



UNIVERSIDAD DE CHILE

**UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS
ESCUELA DE POSTGRADO**

**VALORACIÓN DE PARQUE ARAUCO S.A
MEDIANTE MÉTODO DE MULTIPLOS COMPARABLES**

**ACTIVIDAD FORMATIVA EQUIVALENTE A TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE MAGISTER EN
FINANZAS**

ALUMNA: SOLEDAD HUENTENAO
PROFESOR GUÍA: GABRIELA CLIVIO.

Santiago, Chile

2023

INDICE

RESÚMEN EJECUTIVO	1
1. METODOLOGÍA	2
1.1. PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN.....	2
1.1.1. <i>Método de múltiplos o comparables</i>	2
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA	5
2.1. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA.....	5
2.1.1. <i>Antecedentes del negocio e historia</i>	5
2.1.2. <i>Principales accionistas</i>	7
2.1.3. <i>Filiales</i>	8
2.2. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA.....	11
2.2.1. <i>Estado actual</i>	11
2.2.2. <i>Regulación y fiscalización</i>	14
2.2.3. <i>Riesgos de la industria</i>	15
2.2.4. <i>Empresas comparables</i>	17
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL	19
3.1. DEUDA FINANCIERA.....	19
3.2. PATRIMONIO ECONÓMICO.....	21
3.3. VALOR ECONÓMICO.....	22
3.4. ESTRUCTURA DE CAPITAL HISTÓRICA Y OBJETIVO.....	23
4. ESTIMACION DEL COSTO DE CAPITAL	24
5. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS	31
5.1. ANÁLISIS DE LAS EMPRESAS COMPARABLES.....	31
5.2. MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA.....	38
5.3. VALOR DE LA EMPRESA EN BASE A LOS MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA.....	43
5.4. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS.....	45
6. CONCLUSIONES	46
7. BIBLIOGRAFÍA	47

RESÚMEN EJECUTIVO.

Este informe tiene como objetivo realizar una valoración de Parque Arauco S.A a junio 2022 en Unidades de Fomento (“UF”), con el fin de determinar el precio de acción de la compañía. Actualmente Parque Arauco es una de las principales empresas del sector inmobiliario de América Latina, desarrollando y operando activos de distinto uso inmobiliario, con foco en retail, en Chile, Perú y Colombia.

La valoración de una compañía consiste en estimar el valor teórico de la acción que tendría en el mercado en una fecha específica, considerando el número de acciones que se encuentran emitidas. Esta estimación debe considerar un conocimiento íntegro de la compañía para entender el negocio, su industria y su visión.

Para poder hacer la valoración se utilizó el método de múltiplos comparables, la información a nivel financiera utilizada fue extraída de los Estados Financieros de la compañía, los cuales se encuentran publicados en la página web de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y en la página web de la compañía, adicionalmente, fue necesario analizar cualitativamente la compañía a nivel de industria con el fin de determinar sus empresas comparables. El periodo histórico de análisis comprende desde 2018 a junio del año 2022.

Mediante este informe se dará a conocer información importante de la compañía tanto a nivel cualitativo como financiero que permiten desarrollar de mejor manera la valoración con el fin de llegar a un precio estimado para la acción para Parque Arauco S.A.

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 del patrimonio 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 Mitto, 2014; Fernández, 2012; Papelu *et al.*, 2019; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de valoración por múltiplos.

1.1.1. Método de múltiplos o comparables

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a

los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira y Espinosa, 2019).

1.1.1.1. Múltiplos de ganancias

- Price to Earnings Ratio (PER) = Precio de la acción / Utilidad por acción
- Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT) = Valor de la empresa / EBIT
- Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA) = Valor de la empresa / EBITDA

Donde: “*Precio de la acción*” es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores, “*Utilidad de la acción*” es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, “*EBIT*” (*por sus siglas en inglés*) es el resultado operacional, y “*EBITDA*” (*por sus siglas en inglés*) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

1.1.1.2. Múltiplos de valor libro

- Price to Book Value (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio
- Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos

Donde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “*Valor libro del patrimonio*” es el valor contable del patrimonio, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda, y “*Valor libro de los activos*” es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

1.1.1.3. Múltiplos de ventas

- Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción
- Enterprise Value to Sales (EVS)= Valor de la empresa / Ventas

Donde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “*Ventas por acción*” son las ventas o ingresos divididas por el total de acciones en circulación, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, y “*Ventas*” es el total de ventas.

Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el *Price to Book Value* es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el *Enterprise Value to EBITDA* se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el *Price to Earnings Ratio* se utiliza en los sectores de *utilities* y gas y petróleo, y iv) el *Price to Sales Ratio* es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos (Fernández, 2012).

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

2.1. Descripción de la empresa

2.1.1. Antecedentes del negocio e historia

Parque Arauco S.A, es una compañía de origen chileno, donde a través de distintas sociedades, poseen activos inmobiliarios que desarrollan, administran y arriendan. El sello de la sociedad es ofrecer espacios atractivos para el encuentro donde las personas se conecten y compartan su tiempo libre.

