPQ==&secuencia=1

Parque Arauco S.A. (31 de diciembre de 2020). *Memoria integrada 2020*. Obtenido de

https://www.parauco.com/wp-content/uploads/2021/06/210528_PA_CAP-0-6_Memoria-2020.pdf#page=19&zoom=110,20,517

Parque Arauco S.A. (14 de 08 de 2020). *Reporte de resultados 2T20*. Obtenido de

Parque Arauco: Información financiera:
<https://parquearauco.modyocdn.com/uploads/514b14e0-1e8e-45f8-965b-3bb14b572400/original/Reporte-de-Resultados-2T20.pdf>

Parque Arauco S.A. (06 de 08 de 2021). *Reporte de Resultados 2T21*. Obtenido de

Parque Arauco: Información Financiera:
<https://parquearauco.modyocdn.com/uploads/5b6bf059-bec6-477f-a0d9-be8579d14c1a/original/Reporte-de-Resultados-2T21-FINAL.pdf>

Parque Arauco S.A. (s.f). *ParqueArauco*. Obtenido de Nuestra empresa: Quiénes

Somos: <https://www.parauco.com/quienes-somos/>

SII. (2021). *Impuesto a la Renta de Primera Categoría*. Obtenido de Servicio de

Impuestos Internos: https://www.sii.cl/ayudas/aprenda_sobre/3072-1-3080.html