



## **VALORACIÓN DE EMPRESA PARQUE ARAUCO S.A.**

**Mediante el Método de Flujos de Caja Descontados**

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

Alumno: Sabrina Champigny

Profesor Guía: Mauricio Jara

Santiago, noviembre 2021

## Contenido

1. METODOLOGÍA	4
1.1. Principales métodos de valoración	4
1.1.1. Método de flujos de caja descontados	4
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA	6
2.1. Descripción de la empresa	6
2.2.1. Antecedentes del negocio e historia	7
2.2.3. Principales accionistas	8
2.2.4. Filiales	10
2.2. Descripción de la industria	11
2.2.1. Estado actual	11
2.2.2. Regulación y fiscalización	13
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL	14
3.1. Deuda financiera	14
3.2. Patrimonio económico	17
3.3. Valor económico	17
3.4. Estructura de capital histórica y objetivo	18
4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL	20
4.1. Costo de la deuda	20
4.2. Beta de la deuda	20
4.3. Estimación del beta patrimonial	21
4.4. Beta patrimonial sin deuda	21
4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo	22
4.6. Costo patrimonial	23
4.7 Costo de capital	23
5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO	25
5.1. Análisis de crecimiento de la empresa	25
5.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	27
5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa	29
5.4. Análisis de márgenes de la empresa	30
5.5. Análisis de los activos de la empresa	32
5.5.1. Activos operacionales y no operacionales	32
5.5.2. Efectivo y Equivalentes al Efectivo	34
5.5.3. Otros activos financieros corrientes y no corrientes	34
5.5.4 Pasivos Corrientes Operativos.	34
5.5.4. Capital de trabajo operativo neto CTON	35

---

5.5.5. Inversiones	36
5.6. Análisis de crecimiento de la industria	37
6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS	39
6.1. Ingresos operacionales proyectados	39
6.2. Costos y gastos operacionales proyectados	42
6.3. Resultado no operacional proyectado	43
6.4. Impuesto corporativo proyectado	44
6.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF	45
6.5.1 Supuestos utilizados	46
6.6. Estado de resultados proyectado porcentual	47
7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	48
7.1. Inversión en reposición	48
7.2. Nuevas inversiones de capital	48
7.3. Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto	49
7.4 Valor terminal	49
7.5. Flujos de caja libre proyectados	50
8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO	50
8.1. Valor presente de los flujos de caja libre	50
8.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto	51
8.3. Activos prescindibles y otros activos	51
8.4. Valorización económica de la empresa	52
8.5. Análisis de sensibilidad	53
BIBLIOGRAFÍA	55

## 1. METODOLOGÍA

### 1.1. 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) en el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). 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 se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Fernández, 2012; Papelu *et al.*, 2019; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados.

#### 1.1.1. 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, 2012; 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, 2012; 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, 2012; 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, 2012).

## **2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA**

### **2.1. Descripción de la empresa**

Parque Arauco es una empresa inmobiliaria la cual está presente en el mercado chileno desde 1982, cuando iniciaron la explotación del concepto de centro comercial con tiendas por departamentos, inaugurando su primer centro comercial Parque Arauco Kennedy. Este crecimiento a lo largo del tiempo ha sido ayudado por su gestión proactiva en planificar con atención el desarrollo y la operación de distintos espacios comerciales inmobiliarios.

## 2.2.1. Antecedentes del negocio e historia

En línea con el punto anterior, esta empresa chilena con inicios en los años ochenta en base al modelo de negocios desarrollado en renta inmobiliaria de espacios comerciales. Se enfocaron en el desarrollo de espacios físicos, en donde las personas se sientan atraídos a concurrir a sus dependencias, debido a que son atractivos, ya sea porque están bien desarrollados, limpios y ordenados con fácil accesibilidad y externalidades. También se preocuparon de contar con una buena oferta de tiendas, lo cual contribuye a que sean lugares de encuentro y que atraiga a las personas a efectuar sus compras en los mismo.

El crecimiento de negocio a través del tiempo se define por décadas marcadas por definiciones estratégicas del grupo el cual se puede expresar según el siguiente detalle:

- 1979 -1989. Etapa de Creación e Innovación, durante esta etapa se crea la empresa y se inaugura el primer centro comercial Parque Arauco Kennedy (1982).
- 1990-1999. Etapa de Expansión, durante esta etapa la empresa pasa a ser una sociedad anónima abierta, y comienza su expansión dentro de Chile y emprende como accionista minoritario en una empresa del giro en Argentina.
- 2000-2009. Etapa Diversificación y consolidación, abre sus operaciones en Perú, realiza su primera colocación de bonos corporativos en el mercado.
- 2010-2020. Etapa de Crecimiento, abre operaciones en Colombia, aumenta su cantidad de metros cuadrados arrendables a sobre 1.000.000 m<sup>2</sup>, como así también diversifica el tipo y tamaño de sus locales arrendables en strip centers, outlets, oficinas y centros médicos.

Los tipos de activos operado por la empresa se dividen en cinco segmentos. A lo largo de la trayectoria de la empresa, el más relevante ha sido los centros regionales, cuales son definido con un ABL mayor a 20.000 m<sup>2</sup>. Unos activos emblemáticos de esta categoría son el Parque Arauco en Las Condes Chile o Larcomar en la capital del Perú, Lima. Los centros comerciales vecinal son por lo general con ABL entre 6.000 y 20.000 m<sup>2</sup>, por lo general tienden a contener una tienda ancla (supermercado) para atraer mayor cantidad de clientes. Los strip center son centros comerciales con menos de 6.000 m<sup>2</sup>. Los outlets están ubicados en las afueras de ciudades grandes con el fin de ofrecer productos (ropas y bienes) a precios con descuentos atractivos. Como complemento a los otros activos comentados, la empresa está ampliando su portafolio para incluir otras inversiones de renta inmobiliaria para diversificar su oferta. En los últimos años en Chile se ha

inaugurados oficinas, centros médicos y hoteles. Al 31 de diciembre del 2020, el portafolio de Parque Arauco y sus filiales en Sudamérica está compuesto de la siguiente forma:

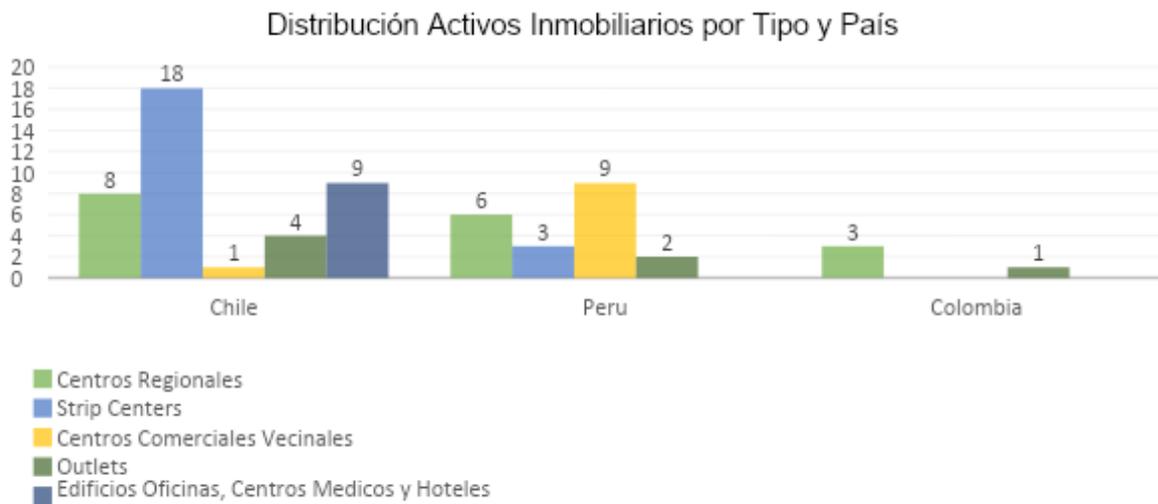
*Tabla 1: Cantidad de activos por tipo y diversificados por país.*

	Total	Chile	Perú	Colombia
Centros Regionales	17	8	6	3
Strip Centers	21	18	3	
Centros Comerciales Vecinales	10	1	9	
Outlets	7	4	2	1
Edificios Oficinas, Centros Médicos y Hoteles	9	9		

Fuente: Memoria anual 2020, Elaboración propia.

Como se puede apreciar en la figura a continuación la mayor concentración de los activos se encuentra ubicado en Chile.

*Ilustración 1: Distribución Activos por tipo y país.*



Fuente: Memoria anual 2020, Elaboración propia.

## 2.2.2. Principales accionistas

Como se puede apreciar este tipo de inversión para ciertos grupos resulta bastante atractivo, debido a su rentabilidad sobre los activos y su bajo nivel de riesgo, lo cual los clasifica como una inversión a largo plazo e interesante dentro de sus respectivos portafolios. En lo general logran una tasa de ocupación alta y son un activo tangible con

mayor rentabilidad que una inversión de renta fija. La estructura de la propiedad de la empresa es la siguiente:

*Tabla 2, Distribución principales accionistas*

Porcentaje	Accionista
25%	Grupo Controlador
14%	Fondos de Inversión Extra
17%	Corredores de Bolsa Local
18%	Fondos de Pensiones Local
16%	Otros Accionistas
5%	Grupo Familia Said Yarur
3%	Grupo Familia Abumohor
1%	Fondos Mutuos Locales

Fuente: Memoria anual 2020, Elaboración propia.

El grupo controlador se encuentra con el mayor porcentaje de participación con un 25%. El remanente de los inversionistas se encuentra bien distribuido entre diversos actores indicando que no hay mayor concentración de accionistas limitando los problemas de agencia.

### 2.2.3. Filiales

La empresa cuenta con operación en los siguientes países diferentes a Chile, Perú y Colombia, para poder dimensionar el tamaño en cada lugar se muestra la siguiente tabla:

*Tabla 3: Caracterización tamaño filiales*

País	Chile	Perú	Colombia
Área Bruta Locataria (ABL)	512.000 m2	405.500 m2	154.000 m2
Área Bruta Local (%)	48%	38%	14%
Participación del mercado	10%	14%	8%
Número de Activos	31	20	4
Tasa de Ocupación	95%	87%	92,5%

Fuente: Memoria anual 2020, Elaboración propia.

Al igual que las cantidades de activos antes mostrados, Chile tiene un total de área bruta locataria predominante con los otros países. El segundo país con mayor cantidad de metros cuadrados disponible para arrendar es Perú, que tiene un total 405.500 m2 representando un 21% menor que Chile.

Así también desde otro punto de vista podemos apreciar que los ingresos dentro los países se distribuye porcentualmente de la siguiente forma:

*Tabla 4: Distribución de los ingresos según país.*

Año/País	Chile	Perú	Colombia
2020	53,4%	27,3%	19,3%
2019	58,1%	28,4%	13,6%

Fuente: Memoria anual 2020, Elaboración propia.

Es importante tener en consideración que el porcentaje que aportan los negocios en Perú en función a los ingresos son bastante menores en comparado con el ABL. Desde la tabla 3, se identifica el porcentaje de ABL de cada país con respecto a la cartera total, Chile es primero con un 48% seguido de Perú con 38% y finalmente un 14% para Colombia. Uno puede concluir que los activos en Perú tienen una menor rentabilidad que los otros activos de Chile y Colombia. En resumen, Chile mantiene una posición muy relevante para la empresa, ya que tiene la mayor cantidad de activos en operación, mayor porción de metros cuadrados y contribuye a más de la mitad de los ingresos consolidado de cada año.

## **2.2. Descripción de la industria**

Como hemos podido apreciar durante el desarrollo del presente trabajo, el negocio de Parque Arauco está circunscrito a la industria inmobiliaria, en donde la compañía se dedica al desarrollo de proyectos inmobiliarios y su administración por medio de arriendos de espacios. Lo usual es encasillar a la empresa en desarrollo de espacios del tipo mall, pero desde un tiempo a la fecha la empresa se ha enfocado en diversificar su oferta de valor en otro tipo de inmuebles como lo son: edificios de oficinas, centros médicos y hoteles.

Dentro de los principales actores y competidores dentro del segmento inmobiliario comercial tenemos a los siguientes: Grupo Plaza, Open Plaza, Grupo Pasmor, Vivocorp, Cencosud, Grupo Patio, Zofri, Grupo Marina, Espacio Urbano, Apumanque, MallSport, Neorentas, Holding Kalabai, Movicenter, Midmall y Paseo San Bernardo. En beneficio de la disponibilidad de los datos abiertos en bolsa y auditados, más adelante mostraremos las empresas las cuales vamos a comparar a la empresa en cuestión.