El inicio de la compañía parte en 1982, con la inauguración del primer centro comercial de Chile, Parque Arauco Kennedy, para luego en el año 2006 en su interés de expansión e incursión internacional llegan a Perú y ya para el 2010 en su ánimo de crecimiento sostenible se apertura Parque Arboleda en Colombia.

En el año 2012 Parque Arauco incorpora Arauco Premium Outlet Buenaventura y se asocia con Aurus para constituir Arauco Express (AEX) y con esto ingresa tanto al mercado de los Outlet como de los *strip centers*.

Actualmente Parque Arauco tiene cuatro formatos de centros comerciales: regionales, vecinales, outlet malls y strip centers. Siendo sus locatarios tiendas por departamento, de mejoramiento del hogar, supermercados, restaurantes, cines, centros de salud y tiendas menores de distintos rubros.

Dentro de los pilares estratégicos de la sociedad se encuentra el crecimiento, rentabilidad y sostenibilidad los cuales les han permitido potenciar su misión en ser líderes en el desarrollo y operación de activos inmobiliarios, a través de un crecimiento rentable y sostenible que genere valor a los grupos de interés. A su vez sus actividades centrales se arraigan a una búsqueda de ubicaciones estratégicas, desarrollo de espacios y generar una experiencia en sus clientes como foco.

A la fecha, las más de cuatro décadas que lleva la compañía le han permitido que sean uno de los desarrolladores y administradores de centros comerciales más importantes de la industria inmobiliaria de Latinoamérica con más de 520.000 m2 de GLA en 9 Malls, 4 Outlets y 18 Strip centers.

En la tabla N°1 y tabla N°2 se presentarán algunos antecedentes acerca de Parque Arauco, indicando información resumen del negocio actual, así como sus indicadores de ingresos y EBITDA extraídos del último Estado Financiero anual del periodo 2021. Es necesario comentar que los principales ingresos y EBITDA de Parque Arauco provienen de Chile, siendo además el país con mayor área bruta locataria (ABL), que para el 2021 ascendía a 523.500 m2 con un 94,8% de ocupación y para el segundo semestre del 2022 ascendía a 522.000 m2 con un 95,3% de ocupación.

Tabla 1. Información de Parque Arauco.

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	PARAUCO
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Desarrollador y operador de activos inmobiliarios multiformato principalmente de uso comercial orientados hacia distintos sectores socioeconómicos, actualmente están presente en 3 países con alto potencial de crecimiento: Chile, Perú y Colombia.

Tabla 2. Ingresos y EBITDA de Parque Arauco S.A

Países donde opera Parque Arauco	Ingresos (en UF)	%	EBITDA (en UF)	%
Para el año 2021				
Chile	3.200.782	58,40%	1.330.680	57,30%
Colombia	887.888	16,20%	404.081	17,40%
Perú	1.392.121	25,40%	587.543	25,30%
Total	5.480.791	100,00%	2.322.304	100,00%

Fuente: Según Estados Financieros auditados y memoria 2021.

2.1.2. Principales accionistas

Tabla 3: 12 mayores accionistas de Parque Arauco, último periodo informado 06-2022 CMF

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones suscritas	% de propiedad (*)
INVERSIONES CABILDO S A	154.927.900	17,11%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	64.707.300	7,14%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE STATE STREET	62.945.678	6,95%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	54.349.111	6,00%
SANTANDER CORREDORES DE BOLSA LIMITADA	53.965.690	5,96%
BOLSA ELECTRONICA DE CHILE BOLSA DE VALORES	42.166.900	4,66%
INVERSIONES JARDINES DEL BOSQUE LIMITADA	41.959.184	4,63%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	36.987.402	4,08%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S A	27.399.961	3,03%
BTG PACTUAL CHILE S A C DE B	23.070.555	2,55%
BANCO ITAU CORPBANCA POR CTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	22.313.957	2,46%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	21.942.573	2,42%

Fuente: Detalle de 12 mayores accionistas según página web Comisión para el mercado financiero (CMF).

2.1.3. Filiales

Tabla 4: Filiales de Chile

Rut	Nombre Sociedad
76.013.218-7	Inversiones Parque Arauco Uno S.A.
76.111.950-8	Desarrollos Inmobiliarios San Antonio S.A.
76.187.012-2	Centros Comerciales Vecinales Arauco Express S.A.
76.189.464-1	Nueva Arauco SpA.
76.263.221-7	Centro Comercial Arauco Express Ciudad Empresarial S.A.
86.339.000-1	Plaza Estación S.A.
96.547.010-7	Inmobiliaria Paseo de la Estación S.A.
96.671.020-9	Todo Arauco S.A.
96.734.110-K	Arauco Malls Chile S.A.
76.455.843-k	Parque Angamos SpA.
76.231.235-2	Bulevar Rentas inmobiliarias S.A.
76.939.541-5	Arauco Centros Comerciales Regionales SpA
76.939.551-2	Arauco Chillán SpA
77.112.778-9	Arauco Viña SpA
96.828.400-2	Parque Arauco Internacional S.A.

Fuente: Según EEFF consolidados al 30.06.2022 publicado en la Bolsa de Santiago.

Tabla 5: Filiales de Argentina

Rut	Nombre Sociedad
30-69117251-8	Parque Arauco Argentina S.A.

Fuente: Según EEFF consolidados al 30.06.2022 publicado en la Bolsa de Santiago.

Tabla 6: Filiales en Perú

Rut	Nombre Sociedad
20511910642	Arauco Holding Perú S.A.C.
20523173716	Parque Lambramani S.A.C.
20550880041	Strip Centers del Perú S.A.C.
20495673911	El Quinde Shopping Plaza S.A.C.
20512817999	Inmobiliaria El Quinde S.A.C.
20521150948	El Piquero Shopping Plaza S.A.C.
20510641516	Arauco Malls Perú S.A.C.
20511742677	Holding Plaza S.A.
20547203608	NISA Malls S.A.
20423264617	Inmuebles Panamericana S.A.
20345681460	Altek Trading S.A.C.
20538494748	Inmobiliaria Costa Nueva S.A.C.
20538494233	Inmobiliaria Botafogo S.A.C.
20543100138	Inversiones Lendipo S.A.C.
20543099881	Inmobiliaria Pisac S.A.C.
20543349403	Inversiones Kandoo S.A.C.
20548925861	Inmobiliaria Eburns S.A.C.
20557171178	Inversiones Lambore S.A.C.

Fuente: Según EEFF consolidados al 30.06.2022 publicado en la Bolsa de Santiago.

Tabla 7: Filiales en Colombia

Rut	Nombre Sociedad
901.394.357-2	Administradora Parque Arauco S.A.S
900.197.303-7	Inversiones Colombianas Arauco S.A.S. (1)
830.054.539-0	Fideicomiso PA Alegra Barranquilla
900.252.139-0	Parque Arauco Colombia S.A.S.
900.079.790-5	Eje Construcciones S.A.S.
900.460.297-8	Inversiones Inmobiliarias Bucaramanga Arauco S.A.S.
830.053.812-2	Fideicomiso Parque Arauco Matriz
830.053.812-2	Fideicomiso Multifamily Calle 72 (2)

Fuente: Según EEFF consolidados al 30.06.2022 publicado en la Bolsa de Santiago.

2.2. Descripción de la industria

2.2.1. Estado actual

2.2.1.1. Industria de Centros Comerciales en Chile

El 1982 comenzó la industria de centros comerciales en Chile con la inauguración de Parque Arauco Kennedy y desde ese entonces comenzó un crecimiento exponencial que actualmente presenta 278 centros comerciales a lo largo de Chile, con un total de 4.437.289 metros cuadrados de GLA y 4.417 tiendas ¹. Del total de centros comerciales 53 son malls, 76 power center, 70 strip centers, 68 grandes tiendas y 11 outlets.

Los malls, en cuanto a número, representan un 20%, pero en cuanto a superficie arrendable abarcan más del 70% del GLA total del país. La locación en Chile de los centros comerciales se concentra principalmente en la Región Metropolitana con un 42% del total.

Por el lado de Parque Arauco actualmente posee una participación aproximadamente del 12% del GLA en la industria chilena².

El sector comercio en general tiene un impacto alto en la economía, aportando varios puntos porcentuales al PIB. Sin embargo, la baja en las expectativas de crecimiento y las altas tasas de desempleo en el último tiempo han sido factores que han golpeado la economía chilena transversalmente.

Con la pandemia del Covid 19 en la industria del retail tradicional se vio obligada a cerrar, restringir el acceso e incluso aplicar aforos máximos en centros comerciales, dando un espacio al crecimiento de formatos online y avanzando hacia una metodología cada vez más digital en todo el proceso de compra. Hoy, gracias a la reapertura en las restricciones sanitarias las compras presenciales han vuelto a tomar fuerza, generando un mix de ventas tanto presencial como online, obligando a los centros comerciales a adaptarse a la nueva realidad operacional que está marcado por la flexibilidad y por la constante atención a los movimientos a nivel global.

¹ Fuente: Cámara de centros comerciales www.camaracentroscomerciales.cl

² Fuente: Portafolio de centros comerciales en página corporativa de Parque Arauco.

2.2.1.2. Industria de Centros Comerciales en Perú

A pesar de la rápida expansión de centros comerciales en Perú, sigue siendo una oportunidad atractiva para nuevos inversionistas, eso se debe a que existe una clase media en constante crecimiento. A nivel económico, Perú ha mostrado un crecimiento positivo los últimos años, despertando el interés por los inversionistas en el país. Lo anterior, junto a un bajo índice de centros comerciales por millón de habitantes³ posicionan a Perú como una alternativa interesante para el desarrollo y operación de Centros Comerciales. A la fecha el mercado peruano cuenta con un total de 109 centros comerciales activos.