### **2.2.1. Estado actual**

Durante el año 2020, y en vista del escenario internacional por la aparición del COVID-19, y en plena pandemia, la empresa efectuó direccionamiento estratégico en dos áreas. Primero mantener hasta donde fuera posible la continuidad operacional, asegurando el funcionamiento de servicios esenciales para la comunidad como el caso de los supermercados, farmacias, centros de salud entre otros. Así también implementando otras prácticas impuestas por los gobiernos, como así otras soluciones innovadoras disponibles en el mercado en relación con los controles de temperaturas, sanitización, control de aforo entre otras. Todo esto sumado a la capacitación al personal y empresas contratistas.

Desde el punto de vista de la solidez financiera, planificaron y ejecutaron una estrategia de financiamiento, refinanciamiento y reprogramación de sus obligaciones financieras correspondientes al periodo 2020-2021. Con la finalidad de asegurar una buena liquidez y contribuir al funcionamiento operacional. En línea con lo anterior, emitieron bonos en el mercado de capitales del Chile por un monto de UF 7 millones en dos series, una por UF 2 millones a 5 años y otra por UF 5 millones a 10 años.

En relación con el primer trimestre 2021, la empresa en función de sus ventas en comparación con el 2020 año anterior reportó ventas por un monto UF 1.142.601 un

22,7% menor que el año anterior. Por otro lado, informó que el promedio de ABL abierto al público rondó los 64,5%. Los costos del locatario, es una medida de desempeño en el sector de rentas inmobiliarias, ya que mide la salud financiera de los contratos de arriendo que mantiene la compañía con sus arrendatarios. Por lo mismo, se evalúa el costo que los arrendatarios tienen para mantener las tiendas abiertas funcionando, este se calcula de la siguiente forma:

$$\text{Costo Locatario} = \frac{\text{arriendo fijo} + \text{arriendo variable} + \text{gastos comunes} + \text{fondo de promoción}}{\text{ventas}}$$

En comparación con el primer trimestre 2020 y 2021, por cada país se muestra una disminución en el indicador en el caso de Chile este disminuyó de 11,6% a un 9,6%, para Perú de 8,2% a 6,6% y por último en caso de Colombia 14,5% a 11,6%. Estas disminuciones están en relación con el aumento en las ventas y también por el apoyo de la compañía a sus locatarios proponiendo un arriendo razonable que también permita a sus clientes poder salir adelante durante la crisis.

Considerando el periodo de 12 meses desde abril 202 hasta marzo 2021 los ingresos informados por la compañía alcanzaron los UF 3.825.369 representando un 88,4% de los ingresos reportado en el año 2020.

Con relación al resultado operacional EBITDA (LTM) al término del primer trimestre año 2021, reporto UF 1.774.325 siendo un 21% más bajo que el año anterior, pese a los esfuerzos llevados adelante por la compañía en donde logra disminuir sus costos de venta en un 14,5%. Así también disminuyó sus costos de administración en un 14,6%, una partida que registra aumentos fue la de seguros a los inmuebles que aumenta en 44%. En relación con las provisiones por incobrables, en 2020, alcanzó un monto de UF 490.739 aumentando considerablemente con las cifras reportadas en 2019. En general se observa que la empresa mantiene una posición conservadora en relación con esta provisión considerando los escenarios de incertidumbre actuales.

El impacto del COVID-19, es un escenario hostil para cualquier tipo de compañía en relación que las libertades de las personas fueron reducidas con la finalidad de detener la expansión de la pandemia. Esto impacta directamente a esta compañía, ya que parte de sus ingresos también está en línea al porcentaje de venta de sus arrendatarios. No obstante, pudieron seguir funcionando ciertos tipos de negocios de carácter esencial. Sin embargo, con la finalidad de poder ver una imagen de los resultados que tenía la compañía en años normales se presenta la siguiente tabla en donde se muestran cuáles

eran sus resultados prepandemia los cuales rondaban EBITDA cerca de los 5 millones de UF.

*Tabla 5: EBITDA UF Parque Arauco años 2021 (1T) a 2017*

	2017	2018	2019	2020	Mar-21 LTM
EBITDA	4.859.516	4.995.942	5.318.328	2.256.270	1.774.325
Variación anual del EBITDA		3%	6%	-58%	-21%
Margen EBITDA	71%	73%	73%	52%	46%

Fuente: Reporte de resultados, Elaboración propia

## 2.2.2. Regulación y fiscalización

La Compañía al ser una Sociedad Anónima Abierta en bolsa, está sujeta a la Ley N° 18.046, en la cual regula la actividad de estas y entre los principales puntos que atañen a la presente entrega son los que siguen:

- La junta ordinaria de accionistas de las sociedades anónimas abiertas deberá designar anualmente auditores externos independientes con el objeto de examinar la contabilidad, inventario, balance y otros estados financieros de la sociedad, y con la obligación de informar por escrito a la próxima junta ordinaria de accionistas sobre el cumplimiento de su mandato.
- La memoria, balance, inventario, actas, libros y los informes de los auditores externos y, en su caso, de los inspectores de cuentas, quedarán a disposición de los accionistas para su examen.
- La obligación de informar hechos esenciales los cuales tengan relación con información que debe estar disponible públicamente para el mercado con el fin de analizar el precio de la acción o de la empresa, o ser considerados como información privilegiada.

A su vez la empresa considerando que durante el año 2020 emitió Bonos Financieros, esta se sometió, en base a las disposiciones de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), a las evaluaciones de riesgo de las Clasificadoras de riesgo: Feller Rate y ICR, obteniendo una calificación AA, información se encuentra detallada en la *Tabla 11*. Ambas calificaciones son concordantes y posicionan a la empresa en un muy buen pie para obtener financiamiento, más aún considerando el escenario pandémico actual.

## 3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

Parque Arauco tiene una estrategia de crecimiento orgánico a través de fusión & adquisiciones, participación minoritaria o desarrollo (proyectos greenfield) sin perjudicar su clasificación de riesgo de alta calidad. Con el fin de financiar su crecimiento y operación en 3 diferentes países, la empresa está constantemente evaluando las condiciones de mercado de cada ubicación y los riesgos que representan para así lograr un financiamiento eficiente y óptimo. Históricamente, la empresa ha mantenido una mayor porción de sus financiamientos en Chile. Al 31 de marzo del 2021, Parque Arauco tiene un 84% de su deuda financiera en Chile (70% en UF y 14% en CLP). A continuación, se detalla la evolución de la deuda financiera en cada país.

*Tabla 6: Deuda financiera por país de Parque Arauco S.A.*

En Parque Arauco S.A.	2017	2018	2019	2020	Mar-21 LTM
Deuda financiera en Chile	73,85%	78,67%	81,13%	84,61%	84,93%
Deuda financiera en Perú	15,69%	12,58%	18,87%	11,54%	11,24%
Deuda financiera en Colombia	10,46%	8,75%	0,00%	3,85%	3,83%

Fuente: Estados financieros, Elaboración propia.

En 2019, se nota un aumento del financiamiento en moneda chilena principalmente resultado de las mejores condiciones financieras a nivel macroeconómico. A continuación, se analiza con mayor detalle como la empresa se financia usando arrendamiento financiero, préstamos bancarios, bonos y pasivos de cobertura.

### 3.1. Deuda financiera

Dado los cambios requeridos por la implementación de la NIIF 16, la empresa ha reclasificado los arrendamientos financieros al ítem de pasivos por arriendo, donde todos los contratos, sean financieros o no, deben ser valorizados a valor presente. Con el fin de seguir analizando las fuentes de financiamiento de la empresa, se incluye para 2020 y 2021 todos los pasivos por arrendamiento.

Tabla 7: Deuda financiera de Parque Arauco S.A. en UF

En Parque Arauco S.A.	2017	2018	2019	2020	Mar-21 LTM
Total corriente	1.236.566	4.348.738	8.301.784	1.930.337	1.810.865
<i>Pasivos por arrendamiento</i>	79.494	72.285	58.861	59.666	65.685
<i>Préstamos bancarios</i>	917.923	3.504.853	5.215.327	818.092	816.399
<i>Emisión de bonos</i>	239.148	756.961	3.020.503	1.032.225	928.781
<i>Pasivos de cobertura</i>	-	14.639	7.093	20.354	-
Total no corriente	31.150.611	31.787.841	31.078.742	42.383.060	40.845.715
<i>Pasivos por arrendamiento</i>	1.210.500	1.129.678	1.117.399	2.326.039	2.295.145
<i>Préstamos bancarios</i>	10.142.862	7.523.694	9.905.357	14.724.013	14.085.900
<i>Emisión de bonos</i>	18.198.374	22.985.834	20.002.325	25.022.068	24.388.143
<i>Pasivos de cobertura</i>	1.598.875	148.634	53.661	310.940	76.527
Total	32.387.177	36.136.579	39.380.526	44.313.397	42.656.579

Fuente: Estados financieros, Elaboración propia.

Se puede notar que la deuda financiera de la empresa ha ido aumentando cada año con excepción del 2021, donde se observa una baja de los pasivos financieros de un 3%. En general, dado el peso porcentual de cada ítem, podemos concluir que los dos elementos más relevantes son los préstamos bancarios y la emisión de bono cuales representan un 37% y 63% respectivamente.

La empresa tiene la preocupación de alinear los vencimientos de los flujos con sus obligaciones. En la memoria del 2020, la empresa reportó una duración de sus obligaciones financieras de 5,6 años mientras la vigencia de los contratos de arriendo tenía un promedio de 5,7 años.

Analizando con mayor detalle los bonos, en 2020 se nota un aumento de un 16% con respecto al año anterior. En información corporativa de la memoria del 2020, la empresa reportó 2 emisiones de bonos de serie X y Serie AA.

Tabla 8: Emisiones de bonos de Parque Arauco S.A.

En Parque Arauco S.A.		
Nemotécnico	BPARC-X	BPARC-AA
Tipo instrumento	Bonos Corporativos	Bonos Corporativos
Fecha de emisión	20-02-2020	05-06-2020
Fecha de vencimiento	20-02-2025	05-12-2029
Plazo	5	10
Tasa de emisión	0,85%	1,40%
Monto emitido (UF)	2.000.000	5.000.000
Amortización	Bullet	Bullet
Clasificación	AA	AA

Fuente: Plataforma de Risk America, Elaboración propia.

La primera línea fue colocada el 22 de abril del 2020, fue por un total de UF 2 millones a 5 años con una tasa de 2,2%. La segunda emisión fue en junio del 2020 por UF 5 millones a 10 años con una tasa de 1,5%. Ambas tuvieron una buena recepción por el mercado financiero. La empresa logro asegurar financiamientos de baja tasa ya que la tendencia hacia la baja de los últimos años se ha visto afectadas de forma negativas por el aumento de incertidumbre a nivel país en el 2021.

En Chile, la empresa tiene 8 bonos emitido al 31 de marzo del 2021, de los cuales algunos ya han amortizado capital. La línea inscrita de cada uno de los instrumentos es 790, 804, 827, 838, 906, 906, 803 y 1024.

Tabla 9: Emisiones de bonos de Parque Arauco S.A.

En Parque Arauco S.A								
Nemotécnico	BPARC-K	BPARC-O	BPARC-P	BPARC-R	BPARC-T	BPARC-V	BPARC-X	BPARC-A A
Pais Emisión	Chile							
Fecha de inscripción	11-2014	04-2015	09-2016	09-2016	08-2018	08-2018	02-2020	06-2020
Plazo (años)	25	25	7	21	7	10	5	10
Deuda Vigente	3.000.00 0	4.000.00 0	1.875.00 0	2.000.00 0	1.000.00 0	4.000.00 0	2.000.00 0	5.000.00 0
Tasa de emisión	3,65%	3,30%	2,00%	3,00%	1,65%	2,55%	0,85%	1,40%
Vencimiento	09-2039	03-2040	10-2023	10-2037	08-2025	08-2028	02-2025	12-2029

Fuente: Plataforma de Risk America, Elaboración propia.

Dado la crisis sanitaria las perspectivas de riesgos de algunas industrias ha sido más afectadas que otras. Por ejemplo, los centros comerciales han tenido que suspender por

largos periodos de tiempos sus diferentes locales. La empresa ha impulsado una estrategia de diversificación para limitar la exposición de riesgo,

*Tabla 10: Clasificación de riesgo de Parque Arauco S.A.*

En Parque Arauco S.A.	2017	2018	2019	2020	Mar-21 LTM
Clasificación Feller	AA-	AA-	AA	AA	AA
Clasificación ICR	AA-	AA-	AA	AA	AA

Fuente: Plataforma de Risk America, Elaboración propia.

En los últimos años, la empresa ha tenido un buen desempeño con mitigar los riesgos y mantener una estabilidad financiera. De hecho, en 2019, la empresa recibió un cambio de clasificación aumentando de AA- a AA. Hasta la fecha, las dos clasificadoras de riesgo siguen otorgando la misma nota de AA con perspectiva estable. Algunos puntos destacados son el portafolio diversificado con activos de alta calidad, la empresa es el tercer actor más relevante en Chile y en contexto de pandemia se ha mantenido niveles de liquidez adecuado.

### 3.2. Patrimonio económico

El patrimonio de la empresa fue obtenido de los estados financieros publicado considerando el patrimonio total de ella, es decir el capital emitido, los resultados retenidos, las primas de emisión y las otras reservas.

En general la empresa tiene una política de distribuir parte de su utilidad todos los años. En el 2020, se repartió 25 pesos por acción resultando un total pagado de CLP 22.642.897 millones. En el año anterior se pagó un dividendo de 39 por acción lo cual significo repartir un 46% de las utilidades distribuibles de 2018.

En los últimos años, no se ha observados aporte de capital, ya que el último fue en 2016 por un monto de CLP 70.477 millones.

### 3.3. Valor económico

Para obtener el valor económico de la empresa se identificó la cantidad de acciones en circulación al termino de cada año. Se considera las acciones suscritas durante el transcurso del año.

*Tabla 11: Numero de acciones en circulación de Parque Arauco S.A.*

En Parque Arauco S.A.	2017	2018	2019	2020	Mar-21 LTM
Acciones en circulación saldo inicial	893.863.060	897.746.765	902.157.216	905.715.882	905.715.882
Colocación de acciones realizadas durante el período	-	-	-	-	-
Acciones suscritas y pagadas	3.883.705	4.410.451	3.558.666	-	-
Acciones en circulación saldo final	897.746.765	902.157.216	905.715.882	905.715.882	905.715.882

Fuente: Estados financieros, Elaboración propia.

Desde el resumen presentado, se puede observar que en general la cantidad de acciones aumenta levemente cada año. Con excepción del 2020 y 2021 producto del desempeño desfavorable que tuvo el precio de la acción llegó a valores por debajo de la opción de compra de CLP 1.500 (escenario out of the money).

*Tabla 12: Patrimonio económico de Parque Arauco S.A.*

En Parque Arauco S.A.	2017	2018	2019	2020	Mar-21 LTM
Número de acciones	897.746.765	902.157.216	905.715.882	905.715.882	905.715.882
Precio de la acción (CLP)	1.802	1.487	1.819	1.163	1.405
Total (UF)	60.372.527	48.666.396	58.180.502	36.234.455	43.291.062

Fuente: Refinitiv Eikon, Elaboración propia.

### 3.4. Estructura de capital histórica y objetivo

En resumen, se muestra la deuda financiera identificada, el patrimonio y el valor económicos en UF para el final de cada año 2017, 2018, 2019, 2020 y marzo 2021.

*Tabla 13: Valor económico de Parque Arauco S.A. en UF*

En Parque Arauco S.A.	2017	2018	2019	2020	Mar-21 LTM
Valor deuda financiera (B)	32.387.177	36.136.579	39.380.526	44.313.397	42.656.579
Patrimonio económico (P)	60.372.527	48.666.396	58.180.502	36.234.455	43.291.062
Valor económico (V)	92.759.704	84.802.975	97.561.028	80.547.852	85.947.641

Fuente: Estados financieros, Elaboración propia.

En fin, se obtiene la siguiente estructura de capital observada en cada año.

Tabla 14: Estructura de capital de Parque Arauco S.A.

En %	2017 T1	2018 T2	2019 T3	2020 T4	Mar-21 LTM T5	E.C. Histórica Promedio T1-T5	E.C. Histórica Promedio T3-T5	E.C. Objetivo Promedio T1-T3
B/V	34,92%	42,61%	40,37%	48,89%	49,63%	43,28%	46,29%	39,30%
P/V	65,08%	57,39%	59,63%	51,11%	50,37%	56,72%	53,71%	60,70%
B/P	53,65%	74,25%	67,69%	95,65%	98,53%	77,95%	87,29%	65,20%

Fuente: Estados financieros, Elaboración propia.

Producto del denominado “*estallido social*”, en donde producto del ataque sufrido a diferentes centros comerciales, otras actividades de protestas dentro de los mismo y considerando el habiente de inestabilidad política de país, la fluctuación del precio de la acción a contar del año 2019 fue a la baja y sumado una posterior pandemia hizo que el precio de la acción no tuviera un repunte considerable.

Tomando en cuenta las acciones llevadas adelante por la empresa con la finalidad de asegurar la liquidez, esta aprovecho de convertir y reestructurar deudas, las cuales pesen que aumentaron en los últimos periodos, van en relación con los flujos asociados a la duración de los contratos de sus arriendos como lo pudimos apreciar en los puntos anteriores de la presente entrega.

En relación con la Tabla 14, las principales afectaciones a la relación B/P, están mayoritariamente influidos por la de valoración del precio de la acción no tanto por el monto de sus deudas, teniendo en consideración de igual forma que la compañía se encuentra valorizada AA.

En los últimos años, la empresa emitió más deuda para asegurar liquidez debido a la pandemia. Dado la particularidad de los últimos dos años, se han excluido del promedio objetivo. Aunque la empresa destaco que el aumento de tasa en el largo plazo podría tener un impacto negativo sobre la valorización de sus activos.

## 4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

Con el fin de valorizar la empresa usando la metodología de flujo de caja descontado, se definirá la tasa de descuento estimando el costo de capital promedio ponderado el cual considera los riesgos a los cuales se expone la empresa y el retorno que exigirá los inversionistas.

### 4.1. Costo de la deuda

En la sección anterior se detalló los bonos emitidos por la empresa (Tabla 9: Emisiones de bonos de Parque Arauco S.A.). Donde se observa que la serie con mayor duración es la serie O (BPARC-O). Al 31 de marzo del 2021, el instrumento tenía un retorno exigido de 1,62% (Refinitiv Eikon).

### 4.2. Beta de la deuda

Una vez se ha obtenido el costo del endeudamiento de largo plazo, se procede a obtener el Beta de la deuda a través del CAPM. En este sentido, se despeja el beta de la deuda considerando el costo de la deuda antes mencionado. La tasa libre de riesgo considerada es el bono de más larga duración en este caso a 30 años del Banco Central de Chile. Se observó al 31 de marzo del 2021 un retorno exigido de 1,27% del instrumento con mayor plazo del nemotécnico BCU0300241 el cual tiene vencimiento en más de 19 años y fue emitido en UF. Por otro lado, el premio por riesgo del mercado en Chile es de 5,40% obtenido de la página de Damodaran actualizada en enero del 2021.

$$K_b = R_f + \beta_d \cdot PRM$$

Donde:  $K_b$  es el costo de la deuda,  $R_f$  es la tasa libre de riesgo,  $\beta_d$  es el beta de la deuda, y PRM es el premio por riesgo de mercado.

Tabla 15: Beta de la deuda

	mar-21
K b	1,62%
Rf	1,27%
PRM	5,40%
Beta d	0,0648

Fuente: Elaboración propia

En fin, podemos establecer que el beta de la deuda de Parque Arauco es 0,0648.

### 4.3. Estimación del beta patrimonial

La estimación del Beta de la acción se realiza a través del modelo de mercado, el cual compara los retornos de la acción con relación a los retornos del mercado, que en este caso es el retorno del IPSA. La estimación del modelo de mercado es a través de una regresión lineal, utilizando retornos semanales en una ventana de dos años (104 retornos). Dado que es una sociedad anónima abierta, se pudo extraer el precio de la acción al final de cada semana desde la plataforma de Refinitiv Eikon. De la misma fuente, se observó los retornos del IPSA, un índice de mercado en Chile que corresponde a las 30 empresas con mayor presencia bursátil en el cual se incluye la empresa estudiada. El periodo considerado es del 1 de abril de 2019 al 31 de marzo de 2021. Se muestra en la tabla a continuación un resumen de los datos calculados.

*Tabla 16: Datos de la estimación del beta*

Resumen de regresión	mar-21
Beta de la acción	1,161
P-value	0,000
Nº observaciones	104
R <sup>2</sup>	0,558
Presencia bursátil	100%

Fuente: Refinitiv Eikon, elaboración propia

Se puede observar que el Beta patrimonial de Parque Arauco es 1,161, indicando mayor riesgo que el mercado. Dado que el coeficiente es estadísticamente significativo ( $p\text{-value} < 0.05$ ), se rechaza la hipótesis nula de que el beta sea igual a 0. Esto confirma la confiabilidad del beta patrimonial obtenido desde el modelo CAPM. Por otro lado, se consideró los valores reportados por el Comisión del Mercado Financiero al final de marzo y septiembre para obtener la presencia bursátil de la empresa. Dado su alta presencia bursátil no se tendrá que agregar un factor de iliquidez al retorno exigido por los accionistas.

### 4.4. Beta patrimonial sin deuda

En la sección anterior, se obtuvo el beta patrimonial con deuda histórica. Para poder definir el beta patrimonial con deuda objetiva se tendrá que desapalancar con la estructura de capital histórica del periodo T3-T5 presentada en la Tabla 14: Estructura de capital de Parque Arauco S.A. y así llegar al beta patrimonial sin deuda.

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

Donde:  $\beta_p^{c/d}$  es el beta patrimonial con deuda,  $\beta_p^{s/d}$  es el beta patrimonial sin deuda,  $t_c$  es la tasa de impuesto corporativa histórica,  $\beta_d$  es el beta de la deuda, y  $\frac{B}{P}$  es la estructura de capital promedio histórica.

*Tabla 17: Beta patrimonial sin deuda*

	Mar-21
Beta_c/d	1,1615
Beta_d	0,0648
T_c	27%
B/P	0,8729
B_s/d	0,5366

Fuente: Elaboración propia

Dado los resultados obtenidos, se puede observar que el beta patrimonial sin deuda es de 0,5366.

#### 4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Considerando la estructura objetiva presentada en la Tabla 14: Estructura de capital de Parque Arauco S.A. se calcula el beta con la deuda objetiva. Como se mencionó anteriormente la estructura capital objetiva considera el promedio del 2017 hasta el 2019 (T3-T5) excluyendo los últimos dos periodos ya que están considerado como anormales por la pandemia, un evento temporal que no debería persistir al largo plazo.

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

Donde:  $\beta_p^{c/d}$  es el beta patrimonial con deuda utilizando la estructura de capital objetivo,

$\beta_p^{s/d}$  es el beta patrimonial sin deuda,  $t_c$  es la tasa de impuesto corporativa de largo plazo,

$\beta_d$  es el beta de la deuda, y  $\frac{B}{P}$  es la estructura de capital objetivo.

*Tabla 18: Beta patrimonial con estructura de capital objetivo*

	mar-21
Beta_d	0,0648
T_c	27%
B_s/d	0,5366
B/P	0,6520
B_c/d	1,1758

Fuente: Elaboración propia

El beta patrimonial con la estructura de capital objetivo es de 1,17.

## 4.6. Costo patrimonial

Con el fin de estimar el costo patrimonial de la empresa, se utiliza el modelo CAPM considerando el beta con deuda que obtuvo considerando la estructura objetiva.

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} \cdot PRM$$

Donde:  $K_p$  es el costo patrimonial,  $R_f$  es la tasa libre de riesgo,  $\beta_p^{c/d}$  es el beta patrimonial con deuda utilizando la estructura de capital objetivo, y PRM es el premio por riesgo de mercado.

Tabla 19: Costo patrimonial

	mar-21
Rf	1,27%
PRM	5,40%
B c/d	1,1758
K p	7,62%

Fuente: Elaboración propia

Dado el riesgo país y el beta patrimonial con la estructura capital objetiva, los accionista exigen un retorno de 7,62% sobre su inversión.

## 4.7 Costo de capital

$$K_0 = K_p \cdot \frac{P}{V} + K_b \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{V}$$

Donde:  $K_0$  es el costo de capital promedio ponderado,  $\frac{P}{V}$  es la razón patrimonio a valor de empresa (en función de la estructura de capital objetivo),  $K_p$  es el costo patrimonial,  $K_b$  es el costo de la deuda,  $t_c$  es la tasa de impuesto corporativo de largo plazo, y  $\frac{B}{V}$  es la razón de endeudamiento de la empresa (en función de la estructura de capital objetivo).

*Tabla 20: Costo de capital*

	mar-21
K b	1,62%
B/V	39,30%
P/V	60,70%
T c	27,00%
K p	7,62%
K o	5,09%

Considerando la metodología desarrollada, el resultado de nuestra Tasa de descuento (WACC) que utilizaremos para valorizar los flujos futuros traídos a valor presente de la empresa fue de un 5,09%.