En la actualidad, Perú aun presenta una baja penetración en el sector retail en comparación con sus pares de la región, donde hay aproximadamente tres centros comerciales por cada millón de habitantes, menor si se compara con Chile y México que cuentan con el doble de centros comerciales por millones de habitantes. Cabe destacar que, en cuanto a la superficie arrendable por cada mil habitantes, Perú demuestra su potencial ya que tan solo posee 97,3 m² de área bruta arrendable (GLA) por millón de habitantes, lo que comparado con otros países de la región como México con un total de 271,8 m², Colombia con 141,2 m², Chile con 271,8 m², y Argentina 365,6 m², representa un valor bajo y por ende existiría espacio para el desarrollo de nuevos Centros Comerciales en el país.

La dinámica de crecimiento que experimentaron los centros comerciales el año pasado 2021 en Perú y los factores que lo impulsaron se repetirían para este 2022. De acuerdo con las estimaciones, para este año se espera un incremento en ventas de 14,1%, logrando con este resultado un incremento en los valores obtenidos prepandemia ⁴.

Parque Arauco actualmente posee una participación aproximadamente del 49% en la industria peruana, lo cual lo convierte en la región más importante de la compañía ⁵.

³ Según información de ACCEP, Asociación de centros comerciales del Perú, <http://accep.org.pe/es/home/>.

⁴ Según Brochure “oportunidades del sector”, publicado en página ACCEP.

⁵ Según portafolio de centros comerciales en página corporativa de Parque Arauco.

2.2.1.3. Industria de Centros Comerciales en Colombia

Actualmente en Colombia existen 258 centros comerciales, los cuales vienen trabajando en impulsar la reactivación económica frente a la pandemia. Del total de centros comerciales la concentración se da en centros pequeños, los cuales tienen menos de 20.000 m².

En Colombia, el desarrollo de proyectos de edificaciones destinados a las actividades comerciales ha sido importante para el crecimiento del sector constructor en el país. A la fecha los centros comerciales representan un 25% del total de la construcción de los proyectos no residenciales y son grandes fuentes de valor agregado y para generación de empleo en la industria. En los últimos años la relación de GLA (Gross Leasable Area o superficie bruta arrendable) por habitante sigue siendo considerablemente baja ya que sólo alcanza 0,074 m²/hab., a diferencia de Chile que posee 0,18 metros cuadrados de GLA por habitante ⁶.

Al igual que las otras industrias analizadas, por el efecto pandemia, Colombia se ha tenido que reinventar en tener plataformas digitales y venta física a fin de adaptarse a las nuevas necesidades de los usuarios y saber aprovechar las oportunidades del mercado para la generación de valor.

Parque Arauco actualmente posee una participación aproximadamente del 10% en la industria colombiana, lo cual lo convierte en la tercera región más importante de la compañía ⁷.

⁶ Según página N°14, Newspaper mall & retail, 2019, Juan Raúl Vélez.

⁷ Según portafolio de centros comerciales en página corporativa de Parque Arauco.

2.2.2. Regulación y fiscalización⁸

Parque Arauco y sus filiales en Chile, Perú y Colombia están sujetas a las distintas normas civiles, comerciales, laborales administrativas y tributarias de cada uno de los países donde opera.

A nivel nacional, Parque Arauco al ser una compañía abierta en bolsa es regulada por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) según la normativa dispuesta por la Ley de Sociedades Anónimas en Chile. Por otro lado, al tratarse de una inmobiliaria está sujeta a la Ley General de Urbanismo y Construcciones, Ley de Aportes al Espacio Público y Ley sobre Bases Generales del Medioambiente, entre otras normas urbanísticas, ambientales y de construcción. En cuanto al funcionamiento de los Centros Comerciales, están regulados por permisos de edificación, patentes comerciales y autorización sanitaria para locales de alimentos. Por último, la operación en Chile está sujeta a la Ley sobre Protección de los Derechos de los Consumidores, Ley de Defensa de la Libre Competencia y Competencia Desleal, entre otras.

En Perú, las operaciones de Parque Arauco están sujetas a diversas normas que rigen su operación como el Reglamento Nacional de Edificaciones, la Ley del Auxilio Oportuno, Ley General de Sociedades, Ley del Procedimiento Administrativo General, Ley de Gestión Integral de Residuos Sólidos, normas de Protección al Consumidor y la Ley de Represión de las Conductas Anticompetitivas, entre otras normas de aplicación general. Al mismo tiempo es necesaria la obtención de autorizaciones, permisos y licencias para la operación correcta de los Centros Comerciales, regulados a través de Licencias de Obras, Licencias de Funcionamiento y Certificado de Inspección Técnica de Seguridad en Edificaciones (Certificado ITSE). Finalmente, por el giro del negocio son importantes la Ley de Productividad y Competitividad Laboral, la Ley de Seguridad y Salud en el Trabajo, entre otras.