## 5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

Con el fin de entender más en profundidad el modelo de negocio de la compañía, se analizará los estados financieros de forma desagregada cada uno. Primero se inicia con los estados de resultado para identificar la fuente de ingresos, la estructura de costos y gastos además identificar los ítems no operacionales.

### 5.1. Análisis de crecimiento de la empresa

En los últimos 5 años la empresa ha mantenido fuente de ingresos diversificado en 3 diferentes países. Al término de cada trimestre indicado, se ha considerado los últimos 12 meses para hacer las cifras comparables. Entonces para el primer trimestre del 2021, se ha considerado los ingresos de 2T2020 hasta 1T2021. La empresa ha mantenido una estrategia de diversificación de la fuente de sus ingresos.

*Tabla 21: Ingreso por país en UF*

	2017	2018	2019	2020	Mar-21 LTM
Ingresos ordinarios totales	6.799.542	6.878.754	7.262.918	4.329.223	3.825.369
Ingresos Chile	4.016.334	4.073.507	4.185.688	2.413.981	2.173.723
Ingresos Perú	1.922.139	1.839.915	2.040.542	1.231.531	1.027.627
Ingresos Colombia	861.069	965.332	1.036.688	683.711	624.019

Fuente: Reporte de resultados, Elaboración propia

En 2017, 2018 y 2019 los ingresos se habían mantenido mayor a los 6 millones de UF al año, pero en el 2020 y 2021 bajaron rondando los 4 millones de UF. De acuerdo con el área bruta locataria (ABL) que mantiene el grupo no hubo mayor variación que podría haber contribuido a la bajada de ingreso. En general, la disminución en venta se ve producido por la crisis sanitaria.

*Tabla 22: Peso relativo de cada país sobre el total ingresos*

	2017	2018	2019	2020	Mar-21 LTM
Ingresos ordinarios totales	100%	100%	100%	100%	100%
Ingresos Chile	59%	59%	58%	56%	57%
Ingresos Perú	28%	27%	28%	28%	27%
Ingresos Colombia	13%	14%	14%	16%	16%

Fuente: Reporte de resultados, Elaboración propia

En los últimos años, el peso relativo de los ingresos generados en Chile ha ido disminuyendo. Podemos observar que los ingresos en Colombia han ganado relevancia en relación con el portafolio total.

*Tabla 23: Variación anual de los ingresos para cada país*

	2018	2019	2020	Mar-21 LTM
Ingresos ordinarios totales	1%	6%	-40%	-12%
Ingresos Chile	1%	3%	-42%	-10%
Ingresos Perú	-4%	11%	-40%	-17%
Ingresos Colombia	12%	7%	-34%	-9%

Fuente: Reporte de resultados, Elaboración propia

En 2018, se reportó mayores ingresos por mayores ventas en Chile y Colombia. En ese año, la empresa adquirió nuevos activos como Viamix, Colonial, Arauco Express Coquimbo, Parque Angamos y Arauco El Bosque aumento su área bruta locataria a 937.092 m<sup>2</sup>. También aumentó la ocupación consolidada de 94,1% en 2017 a 94,7% en 2018. En 2019, siguió expandiendo su operación integrando Arauco Express El Peñón y una ampliación en el activo Premium Outlet Arauco Buenaventura, resultando en un aumento del 2,1% el área bruta locataria.

Por otro lado, tal como se ha mencionado anteriormente, hay una variación relevante de los ingresos en el 2020 y LTM del 2021. En 2020 y aún hasta el día de hoy, los ingresos de la empresa han sido afectados por la crisis sanitaria debido a que muchos locales han tenido que cerrar. En el reporte de resultado 4T20, la empresa reportó que en el segundo trimestre del 2021 un 25% de los ABL total estaban operando, afectando negativamente los ingresos. En los periodos siguientes, aumentó el promedio de ABL abierto llegando aproximadamente a un 50% en tercer trimestre del 2020 y cerró con un 76,2% en el último trimestre del 2020. En el primer trimestre del 2021, volvió a bajar la ABL operativo a un 64,5% promedio, generalmente impulsado por Perú el cual tenía un 59% operativo.

En general, la ocupación de los activos ha bajado levemente ya que reporto un 95,4% de ocupación al final del 2019 y en diciembre del 2020 fue 91,6% a nivel consolidado y se mantuvo en 91,5% para el primer trimestre del 2020.

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

Para poder entender en profundidad la estructura de costos de Parque Arauco, se analizará su evolución de los últimos 5 años.

*Tabla 24: Costos de ventas por país en UF*

	2017	2018	2019	2020	Mar-21 LTM
Costo de ventas total	-1.468.263	-1.430.660	-1.411.614	-1.090.373	-1.026.560
Costo de ventas Chile	-839.995	-808.943	-791.475	-566.665	-549.989
Costo de ventas Perú	-444.146	-423.768	-420.471	-362.460	-320.215
Costo de ventas Colombia	-184.122	-197.949	-199.668	-161.248	-156.356

Fuente: Reporte de resultados, Elaboración propia

Al igual que los ingresos, los costos de ventas en 2020 y los últimos 12 meses a marzo del 2021 bajaron. Esto refleja los esfuerzos de la empresa frente a la pandemia de reducir los costos variables para aliviar la carga financiera de estos.

*Tabla 25: Variación anual de los costos de ventas para cada país*

	2018	2019	2020	Mar-21 LTM
Costo de ventas total	-3%	-1%	-23%	-6%
Costo de ventas Chile	-4%	-2%	-28%	-3%
Costo de ventas Perú	-5%	-1%	-14%	-12%
Costo de ventas Colombia	8%	1%	-19%	-3%

Fuente: Reporte de resultados, Elaboración propia

Tal como se había identificado, debido a la menor fuente de ingreso la empresa reportó un plan de ahorro el cual buscaba reducir los costos asociados con el aseo, seguridad, mantención, entre otros explicando una bajada del 23% en 2020 y un 6% en 2021.

Tabla 26: Desglose de costos y gastos expresado en UF

	2017	2018	2019	2020	Mar-21 LTM
Total costos y gastos	-2.085.918	-2.004.118	-2.112.677	-2.253.905	-2.223.788
Depreciación	-27.162	-35.643	-67.611	-44.410	-37.366
Amortización	-118.731	-85.652	-100.477	-136.543	-135.378
Remuneraciones	-820.571	-834.034	-862.118	-752.225	-737.356
Provisión deudores incobrables	-41.069	-44.727	-59.941	-490.739	-530.138
Otros	-1.078.385	-1.004.051	-1.022.531	-829.989	-783.549

Fuente: Reporte de resultados, Elaboración propia

En general, se puede observar que los costos y gastos totales han ido aumentando cada año. Aunque se había observado que los costos directos habían bajado en 2020 y 2021 fue contrarrestado con algunos gastos de administración. El ítem de provisión de deudores incobrables ha aumentado de forma significativa, indicando que hubo un cambio en el comportamiento de los locatarios y una mayor porción podría tener dificultad en pagar todas sus obligaciones a Parque Arauco. Remuneraciones y otros han sido ítems que han bajado en los últimos años. En otros se incluye el neteo de los ingresos por gastos comunes con los costos de gastos comunes como mantención, aseo, seguridad y servicios básicos.

Tabla 27: Evolución costos de operación en relación con ingresos por ventas

	2017	2018	2019	2020	Mar-21 LTM
Total costos y gastos	31%	29%	29%	52%	58%
Depreciación	0%	1%	1%	1%	1%
Amortización	2%	1%	1%	3%	4%
Remuneraciones	12%	12%	12%	17%	19%
Provisión deudores incobrables	1%	1%	1%	11%	14%
Otros	16%	15%	14%	19%	20%

Fuente: Reporte de resultados, Elaboración propia

La estructura de costos en 2018 y 2019 fueron de las más eficiente con los costos y gastos representando un 29% de los ingresos totales. La empresa logró mayor eficiencia con los gastos de mantención, seguridad y otros gastos relacionados a la operación de los

activos ya que bajo de 16% en 2017 a 14% en 2019. Frente a la crisis sanitaria la empresa tomo medidas para reducir su estructura de costos, pero no logró mantenerlo en niveles similares a los años anteriores. En 2020 se observa un alza en remuneración, provisión de incobrables y otros indicando que la empresa tiene una porción de costos variables y otros que son fijos. En 2020 un 52% de los ingresos fueron a cubrir costos y gastos incurridos.

### **5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa**

Los ingresos incluidos en los cuadros anteriores incluyen los directamente relacionado con la operación, es decir ingresos por arriendo (en 2019 se reportó un 79,5% de ingreso fijo y un 20,5% de ingresos variables).

Los otros ingresos por función y otros egresos por función son generado por revaluación positiva de propiedades de inversiones o deterioro de otras. En 2020, la gran mayoría de los ingresos adicionales reportado fueron generado por una mayor valorización de algunas propiedades. Un caso frecuente es cuando la empresa termina la construcción de un activo el cual estaba registrado a costo, pero al iniciar su operación es reevaluado a un valor de mercado. Por ejemplo, en 2018, aumento el ABL por 41.000 m<sup>2</sup> debido a la integración de dos activos en el portafolio chileno: Parque Angamos y Arauco El Bosque lo cual explica una cifra más grande con respecto a los otros años de otros ingresos por función.

Los ingresos financieros son generados con los excedentes de caja que son invertidos generando ingresos. En general se mantienen estable, el año que más se destaca es el 2019, que tuvo una caja más elevada que generó intereses durante el año (ingresos financieros). La mayor liquidez es explicada por los flujos recibidos por la venta de activos no controlador (49% de Arauco El Bosque, Arauco Quilicura, Arauco Coronel, Arauco San Antonio, Arauco Chillán) en enero del 2019 y también la toma de créditos bancarios ambos incrementando el nivel de efectivo.

Los gastos financieros es el ítem de costos no operacional más relevante. Debido a los altos niveles de endeudamiento que tiene en general esta industria es esperable que se genera muchos gastos financieros. Aumentaron en los últimos dos años, debido a que se tomó nuevas deudas y refinanció otras que iban a vencer. También el nivel de endeudamiento es más elevado consecuencia de la pandemia ya que la empresa quiere asegurar liquidez para enfrentar la crisis sanitaria.



Tabla 28: Apertura resultado no operacional

	2017	2018	2019	2020	Mar-21 LTM
Resultado Operacional	4.713.624	4.874.636	5.150.241	2.075.318	1.601.581
Otros ingresos por función	2.036	3.009.970	1.735.481	1.190.390	1.192.165
Oros egresos por función	-244.186	-363.533	-388.320	-692.558	-692.766
Ingresos financieros	213.827	289.336	404.256	257.800	219.794
Costos financieros	-1.421.246	-1.328.717	-1.414.557	-1.713.531	-1.696.585
Participación empresas relacionadas	435.251	374.742	253.855	179.288	167.808
Diferencias de cambio	-3.004	-213	28.600	36.630	11.583
Unidades de reajuste	-399.804	-658.372	-772.643	-817.567	-880.148
Resultado Antes de Impuestos	5.330.386	6.197.849	4.996.912	515.771	-76.568
Impuestos corrientes	-498.436	-874.706	-510.490	-34.231	-11.634
Impuestos diferidos	-1.120.215	-846.963	-790.101	-335.387	-275.552
Resultado Final	3.711.734	4.476.179	3.696.321	146.152	-363.754
Margen Neto	55%	65%	51%	3%	-10%

Fuente: Reporte de resultados, Elaboración propia

En general, la empresa mostraba un margen neto de 55%, 65% y 51% para 2017, 2018, y 2019. Pero no se mantuvo estos mismos resultados nuevamente por causa de la crisis sanitaria. En 2020 reportó un margen neto de 3% principalmente impulsado por el menor resultado operacional que generó la empresa. Uno podría esperar que cuando se retiren las medidas restrictivas impuestas por el gobierno, la empresa podría iniciar una recuperación paulatina al nivel de operación más similar al 2019.

#### 5.4. Análisis de márgenes de la empresa

Dado los ingresos y costos reportado por país, se puede identificar el margen bruto de cada uno obtenido en los últimos 5 años.

Tabla 29: Margen bruto por país

	2017	2018	2019	2020	Mar-21 LTM
Margen bruto	78%	79%	81%	75%	73%
Margen bruto Chile	79%	80%	81%	77%	75%
Margen bruto Perú	77%	77%	79%	71%	69%
Margen bruto Colombia	79%	79%	81%	76%	75%

Fuente: Refinitiv Eikon, elaboración propia

El margen bruto para el 2017, 2018 y 2019 había tenido una tendencia hacia el alza. Chile y Colombia tenían un margen bruto más favorable que Perú llegando a 81% en 2019. En 2020, debido a la pandemia los márgenes se vieron afectado negativamente. Dado que los ingresos bajaron un 40% y los costos solamente un 23% ya que una porción de los costos es fija.

*Tabla 30: EBITDA UF y margen con su variación anual*

	2017	2018	2019	2020	Mar-21 LTM
EBITDA	4.859.516	4.995.942	5.318.328	2.256.270	1.774.325
Variación anual del EBITDA		3%	6%	-58%	-21%
Margen EBITDA	71%	73%	73%	52%	46%

Fuente: Reporte de resultados, Elaboración propia

El EBITDA reportado en 2019 fue de 5.318.328 UF, el más alto de los años observados. El aumento es explicado por la integración de nuevos activos y también la apreciación del Sol peruano y Peso colombiano generando efectos positivos en los ingresos percibidos.

En 2020 y 2021, nuevamente se puede observar el impacto negativo que han tenido las restricciones sanitarias. Además de la reducción de costos de ventas, la empresa también tomo medidas para reducir los gastos de administración consecuencia de la pandemia. En general han reducidos ítems como marketing y viajes, pero fueron contrarrestado por un 75% de aumento (comparando 4T19 y 4T20) en gastos de seguros producto de la inestabilidad social que hubo en Chile, como lo ocurrido al activo Arauco Quilicura el cual sufrió de un incendio y robo debido a las manifestaciones que hubo en el país. El último trimestre del 2019, se reportó una baja de 3,5% en las ventas de locatarios por la restricción de movilidad.

*Tabla 31: Margen neto por país*

	2017	2018	2019	2020	Mar-21 LTM
Margen neto	55%	65%	51%	3%	-10%
Utilidad (pérdida) Chile	76%	73%	89%	16%	-0,3%
Utilidad (pérdida) Perú	45%	66%	-15%	-28%	-45%
Utilidad (pérdida) Colombia	-23%	29%	65%	15%	17%

Fuente: Refinitiv Eikon, elaboración propia

## **5.5. Análisis de los activos de la empresa**

Empresa Parque Arauco al ser una empresa de carácter inmobiliario, para la obtención de flujos futuros depende en gran parte de sus Activos Operativos para poder mantener el crecimiento de la compañía. A continuación, a lo largo del punto 5.5, desarrollaremos y se clasificarán sus activos y pasivos operativos con la finalidad de poder obtener el Capital de Trabajo operativo Neto y así también poder razonar en relación con las necesidades de financiamiento y su crecimiento futuro esperado.

### **5.5.1. Activos operacionales y no operacionales**

Extraída la información desde los estados financieros de la compañía se efectuó un análisis de las partidas de Activos corrientes y no corrientes para determinar cuáles de estas correspondían a activos operacionales y no operacionales. Los activos operacionales serían aquellos activos esenciales para llevar a cabo la operación de la empresa. La finalidad de este análisis es determinar cuáles de estas partidas están asociadas a la generación de flujos futuros para la empresa para poder determinar su valoración a valor presente.

Tabla 32: Clasificación de Activos Corrientes y No Corrientes Operacionales

ACTIVOS	Mar-21	Operaciona	No Operaciona
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>			
Efectivos y Equivalentes al Efectivo	14.156.176	-	X
Otros Activos Financieros, Corriente	67	-	X
Otros Activos no Financieros, Corriente	1.011.985	-	X
Deudores comerciales y otras CxC netas	723.600	X	-
CxC a Entidades Relacionadas	12.060	-	X
Activos por Impuestos Corrientes	325.702	-	X
Activos corrientes en operación, Total	16.229.589		
Activos no corrientes mantenidos para la venta	-	X	-
Activos Corrientes, Total	16.229.589		
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>			
Otros activos financieros, no corrientes	667.801	X	-
Otros activos no financieros, no corrientes	528.797	X	-
Derechos por cobrar no corrientes	36.200	X	-
Ctas x Cobrar Entidades Relacionadas no corrientes	65.887	-	X
Inversión en asociadas	4.061.731	X	-
Activos intangibles distintos de la plusvalía	426.382	X	-
Plusvalía	92.361	-	X
Propiedades, plantas y equipo	902.340	X	-
Propiedades de Inversión	68.551.097	X	-
Activos por impuestos diferidos	1.797.657	-	X
Activos por derechos de uso	63.976	X	-
Activos No Corrientes, Total	77.194.230		
<b>ACTIVOS, TOTAL</b>	<b>93.423.819</b>		

Fuente: Estados financieros, Elaboración propia.

Como se muestra en la Tabla 32, las principales partidas que no fueron consideradas como flujos operacionales fue las de Efectivo Equivalente y Otros Activos Financieros Corriente, la cual se asume que, por la naturaleza de la industria, está más bien orientada al sostenimiento de la empresa y no a generar flujos futuros.

## 5.5.2. Efectivo y Equivalentes al Efectivo

En este punto en concordancia a lo definido en el punto anterior como se puede ver en la Tabla 33, se detalla el efectivo equivalente.

*Tabla 33: Efectivo Equivalente periodos 2019-2021*

Partida	2019	2020	Mar-21 LTM
Efectivo en Caja	2.040	2.301	2.134
saldo en bancos	676.653	1.347.572	1.303.653
Depósito a plazo corrientes	2.003.958	1.692.289	64.761
Otro Efectivo Equivalente al efectivo (a)	8.459.547	9.239.517	12.785.628
<b>Efectivo y equivalentes al efectivo</b>	<b>11.142.197</b>	<b>12.281.679</b>	<b>14.156.176</b>

Fuente: Estados financieros, Elaboración propia.

Pese a que en el periodo comprendido entre 2020 y 2019, estos se mantuvieron en forma relativamente constante. En el primer trimestre de 2021, tuvo un aumento estos más significativo en el ítem otro efectivo equivalente al efectivo.

## 5.5.3. Otros activos financieros corrientes y no corrientes

En relación con los activos financieros corrientes y no corrientes, la empresa tiene tres tipos de instrumentos los Creditítulos, fondos mutuos y activos de cobertura.

*Tabla 34: Otros Activos Financieros Corrientes y no Corrientes 2019-2021*

Partida	Corriente			No Corriente		
	2019	2020	Mar-21	2019	2020	Mar-21
Creditulos	88	70	67	138.311	88.124	93.856
Fondos Mutuos	-	-	-	72.868	62.828	61.038
Activos de cobertura	0	3.802	-	0	-	512.907
<b>Otros Activos Financieros</b>	<b>88</b>	<b>3.872</b>	<b>67</b>	<b>11.179</b>	<b>50.951</b>	<b>667.801</b>

Fuente: Estados financieros, Elaboración propia.

Podemos apreciar que en el primer trimestre de 2021 los activos no corrientes aumentaron considerable en donde se da entender que corresponde mayor posición en activos de cobertura.

## 5.5.4 Pasivos Corrientes Operativos.

En la Tabla 35, se detalla los pasivos corrientes que mantiene la empresa al cierre del primer trimestre del 2021. Se clasifica cada obligación como operacional o no operacional.

Tabla 35, Pasivos Corrientes Operativos

PASIVOS PASIVOS CORRIENTES	Mar-21 UF	Operacional	No Operacional
Otros pasivos financieros corrientes	1.745.180	-	X
Cuentas por pagar comerciales y otras CxP	948.986	X	-
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	-	-	X
Otras provisiones corrientes	35.345	-	X
Pasivos por Impuestos corrientes	6.675	-	X
Provisiones por beneficios a empleados	5.177	-	X
Otros pasivos no financieros corrientes	49.144	-	X
Pasivos por arrendamientos corrientes	5.685	-	X
<b>Pasivos Corrientes, Total</b>	<b>3.116.192</b>		

Fuente: Elaboración propia

Con relación a los Pasivos Corrientes se consideraron todas cuentas de pasivo corrientes como Operativas, menos las cuenta pasivos financieros, ya que este se evalúa dentro de la estructura de capital de financiamiento de la compañía, a que estas están en relación con la actividad de la empresa en la generación de los flujos.

## 5.5.4. Capital de trabajo operativo neto CTON

En consideración a lo desarrollado en los puntos anteriores procederemos a determinar el Capital de trabajo operativo neto (CTON). Se establece una vez identificados cuales partidas corresponden a los activos corrientes operacionales y los pasivos corrientes operacionales. En base a la fórmula que se explica continuación procederemos al cálculo del capital de trabajo operativo Neto:

$$CTON = \text{Activos Corrientes Operativos} - \text{Pasivos Corrientes Operativos}$$

Como podemos ver en Tabla 36 a continuación la empresa tiene necesidades de mantener Capital de Trabajo Operativo y aplicando el cálculo:

$$RCTON = CTON / \text{Ingresos}$$

Podemos determinar el porcentaje de cuanto de los ingresos corresponde a la necesidad de CTON. *Capital de Trabajo operacional=CxCobrar+Inv-CxP.*



Tabla 36: Cálculos Capital de Trabajo Neto Operativo CTON y RCTON

ACTIVOS	2017	2018	2019	2020	Mar-21
ACTIVOS CORRIENTES	UF	UF	UF	UF	UF
Deudores comerciales y otras CxC netas	1.084.238	1.096.159	1.237.753	929.000	723.600
Activos no corrientes mantenidos para la venta	612.517	-	-	-	-
PASIVOS CORRIENTES					
Cuentas por pagar comerciales y otras CxP	1.626.173	1.861.614	1.747.225	921.181	948.986
<b>CTON = Activos Corrientes Operativos – Pasivos Corrientes Operativos</b>	<b>70.582</b>	<b>(765.455)</b>	<b>(509.472)</b>	<b>7.819</b>	<b>(225.386)</b>
Ingresos ordinarios	6.799.542	6.878.754	7.262.918	4.329.223	3.825.369 (LTM)
<b>RCTON (CTNO/Ingresos)</b>	<b>1,0%</b>	<b>-11,1%</b>	<b>-7,0%</b>	<b>0,2%</b>	<b>-5,9%</b>

Fuente: Elaboración propia

Dado los resultados presentados, podemos ver en la fila del cálculo del RCTON que la empresa a contar del 2020 ha requerido destinar mayor parte de sus ingresos por ventas al financiamiento de CTON.

### 5.5.5. Inversiones

Teniendo en consideración los datos extraídos desde las EE.FF, podemos apreciar que la empresa mantenía un plan de inversiones incorporando nuevos activos a la propiedad.

Tabla 37, Relación entre Flujos Obtención Activos versus depreciación

Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación	2017	2018	2019	2020	Mar-21 LTM
Compras de PPE	27.437	87.197	14.671	193.627	1.970
Compras de activos intangibles	15.219	40.265	35.888	27.709	26.739
Compras de otros activos a largo plazo, clasificados como actividades de inversión	-	-	-	-	-
Compras de otros activos a largo plazo	1.134.642	2.200.954	1.175.717	637.174	563.226
<b>Compras de Activos</b>	<b>1.177.298</b>	<b>2.328.416</b>	<b>1.226.276</b>	<b>858.510</b>	<b>591.934</b>
<b>Depreciación y amortización</b>	<b>145.893</b>	<b>121.295</b>	<b>168.088</b>	<b>180.952</b>	<b>172.744</b>
<b>Compras de activos / depreciación</b>	<b>8,07x</b>	<b>19,20x</b>	<b>7,30x</b>	<b>4,74x</b>	<b>3.43x</b>

Fuente: Elaboración propia

Esto extraído desde los Flujos de efectivos procedentes de las actividades de operación, así también contrastándolos con la depreciación y la amortización podemos apreciar que las inversiones realizadas van en una dirección de menor cuantía, ya que significaría que los activos con que cuenta la empresa no están perdiendo su valor de producir flujos futuros.