Finalmente, Parque Arauco Colombia opera mediante sociedades anónimas y sociedades por acciones simplificadas, cuya regulación se encuentra justificada en el Código de Comercio y son supervisadas por la Superintendencia de Sociedades. A la

⁸ Fuente: Memoria Integrada Parque Arauco, año 2021

vez, es fiscalizado por la Superintendencia Financiera de Colombia, cuya regulación se encuentra en el Código de Comercio y en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero. Para el desarrollo de los distintos activos de la compañía es necesario el cumplimiento de normas urbanísticas supervisadas en las oficinas de Planeación Distrital y Departamental, el Instituto de Desarrollo Urbano y la Curaduría Urbana (encargada de expedir licencias de urbanismo y construcción). Para la obtención de los distintos permisos para operar, Parque Arauco Colombia debe contar con permisos de distintos organismos, tales como la Alcaldía Local, Secretaría de Salud y Cuerpo Oficial de Bomberos, así como otras certificaciones como de Transporte Vertical y puertas automáticas, plan de gestión de residuos y manejo de vertimientos, entre otros. Con respecto a la operación de los Centros Comerciales, estos se encuentran sujetos al Decreto Único Reglamentario del Sector Trabajo, Estatuto del Consumidor, Estatuto Tributario, Ley de Protección de Datos Personales, normas de publicidad engañosa y libre competencia, entre otras.

2.2.3. Riesgos de la industria

Potenciales efectos de la transformación de la industria del retail y cambios en las tendencias de consumo sobre el formato de centros comerciales.

El potencial impacto para la industria es el fortalecimiento de algunas categorías de retail en detrimento de otras, lo que puede requerir adaptaciones en el uso de los espacios de compra física, cambios para facilitar la logística y nuevas dinámicas que integren la compra online con la presencial.

Fenómenos ambientales prolongados o extremos que afecten significativamente los lugares donde estamos presentes como consecuencia o con relación al cambio climático.

El potencial impacto para la industria es una mayor exposición a cambios regulatorios o de comportamiento de las personas en entornos climáticamente más expuestos,

aumento o creación de impuestos, incorporación de restricciones vinculadas con la disminución de emisiones de carbono o eficiencia energética, y algunos riesgos físicos derivados del cambio climático podrían impactar en la estabilidad o disponibilidad de los recursos naturales como el agua o la energía, afectando las condiciones de futuras operaciones de los centros comerciales.

Cambio de expectativas respecto al rol y contribución de los centros comerciales en sus entornos y comunidades.

El potencial impacto para la industria es no responder de manera adecuada a expectativas que puede incidir en desconexión o falta de diálogo con grupos de interés claves, mayor exposición en conflictos, desavenencias o complicaciones con actores que se encuentran en las áreas de influencia de los activos, deterioro de la percepción de la industria e incremento de cambios regulatorios que dificulten el crecimiento y desarrollo futuro y pérdida de oportunidades para desarrollar alianzas con actores sociales en temas que promueven impactos positivos para el entorno ⁹.

Riesgo de tasa

El horizonte de largo plazo de las inversiones de Parque Arauco genera que la inversión sea muy sensible a la tasa de interés. De esta forma, un cambio brusco en las tasas podría significar que inversiones realizadas dejen de ser rentables y, por lo tanto, significarían una pérdida de valor para la compañía.

Riesgo normativo

Los activos de Parque Arauco han mostrado constantes transformaciones a lo largo del tiempo, ya sea a través de ampliaciones de los mismos Centros Comerciales, como reconversiones de sectores o de tiendas a otro tipo de formatos y/o proyectos. Esa

⁹ Fuente: Memoria integrada Parque Arauco, año 2021

característica de constante cambio de los activos de la compañía en la búsqueda de una mejor experiencia para los clientes y de una mayor rentabilidad por m² de GLA es que hace a los activos especialmente sensible a la normativa vigente que permita estas transformaciones. Así, cambios en los marcos regulatorios municipales, a través de los planes reguladores comunales (PRC), podrían imposibilitar futuras estrategias de inversión que la compañía tenía prevista para el crecimiento de los activos.

Aumento en los costos de construcción

Durante los últimos años hemos sido testigos de cómo han aumentado los costos en general de los materiales de construcción a lo largo del país, llevando a algunas empresas constructoras a buscar mecanismos para evitar la quiebra. Con lo anterior, y dada la naturaleza de las inversiones de Parque Arauco, es que la rentabilidad de las inversiones de la compañía dependerá de las fluctuaciones de los costos de construcción. Así, un aumento brusco en los costos, como los vistos en el último tiempo, podría generar que proyectos que están en etapa de construcción se vean fuertemente castigados en su rentabilidad.

2.2.4. Empresas comparables

En Chile existen 2 compañías del tamaño y formatos que opera Parque Arauco que permiten ser sus comparables en la industria: Mall Plaza S.A. y Cencoshopp S.A.

En el mercado latinoamericano, en cambio, encontramos empresas comparables que se dedican al desarrollo y la administración de Centros Comerciales presentes en México y Brasil, como Fibra Uno, Multiplan y GICSA.

Por último, en el mercado estadounidense nos encontramos con los siguientes comparables: Simon y Regency.

En el punto 9 se encuentra una descripción de cada empresa comparable por mercado.