*Tabla 38: Relación entre Flujos Obtención Activos versus Ingresos 2017-2021*

Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación	2017	2018	2019	2020	Mar-21 LTM
Compras de propiedades planta y equipo	27.437	87.197	14.671	193.627	1.970
Compras de activos intangibles	15.219	40.265	35.888	27.709	26.739
Compras de otros activos a largo plazo	-	-	-	-	-
Compras de otros activos a largo plazo	1.134.642	2.200.954	1.175.717	637.174	563.226
<b>Compras de Activos</b>	<b>1.177.298</b>	<b>2.328.416</b>	<b>1.226.276</b>	<b>858.510</b>	<b>591.934</b>
<b>Ingresos ordinarios</b>	<b>6.799.542</b>	<b>6.878.754</b>	<b>7.262.918</b>	<b>4.329.223</b>	<b>3.825.369</b>
<b>Compras de Activos / Ingresos</b>	<b>17,3%</b>	<b>33,8%</b>	<b>16,9%</b>	<b>19,8%</b>	<b>15,5%</b>
<b>Promedio (2017-2020)</b>	<b>22,0%</b>				

Fuente: Elaboración propia

Desde el punto de vista en relación con los ingresos en comparación a ventas podemos ver que la empresa mantiene en un rango del 20,7% en relación con los ingresos la incorporación de nuevos activos también cabe destacar que la expansión de sus inversiones de activos en relación con sus ventas tuvo un *peak* en el año 2018, en donde invirtió más allá del promedio de los años observados. Además, considerando los antecedentes políticos y de pandemia se ve una desaceleración en la incorporación de nuevos activos como se aprecia en la Tabla.

## 5.6. Análisis de crecimiento de la industria

Como análisis de la industria, se revisó varios informes los cuales se encuentran referenciados. Múltiplos mencionan el incremento de incertidumbre a nivel país producto de la crisis política en Chile entre otros factores. Es importante recordar que una gran concentración de los activos se encuentra en Chile y así también el desarrollo de otros proyectos. Como amenaza presente, existe la posibilidad de cambios estructurales en el

marco regulatorio considerando el actuar de la Asamblea Constituyente. Por otro lado, las elecciones presidenciales a final del año suman a la falta de estabilidad. Finalmente persisten las posibilidades de una tercera ola de contagios producto de nuevas variantes de COVID-19. Todas estas variables de incertidumbre, puede hacer que la empresa toma decisiones de crecimiento más cautas en el futuro como también pudimos apreciar en la Tabla 38, en donde la principal partida de proyección que daría luces de una estrategia expansiva “Compras de otros activos a largo plazo” paso de UF 1.226.276.- en 2019 a UF 591.934.- en los últimos 12 meses al termino del primer trimestre de 2021.

Otro aspecto importante a considerar es el aumento en los costos de los materiales para el desarrollo o finalización de proyectos en ejecución como lo profundiza el Departamento de estudios del Inversiones Security en el “Informe sector construcción e Inmobiliario” de agosto 2021. El incremento en los costos de materiales producto de la escasez y de mano de obra (producto del IFE), se han podido apreciar aumentos entre 7% y 50% respectivamente. Estos impactarían en la proyección de los costos para el desarrollo de los proyectos actuales y nos gustaría pensar que se normalizará en el futuro.

Visto el informe elaborado por Inversiones Security en relación con Mall Plaza, principal competidor de Parque Arauco, en relación con el escenario actual, la economía es impactada principalmente por el ingreso de nuevas cepas COVID que produzcan restricciones a la movilidad. Esto llevaría a restricciones para acceder a estos espacios desarrollados para el esparcimiento. Otros aspectos para considerar con relación a la proporción de espacios ocupados en los diferentes proyectos, podría cambiar debido a la irrupción fuerte de los canales de compras online. No obstante, pudiese tener como colateral las multi tiendas anclas de estos centros requieran ocupar menores espacios para desarrollar su actividad comercial, teniendo que repensar los espacios, ya sea para negocios más pequeños o lisa y llanamente para aumentar la oferta de entretenimiento. Lo anterior afectaría a la industria en términos de renegociar sus contratos y/o enfrentar una disminución en el valor de los arriendos, todo esto considerando que en el caso de Parque Arauco los ingresos futuros de sus contratos están ligado a sus compromisos financieros.

En relación a los desarrollos futuros la compañía en sus diferentes países agregará para sumar sus resultados 58.250 m<sup>2</sup> (ABL) los cuales corresponden a un 5,4% del total con que cuenta la empresa los 1.071.500 m<sup>2</sup>. Además, cabe considerar que además cuenta con 839.100 m<sup>2</sup> de terrenos disponibles para desarrollar terrenos en donde es dueño de

84% de la propiedad, lo anterior la concentración del banco de terrenos están ubicados en su gran mayoría en Perú los cuales están debutando con un presidente electo de colores más de izquierda del cual todavía no se determina claramente cuál será su postura en relación a la inversión y la inversión extranjera.

## 6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

### 6.1. Ingresos operacionales proyectados

Vista la situación actual de la industria, considerando la situación de la pandemia y las particularidades de la empresa, esta ha tenido una variación considerable en sus ingresos. La empresa reportó en su memoria que dado el impacto negativo de las medidas sanitaria se ha llegado a acuerdos de corto plazo para mantener un arriendo razonable medido con el costo locatario. Específicamente, este indicador está calculado considerando las ventas totales generado por el locatario y el costo total de arriendo incluyendo la tarifa fija, variable y los gastos comunes. Dado la naturaleza de estos acuerdos, se espera que una vez que se recupera la normalidad y que los centros comerciales vuelven a operar sin restricción los ingresos se recuperaren. A continuación, se detalla los supuestos utilizados para comprender cómo se proyectaron los ingresos con miras al año 2025, con la finalidad de poder valorar la compañía.

Para los efectos de los supuestos adoptados vistos informes del IMACEC de marzo 2021 (Chile), BBVA Research, en relación al “*PIB sorprende positivamente en marzo*” (Perú) y BBVA Research, en relación al “*Consumption Tracker*” (Colombia), se aprecia una recuperación en consumo en comparación con el año anterior en una magnitud similar los países de Chile y Perú en donde la empresa concentra la mayor fuente de ingresos y un poco más rezagado para el caso de Colombia, pero de igual forma con señales fuertes de recuperación en comparación con el año 2020.

A continuación, procederemos a proyectar en base a tres conceptos que inciden directamente en los ingresos por país los cuales son los ABL disponibles, ingresos en UF y la tasa de ocupación.

En línea con el párrafo anterior para los efectos de proyección se ocupó la información histórica como óptimo el periodo 2017-2019, y también se consideraron proyecciones futuras de entrada en marcha de nuevos espacios sumando ABL's y por consecuente aumentando los ingresos.

#### **Periodo 2021.**

Para la metodología de la proyección del periodo 2021, se calcularon las variaciones porcentuales de los ingresos comprendidos entre los periodos 2019 y 2020 para cada unidad de negocio de la cual se obtuvo un promedio individual el cual se multiplicó con factor opuesto el ingreso obtenido de los 12 meses al cierre del primer trimestre 2021.

Esto tiene la finalidad de poder suavizar la recuperación de los ingresos durante 2021, pero sin exagerar en las estimaciones, debido a incertidumbre que se mantiene con relación al control de la pandemia.

Además, se considera un factor de aumento en la cantidad de ABL ya que en segundo semestre del 2021 se inaugurará dos nuevos Strip Center llamados Puerto Nuevo Antofagasta y Santa Elena en Chile los cuales tendrán cada uno 2.000 y 1.500 metros cuadrados respectivamente. También, se sumará a la cartera peruana una expansión del activo Larcomar el cual igualmente iniciará su operación en el segundo semestre de este año. A nivel consolidado en 2021 se proyecta un crecimiento de 21% con respecto a los últimos 12 meses al final de marzo 2021.

### **Periodo 2022.**

Metodología de la proyección, se calcularon las variaciones porcentuales contraria de los ingresos comprendidos del periodo 2020 para cada unidad de negocio el cual se multiplicó con el ingreso obtenido para el periodo 2021.

Además, se considera un factor de aumento en la cantidad de ABL por cada unidad de negocio afectada. En 2022, habrá la apertura de un nuevo activo en Colombia llamado Parque Alegre es cual será un centro regional de 50.000 metros cuadrados consideramos una curva de llenado por lo tanto se espera que la ocupación irá en aumento iniciando con un 50% en el primer año de operación. Se estimo un nivel de ingresos por metros cuadrados similar a un activo de la misma región con características equivalentes. En resumen, se muestra una recuperación porcentual equivalente a la caída sufrida por la empresa en 2020 en comparación con 2019.

### **Periodo 2023.**

Metodología de la proyección, se calcularon las variaciones porcentuales de los ingresos remanente para llegar a un nivel de ingresos similar antes del inicio de la pandemia y se aplicó a las proyecciones del 2022 por cada unidad de negocio. Actualmente la empresa reporta un desarrollo de expansión en el activo Parque Arauco Kennedy pero aún no se ha anunciado una fecha tentativa de inicio de operación, para no dejarlo afuera de esta proyección se consideraron los ABL adicionales en dos parte una en 2023 y otra en 2024. El aumento de metros cuadrados se multiplicó con el ingreso obtenido para el periodo 2022. Se espera que durante el periodo 2022 los ingresos serán completamente recuperados en un rendimiento similar al 2019.

## Periodo 2024 -2025.

Metodología de la proyección, se calcularon las variaciones porcentuales de los ingresos comprendidos del periodo 2018 y 2019 considerados como años normales u óptimos y de estos se obtuvo un promedio, para cada unidad de negocio el cual se multiplicó con el ingreso obtenido para el periodo anterior respectivamente, considerando además si existe un factor de aumento en la cantidad de ABL por cada unidad de negocio, con la finalidad fue mostrar una recuperación porcentual suavizada en miras que se alcancen los rendimientos normales de la empresa.

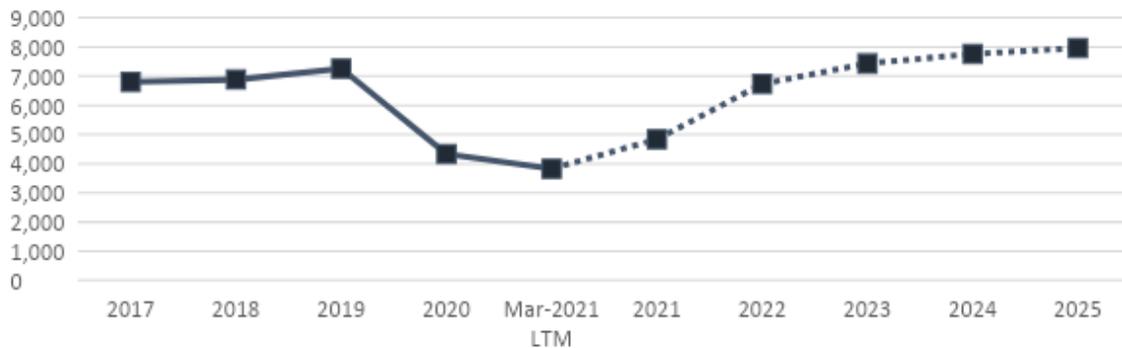
*Tabla 39: Ingreso por país en miles de UF históricos y proyectados*

	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos ordinarios	4.835	6.730	7.432	7.758	7.964
Ingresos Chile	2.775	3.892	4.340	4.495	4.508
Ingresos Perú	1.304	1.827	2.063	2.146	2.241
Ingresos Colombia	756	1.012	1.030	1.118	1.215

Fuente: Elaboración propia

Al considerar el cálculo por cada unidad de negocio para los autores de la presente entrega deja de manifiesto, que la metodología es la adecuada debido a que todas las unidades de negocios tienen diferentes rendimientos en base a su naturaleza, tipo de actividad, tasa ocupación, ingreso por metro cuadrado, ubicación (barrio y país).

*Ilustración 2: Ingresos totales históricos y proyectados*



Fuente: Elaboración propia

Todo sumado a los escenarios proyectados 2021-2025 de ingresos, buscan una progresiva recuperación a rendimientos 2017-2019, obviamente estos supuestos están sustentados con la información provista en la memoria 2020 de la empresa en donde ellos

manifiestan entradas de nuevas capacidades las cuales para los efectos del trabajo también fueron suavizadas en base a un escenario incierto de corto plazo.

## 6.2. Costos y gastos operacionales proyectados

En esta sección se analiza los supuestos utilizados para proyectar los costos y gastos de la empresa. Como se había mencionado en la Tabla 26: Desglose de costos y gastos, en el 2020 y 2021 bajaron considerablemente los costos y gastos producto de la gestión activa que implemento la compañía para generar ahorros. Dado la crisis sanitaria, se buscó aliviar la estructura de costos reduciendo algunas partidas como aseo, seguridad, mantención todos agrupado dentro del ítem otros. Además, con la misma finalidad, se redujo los gastos de administración con un plan de ahorros incluyendo marketing y viajes. Dado las consideraciones destacadas, los costos y gastos fueron proyectado como un porcentaje en relación con los ingresos.

*Tabla 40: Evolución costos de operación en relación con ingresos por ventas*

Total costos y gastos	54%	46%	39%	39%	39%
Depreciación	1%	1%	1%	1%	1%
Amortización	3%	3%	3%	3%	3%
Remuneraciones	18%	16%	12%	12%	12%
Provisión deudores incobrables	13%	9%	9%	9%	9%
Otros	20%	18%	15%	15%	15%

Fuente: Elaboración propia

Contrario a los últimos 3 ítems del listado, la depreciación y la amortización ha seguido una tendencia bastante estable en relación con los ingresos. Dado la baja volatilidad, se ha tomado el promedio de los últimos 3 periodos históricos como criterio de proyección para todos los años. Se consideró que dado las anomalías que persisten en 2021, los ítems de remuneración, provisión de deudores incobrables y otros tendrán un comportamiento similar al 2020 y los últimos doce meses al cierre de marzo del 2021. En el 2022, se espera una leve recuperación de normalidad por el cual se optó por el promedio del 2019, 2020 y marzo 2021-LTM. En los años que siguen se espera que el gasto asociado con la remuneración y otro (costos de gastos comunes como mantención, aseo, seguridad y servicios básicos) será totalmente recuperada y tendrá las mismas eficiencias observadas en el 2017-2019. Por lo mismo, se tomó el promedio de los primero 3 años históricos para el 2023 hasta 2025. Por otro lado, la provisión de deudores

incobrables no espera el mismo optimismo ya que no solamente depende de la gestión interna de cobranza, sino que también la liquidez que tendrán los locatarios para cumplir con sus deudas. Por esta razón, se ha optado por un cambio de tendencia por el cual se consideró el promedio del 2019, 2020 y LTM 1T2021.

*Tabla 41: Desglose de costos y gastos en miles de UF*

Total costos y gastos	-2.631	-3.125	-2.914	-3.042	-3.123
Depreciación	-47	-66	-73	-76	-78
Amortización	-130	-181	-200	-209	-214
Remuneraciones	-886	-1.089	-893	-933	-957
Provisión deudores incobrables	-609	-584	-645	-673	-691
Otros	-959	-1.205	-1.103	-1.152	-1.182

Fuente: Elaboración propia

Dado los supuestos de proyección antes mencionado, se puede notar que los costos y gastos en 2021 aumentará en un 18% con respecto al año anterior y un 19% en el 2022.

### 6.3. Resultado no operacional proyectado

Los ítems del resultado no operación en general fueron proyectados utilizando los promedios históricos observados en términos porcentual del ingreso total por ítem. Para el año 2021, se espera que sea similar al promedio del 2020 y los últimos 12 meses observados al 31 de marzo del 2021. Para el 2022, se espera un promedio del 2019 y 2020 ya que habrá una leve recuperación hacia las cifras observadas antes de la pandemia. Finalmente, en 2023-2025 se concluyó utilizar el promedio del 2017-2019, ya que todos son en base al supuesto de operación normal.

En línea con lo anterior, los otros ingresos por función están principalmente impulsados por el cambio del valor razonable de los activos de inversión el cual se proyectó tomando el porcentaje histórico que ha reportado la empresa.

Los ingresos financieros se generan por el exceso de caja que maneja la empresa y que esta invertido en instrumentos financieros. En el 2021 y 2022, se espera que Parque Arauco mantenga un nivel de caja elevado por la incertidumbre económica al cual se enfrentan por lo tanto se consideró el promedio de los últimos dos periodos. Al largo plazo, se espera un desempeño más similar a los años 2017-2019 por lo que se proyectó utilizando el promedio de dichos periodos.

Los ingresos por participación empresas relacionada esta principalmente explicado por la inversión en la empresa Inmobiliaria Mall Viña del Mar. Los resultados de esta también sufrieron negativamente por el impacto de la pandemia en el corto plazo se pronostica que sigue esta tendencia pero que se recuperará al largo plazo.

Se consideraron que algunos ítems no siguieron esta tendencia, por ejemplo, los costos financieros y las unidades de reajuste dependen del nivel de deuda que tiene la empresa. Por lo mismo, se tomó en cuenta el crecimiento de los ABL como el indicador del crecimiento de la deuda que tomará la empresa y este mismo cambio porcentual fue aplicado a los costos financieros y las unidades de reajuste.

#### **6.4. Impuesto corporativo proyectado**

En relación con los impuestos corporativos, al ser un negocio con presencia en otros países, este tiene la particularidad que tanto en Perú y Colombia se declaran y cancelan Impuestos a las rentas, del mismo modo con ambos países Chile mantiene convenios para evitar la doble tributación.

Es por lo anterior que, al momento de consolidar las utilidades obtenidas por las inversiones en otros países, se utiliza como crédito los impuestos cancelados en los otros países en proporción a la participación de la empresa. Así también cabe destacar que el crédito por los impuestos a la renta cancelados en exterior no se puede reconocer en su totalidad, ya que las tasas de impuestos corporativas en Perú ascienden a 29,5%, en Colombia 32% y en Chile un 27%, esta última es el tope de la tasa en función a las utilidades en los respectivos países que se puede utilizar como crédito.

Considerando años normales de operación, los impuestos corrientes y diferidos rondaron el orden del 30%, 28% y 26% del resultado antes de impuestos para los años 2017, 2018 y 2019 respectivamente.

Para los efectos de la presente valorización y considerando que los resultados serán consolidados en Chile y que la valorización tiene un carácter financiero y no tributario, se utilizará la tasa del 27% correspondiente a la tasa impositiva de Chile.

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

Dado los supuestos de proyección de la empresa antes mencionados. Los resultados entregan las siguientes cifras.

*Tabla 42: EBITDA proyectado en miles de UF y margen con su variación anual*

EBITDA	2.381	3.853	4.791	5.001	5.134
var % EBITDA	34%	62%	24%	4%	3%
Margen EBITDA	49%	57%	64%	64%	64%

Fuente: Elaboración propia

En el 2021 se espera un margen EBITDA en niveles similar al observado en 2020 ya que aun los ingresos no estarían totalmente recuperados de la crisis sanitaria. En 2023, la empresa debería esperar un EBITDA de 4.791 mil de UF llegando a cifras similares a antes de la pandemia. No obstante, el margen EBITDA no supera los 64% ya que hubo un cambio importante en la provisión de incobrables, el cual incremento considerablemente los costos y gastos de la empresa.

*Tabla 43: Estado de resultado histórico y proyectado en miles de UF*

Ingresos	4.835	6.730	7.432	7.758	7.964
Costos y gastos	-2.631	-3.125	-2.914	-3.042	-3.123
Resultado Operacional	2.204	3.606	4.518	4.716	4.841
Otros ingresos por función	1.418	1.729	2.418	2.524	2.591
Otros egresos por función	-824	-718	-352	-368	-378
Ingresos financieros	283	388	320	334	343
Costos financieros	-1.702	-1.710	-1.728	-1.743	-1.743
Participación empresas relacionadas	206	257	380	397	407
Diferencias de cambio	28	42	9	9	9
Unidades de reajuste	-883	-887	-896	-904	-904
Resultado Antes de Impuestos	729	2.706	4.669	4.964	5.166
Impuestos	-197	-731	-1.261	-1.340	-1.395
Resultado Final	532	1.975	3.408	3.624	3.771
Margen Neto	11%	29%	46%	47%	47%

Fuente: Elaboración propia

El resultado final más bajo se puede observar que durante el año 2020 el impacto de la crisis sanitaria fue más fuerte. Se espera que en el 2021 parte de los serán recuperado y que en 2023 la operación habrá vuelta a la normalidad. Desde la misma observación, se puede apreciar que el margen neto también sigue la misma tendencia, en 2021 se espera

cifras un poco mejor que lo observado en 2020 y en 2023 serán más similar al margen neto observado en 2017-2019.

## 6.5.1 Supuestos utilizados

Los supuestos en líneas generales explicados en detallan en los puntos precedentes son:

- Tasas de ocupación de los ABL en promedios históricos, salvo proyecciones de los nuevos espacios que entran en funcionamiento.
- Aumento en los ingresos a medida que entran en funcionamiento nuevos espacios (ABL).
- Recuperación paulatina de los ingresos de la empresa a medida que avance el control de la pandemia y recuperación de la economía.
- Tasa de impuestos a la renta del orden del 27%.
- Se mantienen provisiones de deudores incobrables del orden del 9% de los ingresos totales.
- El costo financiero y la unidad de reajuste está determinado por el crecimiento de las deudas a largo plazo el cual está determinado por el orden de los proyectos futuros.
- Costos y gastos en línea con la estructura histórica de estos en años de operación normal.
- No grandes cambios en el comportamiento de consumo en los espacios desarrollados y desarrollos futuros diversificados en espacios de entretención y distintos al consumo.
- Crecimiento estable que considera las condiciones económicas actual independiente de la inestabilidad política que está presente en las diferentes regiones en las cuales opera la compañía.
- En el corto plazo, no se agrega un factor adicional por la inestabilidad política por las elecciones presidencial recientes y futuras ya que no se pronostica un cambio significativo en el consumo individual de los clientes.

## 6.6. Estado de resultados proyectado porcentual

A continuación, se presenta el estado de resultado proyectado e histórico en término porcentual de los ingresos del mismo año.

*Tabla 44: Estado de resultados proyectado e histórico en base porcentual con ingresos*

	2017	2018	2019	2020	Mar- 2021 LTM	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Total costos y gastos	-31%	-29%	-29%	-52%	-58%	-55%	-41%	-30%	-30%	-30%
Resultado Operacional	69%	71%	71%	48%	42%	46%	54%	61%	61%	61%
Otros ingresos por función	30%	44%	24%	27%	31%	29%	26%	33%	33%	33%
Otros egresos por función	-4%	-5%	-5%	-16%	-18%	-17%	-11%	-5%	-5%	-5%
Ingresos financieros	3%	4%	6%	6%	6%	6%	6%	4%	4%	4%
Costos financieros	-21%	-19%	-19%	-40%	-44%	-35%	-25%	-23%	-22%	-22%
Participación empresas relacionadas	6%	5%	3%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	5%
Diferencias de cambio	0%	0%	0%	1%	0%	1%	1%	0%	0%	0%
Unidades de reajuste	-6%	-10%	-11%	-19%	-23%	-18%	-13%	-12%	-12%	-11%
Resultado Antes de Impuestos	78%	90%	69%	12%	-2%	15%	40%	63%	64%	65%
Impuestos	-24%	-25%	-18%	-9%	-8%	-4%	-11%	-17%	-17%	-18%
Resultado Final	55%	65%	51%	3%	-10%	11%	29%	46%	47%	47%

Fuente: Elaboración propia

En relación con los impuestos se consideró un 27%, lo cual es concordante con lo explicado en el punto 6.4 en relación con los impuestos. En resumen, se puede observar que los años de proyección tendrán un mínimo de 11% de margen neto en el 2021 y un máximo de 40% en el 2025.

## 7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

Con el fin de completar la valorización por flujo descontado, se continua con la proyección de las inversiones de reposición, las inversiones adicionales, el capital de trabajo que requiere la empresa y el valor terminal. Esta proyección considera los periodos remanentes del año en curso, es decir 9 meses desde abril del 2021 hasta diciembre del 2021. Después se considerará los periodos completos para el 2022 hasta 2025 inclusivo.

### 7.1. Inversión en reposición

En la Tabla 44, se analizó los flujos utilizados en actividades de inversiones para comprar propiedades, planta y equipo además de los activos a largo plazo utilizado como propiedad de inversión. Comparando el ratio de compra de activo en relación a la depreciación podemos observar que es mayor que 1.0x con incluso un promedio de 8,5x por lo que se concluye que la empresa está realizando inversiones de expansión para hacer crecer sus operaciones. Por lo mismo, se proyecta una inversión en reposición igual a la depreciación antes proyectada en el estado de resultado.

*Tabla 45: Inversión en reposición proyectada en miles de UF*

Inversión en reposición	2021	2022	2023	2024	2025
Inversión en reposición	-177	-247	-273	-285	-292

Fuente: Elaboración propia

### 7.2. Nuevas inversiones de capital

Cada año la empresa tiene numerosos proyectos en desarrollo para asegurar un crecimiento de la operación. Tal como se mencionó anteriormente la empresa tendría la inauguración de diversos nuevos activos en 2021; expansión Larcomar (inversión 13.700 MPEN) y el strip center AEX Santa Elena (108.000 UF), en 2022; Parque Alegra (inversión 434.000 MMCOP) y más adelante la expansión fase 1 & 2 de Parque Arauco Kennedy (inversión 5.355.000 y 2.200.000 UF respectivamente). Dado el tiempo requerido para desarrollar y construir cada activo, se asume que la empresa mantiene una inversión constante cada año para lograr este crecimiento. Por lo mismo, se consideró el ratio de inversión en relación a los ingresos para proyectar. En la Tabla 38: Relación entre Flujos Obtención Activos versus Ingresos 2017-2021 se identificó una inversión del 22% en

relación con los ingresos proyectados. Del promedio obtenido, se excluyó el 2021 ya que dado la contingencia no ha tenido un comportamiento normal.