En la tabla N°8 se pueden encontrar antecedentes de las empresas comparables mencionadas anteriormente, su nemotécnico y el mercado donde transa sus acciones y en la tabla siguiente N°9 y N°10 se detallarán cifras de cada una de ellas tanto a nivel de ingresos como de EBITDA para el cierre anual del 2021.

Tabla 8. Antecedentes de empresas comparables.

Empresa comparable	Multiplan Empreendimentos Imobiliarios S.A
Ticket o Nemotécnico	MULT9
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de valores de Sao Paulo
Empresa comparable	Fibra UNO
Ticket o Nemotécnico	FUNO11
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa Mexicana
Empresa comparable	Grupo Gicsa S.A.B. de C.V
Ticket o Nemotécnico	GICSAB
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa Mexicana
Empresa comparable	Simon Property Group, Inc.
Ticket o Nemotécnico	SPG
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de New York
Empresa comparable	Regency Centers Corporation
Ticket o Nemotécnico	REG
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de New York
Empresa comparable	Plaza S.A.
Ticket o Nemotécnico	MALLPLAZA
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Empresa comparable	Cencosud Shopping S.A.
Ticket o Nemotécnico	CENCOSHOPP
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago

Fuente: Información de disponibilidad pública en Web.

Tabla 9. Ingresos de empresas comparables para el año 2021.

PAISES DONDE OPERA	Multiplan Emprendimientos Inmobiliarios S.A	%	Plaza S.A.	%	Cencosud Shopping S.A.	%	Fibra UNO	%	Grupo Gicsa S.A.B. de C.V	%	Simon Property Group, Inc	%	Regency Centers Corporation	%
Para el año 2021 (en UF)														
CHILE			8.221.035	92,07%	6.708.835	96,66%								
PERU			38.613	0,43%	116.985	1,69%								
COLOMBIA			669.798	7,50%	114.662	1,65%								
EEUU											140.400.282	100,00%	31.998.453	100,00%
BRASIL	5.009.115	100,00%												
MEXICO							29.289.445	100,00%	5.260.106	100,00%				
Total	5.009.115	100,00%	8.929.446	100,00%	6.940.482	100,00%	29.289.445	100,00%	5.260.106	100,00%	140.400.282	100,00%	31.998.453	100,00%

Fuente: Según estados financieros y memoria del año 2021 de cada empresa comparable.

Tabla 10. EBITDA de empresas comparables para el año 2021.

Países y rubros donde opera	Multiplan Emprendimientos Inmobiliarios S.A	%	Plaza S.A.	%	Cencosud Shopping S.A.	%	Fibra UNO	%	Grupo Gicsa S.A.B. de C.V	%	Simon Property Group, Inc	%	Regency Centers Corporation	%
Para el año 2021 (en UF)														
CHILE					6.150.821	97,35%								
PERU			4.727.890	100,00%	100.010	1,58%								
COLOMBIA					67.351	1,07%								
EEUU											117.312.634	100,00%	24.788.243	100,00%
BRASIL	3.507.945	100,00%												
MEXICO							23.333.437	100%	4.420.639	100,00%				
Total	3.507.945	100,00%	4.727.890	100,00%	6.318.182	100,00%	23.333.437	0,00%	4.420.639	100,00%	117.312.634	100,00%	24.788.243	100,00%

Fuente: Según estados financieros y memoria del año 2021 de cada empresa comparable.

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

3.1. Deuda financiera

La estrategia de financiamiento de Parque Arauco S.A se basa principalmente en la emisión de bonos, teniendo a Chile y Perú como países de entidad deuda. Dado el plan de inversión, Parque Arauco concentra su deuda en el largo plazo, equivalente a un 90% aproximadamente, mientras que el otro restante del 10% corresponde a deuda corto plazo. Cabe destacar que para el cierre de año del 2020 la proporción fue más extrema concentrando un 96% como deuda largo plazo y sólo un 4% como deuda de corto plazo. En Abril del año 2020, Parque Arauco S.A aumentó su deuda financiera con el objetivo de aumentar la caja de la compañía y fortalecer su situación financiera,

mediante la emisión de un bono por UF 2.000.000¹⁰. Esos fondos se mantuvieron en la caja, resultando en una deuda estable desde el cuarto trimestre del año 2019.

Por otro lado, en los últimos años según información de las memorias publicadas de la compañía, en el perfil de la deuda, la distribución por moneda del capital financiero principalmente se transa en Unidades de Fomento, le siguen las operaciones transadas en moneda pesos, moneda peruana (sol) y peso colombiano. La distribución por tipo de tasa de interés para el financiamiento es 100% a tasa fija.

¹⁰ Fuente: www.df.cl/mercados/bolsa-monedas/parque-arauco-se-la-juega-y-en-medio-de-la-crisis-por-el-covid-19-coloca

Tabla 11. Detalle de deuda financiera bruta 2018- Jun 2022

Deuda Financiera en MUF	Dic-2018	Dic-2019	Dic-2020	Dic-2021	Jun-2022
Total corriente	4.349	8.302	1.871	3.317	2.845
Arrendamiento financiero	72	59	-	-	-
Préstamos bancarios	3.505	5.215	818	2.285	2.035
Emisión de bonos	757	3.021	1.032	992	810
Pasivos de cobertura	15	7	20	40	0
Total no corriente	31.788	31.079	40.057	32.225	31.816
Arrendamiento financiero	1.130	1.117	-	-	-
Préstamos bancarios	7.524	9.905	14.724	9.174	9.015
Emisión de bonos	22.986	20.002	25.022	23.051	22.801
Pasivos de cobertura	149	54	311	-	-
Total	36.137	39.381	41.928	35.542	34.662

Fuente: Elaboración propia según EEFF auditados de cada año.