*Tabla 46: Nuevas inversiones de capital en miles de UF*

	2021	2022	2023	2024	2025
Nuevas inversiones	-1.109	-1.633	-1.704	-1.750	-

Fuente: Elaboración propia

Las inversiones consideradas son en función a los ingresos que tendrá la empresa en el siguiente periodo. En 2021, se consideró el proporcional de los periodos que quedan del año, es decir se asume que ya realizaron un 25% de la inversión necesaria para el crecimiento del próximo año y que debe desembolsar el 75% remanente. Dado que no se considera un crecimiento a largo plazo de la compañía se deja nula las inversiones en el 2025 para el periodo que sigue.

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

Desde la clasificación de activos y pasivos operativos identificados en la Tabla 36: Cálculos Capital de Trabajo Neto Operativo CTON y RCTON se estimó el nivel de capital de trabajo que necesita la empresa para poder mantener su operación. El promedio considerado es del 2017 al 2020 de -4,2% con respecto a los ingresos, no se incluyó el 2021 ya que no es considerado un periodo de operación normal dado la contingencia sanitaria. Dado el capital de trabajo negativo que tiene la empresa no se considera necesario la inversión.

### 7.4 Valor terminal

Para determinar el valor terminal de la empresa se estima el valor de los flujos perpetuo que recibirá Parque Arauco. Dado que el periodo de proyección son 5 años, es decir hasta el 2025, desde el 2026 se considera los flujos constantes traído a valor presente, utilizando la siguiente formula:

$$\text{Valor terminal} = \frac{FCF * (1 + g)}{(K_0 - g)}$$

Donde: FCF = Flujo de caja libre para el último período de previsión, g = Tasa de crecimiento terminal,  $K_0$  = costo de capital

Como criterio más conservador, se ha considerado un crecimiento nulo a la perpetuidad. Por lo mismo, tal como se mencionó en las secciones 7.1 y 7.2 no se consideró inversiones adicionales ni inversión de capital de trabajo.

## 7.5. Flujos de caja libre proyectados

Tomando en consideración el estado de resultado proyectado en la sección 6 del presente informe y los supuestos adicionales de inversiones mencionado en los puntos anteriores se ha llegado a los siguientes flujos de caja libre proyectados. Para obtener el EBIT después de impuesto, se multiplica los flujos por 1 menos la tasa de impuesto antes definida.

*Tabla 47: Flujos de caja libre proyectados en miles de UF*

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EBIT (después de impuestos)	1.158	2.632	3.298	3.443	3.534	3.534
+ Depreciación y amortización	177	247	273	285	292	292
- Inversión de reposición	-177	-247	-273	-285	-292	-292
- Nuevas inversiones	-1.109	-1.633	-1.704	-1.750	-	-
+/- Liberación (Inversión) de CTON	-	-	-	-	-	-
Flujos de caja libre	49	999	1.594	1.693	3.534	3.534

Fuente: Elaboración propia

## 8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

En la sección a continuación se llevará a valor presente los flujos proyectados para obtener el valor de los activos de la empresa para así estimar el patrimonio total y el precio objetivo de la acción.

### 8.1. Valor presente de los flujos de caja libre

En resumen, dado los supuestos antes mencionados los flujos de caja libre proyectado son los siguientes:

*Tabla 48: Valor presente de los flujos de caja libre proyectados en miles de UF*

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Flujos de caja libre	49	999	1.594	1.693	3.534	
Valor terminal al 2025						69.436
Valor presente FCL	47	916	1.390	1.406	2.792	54.849
Valor presente total	61.401					

Fuente: Elaboración propia

Todos los valores fueron traído a valor presente utilizando el costo de capital presentado en la Tabla 20: Costo de capital llegando a una valorización de 61.401 miles de UF.

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

Considerando la relación de CTON en relación con las ventas está negativo, se considera que la empresa no debe invertir o liberar CTON.

## 8.3. Activos prescindibles y otros activos

Con el fin de identificar activos que podría generar flujos de caja adicional mediante una venta los activos que fueron clasificado como activo no operacional presentado en la *Tabla 33 : Clasificación de Activos Corrientes y No Corrientes Operacionales*. Dado este criterio, se identificó que la caja y los otros activos financieros como activos prescindibles.

*Tabla 49: Activos prescindibles y otros activos en miles de UF*

Efectivos y Equivalentes al Efectivo	14.156
Otros Activos Financieros, Corriente	0
Otros Activos no Financieros, Corriente	1.012
CxC a Entidades Relacionadas	12
Otros Activos	0
<b>TOTAL</b>	<b>15.180</b>

Fuente: Elaboración propia

## 8.4. Valorización económica de la empresa

En resumen, se presenta todos los antecedentes ya presentados en el presente informe para poder obtener el precio de la acción estimado.

*Tabla 50, Valorización económica de la empresa en miles de UF*

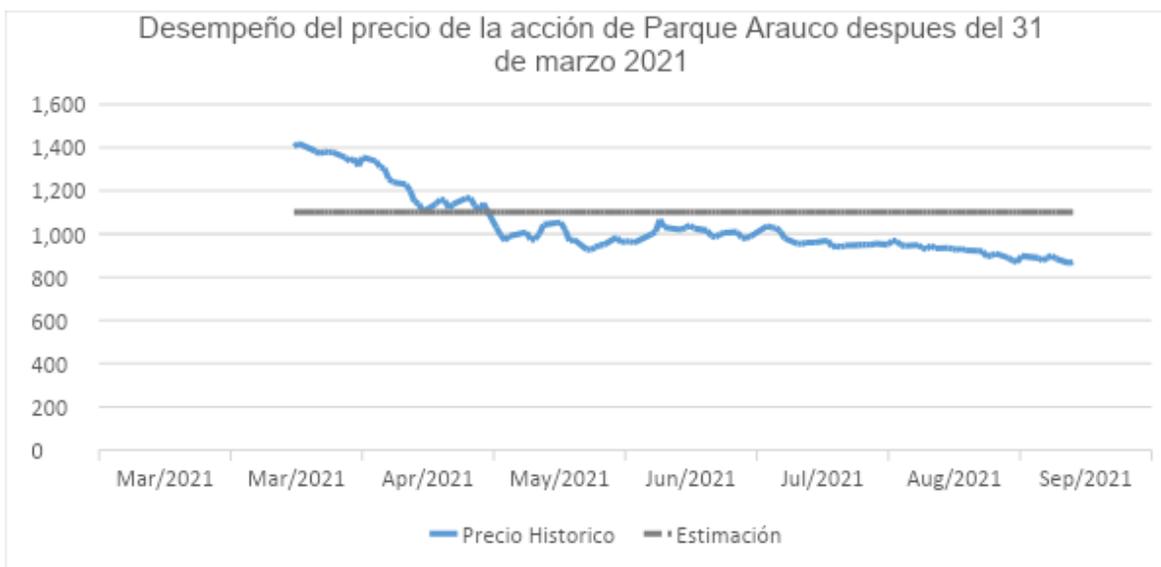
	Al 31 de marzo de 2021
Valor presente FCL (en miles de UF)	61.401
Exceso (déficit) CTON (en miles de UF)	-
Activos prescindibles y otros activos (en miles de UF)	15.180
<b>Valor total de activos (en miles de UF)</b>	<b>76.581</b>
Deuda financiera (en miles de UF)	42.657
<b>Patrimonio económico (en miles de UF)</b>	<b>33.924</b>
Número de acciones	905.715,88 2
Precio acción estimado (en UF)	0,037
<b>Precio acción estimado en pesos chilenos (en CLP)</b>	<b>1.101</b>
Precio acción real (en CLP)	1.405
Diferencia de precios (en %)	-22%

Fuente: Elaboración propia

Al 31 de marzo del 2021, uno de los factores relevante a considerar son los bajos niveles de ingresos que está generando la empresa, dado la crisis sanitaria, los flujos han sido afectado de forma negativa. Además, hubo un impacto negativo sobre la tasa de financiamiento por el aumento del riesgo país.

Dado la estimación observada se analiza el comportamiento del precio de la acción en las fechas posterior al 31 de marzo del 2021.

*Ilustración 3: Desempeño del precio de la acción después del 31 de marzo del 2021*



Fuente: Refinitiv Eikon, elaboración propia

En los primeros días, siguiendo la fecha de proyección el precio de la acción estaba por encima de la estimación. Esto indicaría que el mercado aun no tenía integrado toda la información disponible. Después de 44 días, el precio de la acción se regularizo y llegó a niveles por debajo de la estimación presentada el 14 de mayo del 2021. Este desfase coincide con la fecha en la cual se publicó los estados financieros del primer trimestre del 2021 utilizado en el presente informe. Hasta la fecha la acción está siendo transada bajo la estimación del presente informe.

## 8.5. Análisis de sensibilidad

Para poder analizar en mayor profundidad el precio de la acción, se ha sensibilizado dos factores:

1. Tasa de descuento: Dado que es un negocio intensivo en deuda, es muy sensible a la tasa de financiamiento. De hecho, desde la fecha a la cual se realizó el informe, las tasas del banco central han ido aumentando y se encuentran en TIR de 2,7% al 10 de septiembre 2021 (antes 1,27% al 31 de marzo del 2021). También, se podría ver impactado el premio por riesgo país de cada ubicación en las cuales operan y dado la inestabilidad política que se ha observado se podría esperar un cambio en el costo de capital.

2. Tasa de crecimiento a perpetuidad: En la proyección presentada en el siguiente informe se ha considerado un flujo perpetuo sin crecimiento, pero dado la trayectoria de la empresa, la calidad de los activos y que los ingresos están ligado a las ventas de sus locatarios implícitamente impactadas por la economía local. Por estas razones se podría considerar un crecimiento de los flujos. En resumen, se ajustó la tasa de crecimiento lo cual impacta los ingresos, costos, gastos netos de las inversiones).

*Tabla 51, Análisis de sensibilidad del precio de la acción en CLP*

		Tasa de crecimiento a perpetuidad						
		0%	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%
Tasa de descuento	5,09%	1.101	1.137	1.174	1.212	1.253	1.295	1.339
	5,34%	997	1.029	1.062	1.097	1.133	1.170	1.209
	5,59%	902	931	961	992	1.024	1.058	1.093
	5,84%	815	842	869	897	926	956	987
	6,09%	736	760	784	810	836	863	891
	6,34%	663	685	707	730	754	779	804

Fuente: Elaboración propia

En resumen, podemos observar que la valorización es significativamente impactada por un aumento de la tasa de descuento de forma negativa. Por otro lado, al considerar un crecimiento de los flujos neto a la perpetuidad el precio de la acción se ve favorecido.

## 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.
- Banco Central (2021). IMACEC (Marzo 2021).  
<https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/imacec-marzo-2021>
- BBVA Research, Consumption Tracker, Colombia (Abril 2021)  
<https://www.bbva.com/publicaciones/colombia-actualizacion-semanal-bbva-tracker-consumo-8-abril-2021/>
- BBVA Research, Consumption Tracker, Perú | PIB sorprende positivamente en marzo (Mayo 2021).  
<https://www.bbva.com/publicaciones/peru-pib-sorprende-positivamente-en-marzo/>
- Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- International Credit Rating (2021). Informe de clasificación de riesgo anual.  
<https://www.icrchile.cl/index.php/corporaciones/parque-arauco-s-a>
- Inversiones Security. (2021), Carteras Accionarias Security Agosto.
- Inversiones Security. (2021), Chile: Informe Sector Construcción e Inmobiliario.
- KPMG (2021). Tabla de tasas de impuestos corporativos.  
<https://home.kpmg/co/es/home/services/enterprise/tasas-de-impuestos-en-linea/tabla-de-tasas-de-impuestos-corporativos.html>
- 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.
- Parque Arauco S.A. (2021). Presentaciones Corporativas.  
<https://www.parauco.com/presentaciones-corporativas/>
- Parque Arauco S.A. (2021). Reportes de Resultados.  
<https://www.parauco.com/reporte-de-resultados/>
- Parque Arauco S.A. (2021). Memorias. <https://www.parauco.com/memorias/>
- Refinitiv Eikon. (2021). Información financiera.
- Risk America. (2021). Instrumentos RF. <https://www.riskamerica.com/>

Servicio de impuesto interno. (s.f.). UF 2018-2021.

[https://www.sii.cl/valores\\_y\\_fechas/index\\_valores\\_y\\_fechas.html](https://www.sii.cl/valores_y_fechas/index_valores_y_fechas.html)