3.2. Patrimonio económico

En esta sección, se procedió a determinar el patrimonio económico de la empresa, a través del producto entre el total de acciones en circulación al cierre de cada periodo y el valor de cierre de la acción de Parque Arauco en el mercado bursátil a igual fecha. Dando como resultado lo siguiente por medio de la tabla:

Tabla 12. Patrimonio económico Parque Arauco S.A

Patrimonio económico	Dic-2018	Dic-2019	Dic-2020	Dic-2021	Jun-2022
N° de acciones en circulación	902.157.216	902.157.216	905.715.882	905.715.882	905.715.882
Precio de cierre por acción	\$1.544,90	\$1.849,90	\$1.163,00	\$939,90	\$715,50
Total en MM\$	1.393.742.683	1.668.900.634	1.053.347.571	851.282.357	648.039.714
Valor UF al cierre de cada periodo	27.565,79	28.309,94	29.070,33	30.991,74	33.086,83
Total en MUF	50.561	58.951	36.234	27.468	19.586

Fuente: Elaboración propia según memoria cierre de cada periodo y EEFF.

En el cuadro anterior se puede ver que durante el año 2020 aumentaron en circulación 3.558.666 acciones, esto se debe según lo publicado en la memoria del año 2020 de Parque Arauco a que existe un plan de *stock options* para los ejecutivos principales, y que aprobó destinar 7.800.000 acciones a planes de compensación de ejecutivos, en donde se suscribieron para el 2020 3.558.666 acciones y las restantes 4.241.334 acciones no fueron suscritas, siendo de baja en el cuarto trimestre del año 2020.

3.3. Valor económico

Se determinó la deuda financiera y el patrimonio económico, estimando así, el valor de la empresa, calculado como la suma de ambas partidas para cada año de análisis. La siguiente tabla muestra dichos resultados:

Tabla 13. Valor económico de Parque Arauco S.A

Valor Económico	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Valor deuda financiera MUF (B)	36.137	39.381	41.928	35.542	34.662
Patrimonio económico MUF (P)	50.561	58.951	36.234	27.468	19.586
Valor económico MUF (V)	86.697	98.332	78.162	63.010	54.248

Fuente: Elaboración propia según datos de tabla N°11 y N°12.

3.4. Estructura de capital histórica y objetivo

En base a la información presentada en la tabla anterior se puede calcular diferentes indicadores financieros, dentro de los cuales se presentan en la tabla de a continuación la razón de endeudamiento (B/V), razón de patrimonio (P/V) y razón deuda/patrimonio (B/P), de los cálculos realizados la última cifra será utilizada para la construcción del costo promedio ponderado de capital:

Tabla 14. Estructura de capital Parque Arauco S.A

Estructura de capital	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22	E.C Histórica Promedio 2018- Jun 22	E.C Histórica Promedio 2020- Jun 22	E.C Objetivo Promedio
B/V	41,68%	40,05%	53,64%	56,41%	63,90%	51,13%	57,98%	40,87%
P/V	58,32%	59,95%	46,36%	43,59%	36,10%	48,87%	42,02%	59,13%
B/P	71,47%	66,80%	115,71%	129,39%	176,97%	112,07%	137,98%	69,12%

Fuente: Elaboración propia según datos de tabla N°13.

Según los datos representados en la tabla N°11 y N°12, se puede apreciar que la deuda tiene un incremento del 9% al año 2019, un aumento del 6% para el año 2020 y ya para el 2021 una reducción importante del 15% y de un 2% al segundo trimestre del año 2022. Si comparamos la variación en cuanto al patrimonio, este tiene un comportamiento más agresivo en cuanto a diferencial por año donde al año 2019 tiene un incremento porcentual del 17% y ya para el año 2020 comienza una caída constante con un 39%, para el año 2021 otra contracción del 24% y para el segundo trimestre una caída de 29%, esto se genera principalmente por un efecto precio de la acción a la baja desde el año 2018, ya que el número de acciones se ha mantenido constante del año 2018 al 2019 e incluso en el año 2020 hubo un aumento del orden de 3,5 millones de acciones.

4. ESTIMACION DEL COSTO DE CAPITAL

Para poder realizar la estimación del costo de capital de Parque Arauco, como primer paso se procedió a calcular los retornos de precios semanales tanto de acción de PARAUCO S.A como del IPSA, correspondiente al último día hábil de cada semana. Para este análisis, se emplea el método de regresión lineal simple desde el 30 de Junio de 2017 al 30 de Junio del 2022. El método para estimar la rentabilidad del IPSA como de PARAUCO S.A se realiza de la siguiente forma:

$$Retorno_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_t}$$

Considerando lo anterior, el modelo de regresión se estima de la siguiente forma:

$$Retorno_{Parque Arauco} = \alpha + \beta * Retorno_{IPSA} + \varepsilon$$

Los datos entregados por la regresión es lo siguiente:

Tabla 15. Datos de la estimación del beta.

	jun-22
Beta de la acción	0,426
P-Value	5,12E-38
N° observaciones	261
R2	0,47
Presencia Bursátil	100%

Fuente: Elaboración propia según regresión considerando retornos de IPSA y PARAUCO.

Para continuar con el modelo de estimación, se definieron las variables de tasa libre de riesgo para Chile que según el BCU a 30 años al 30 de Junio 2022 considera UF + 2,14% y una prima por riesgo de mercado de 6,01% a 12 meses para Chile según Damodaran.

$$R_f = UF + 2,14\%$$

$$prm = E(R_m) - R_f = 6,01\%$$

El costo de la deuda fue calculado como la tasa libre de riesgo más el spread entre el bono emitido en 2020 a plazo de 7 años con una tasa promedio en el mercado secundario de bonos de UF + 3,16% (extraído de RiskAmerica) y la tasa del BCU de 5 años que a la fecha de valoración, es decir el 30 de junio 2022 correspondía a 1,73%. De esta forma se logra usar la misma parametrización de una tasa libre de riesgo de 30 años con un costo de la deuda al mismo plazo.

Bono emitido el 05 de junio de 2020 por Parque Arauco (BPARC-X): UF + 3,16%.

BCU en UF a 5 años con fecha 30 de junio de 2022: 1,73%

Diferencial de spread: 3,16% - 1,73% = 1,43%

Tasa libre de Riesgo según BCU a 30 años: 2,14%

$$K_b = 2,14\% + (3,16\% - 1,73\%)$$

$$K_b = 3,57\%.$$

Por otro lado, se debe comentar que la tasa de impuesto a utilizar en este trabajo será de 27% considerada como a tasa corporativa desde el año 2018 en adelante para las empresas que tributan en Chile.

$$t_{c,corporativa} = 27\%$$

En base a todos los datos mencionados anteriormente se procede a estimar el Beta de la deuda utilizando para ello el método o modelo CAPM:

$$K_b = Rf + (E(R_m) - Rf)\beta_b$$

$$\beta_b = \frac{K_b - Rf}{E(R_m) - Rf}$$

Despejando los valores, se obtiene el beta de la deuda:

$$\beta_b = \frac{0,0357 - 0,0214}{0,0601}$$

$$\beta_b = 0,24$$

El siguiente procedimiento es poder calcular el beta patrimonial sin deuda, para ello consideramos el promedio de los años 2020-2021-junio 2022 de las relaciones de B/V, P/V y B/P, y adicionalmente se considera el beta de la acción para el año 2022 indicado en la tabla N°15, el cual entrega un resultado de 0,426.

$$\frac{B}{V} = 0,5798$$

$$\frac{P}{V} = 0,4202$$

$$\frac{B}{P} = 1,3798$$

$$\beta_p^{c/deuda} = 0,426$$

Despejando la siguiente fórmula propuesta por Rubinstein, obtuvimos el beta patrimonial sin deuda, donde:

$$\beta_p^{c/deuda} = \beta_p^{s/deuda} \times \left(1 + (1 - t_c) \times \frac{B}{P} \right) - (1 - t_c) \times \beta_b \times \frac{B}{P}$$

Despejando, se obtiene que:

$$\beta_p^{s/deuda} = \frac{\beta_p^{c/deuda} + (1 - t_c) \times \beta_b \times \frac{B}{P}}{1 + (1 - t_c) \times \frac{B}{P}}$$

Reemplazando valores, se obtiene:

$$\beta_p^{s/deuda} = \frac{0,426 + (1 - 0,27) \times 0,24 \times 1,3798}{1 + (1 - 0,27) \times 1,3798}$$

$$\beta_p^{s/deuda} = 0,33$$

El siguiente procedimiento consiste en apalancar la estructura, para ello utilizamos la estructura de capital objetivo como el promedio de los años 2018 y 2019 de las relaciones de B/V, P/V y B/P:

$$\frac{B}{V} = 0,4087$$

$$\frac{P}{V} = 0,5913$$

$$\frac{B}{P} = 0,6912$$

$$\beta_p^{c/deuda} = \beta_p^{s/deuda} \times \left(1 + (1 - t_c) \times \frac{B}{P_{objetivo}} \right) - (1 - t_c) \times \beta_b \times \frac{B}{P_{objetivo}}$$

$$\beta_p^{c/deuda} = 0,33 \times (1 + (1 - 0,27) \times 0,6912) - (1 - 0,27) \times 0,24 \times 0,6912$$

$$\beta_p^{c/deuda} = 0,38$$

Posteriormente, se procede a estimar el costo patrimonial de la empresa, volviendo a utilizar el modelo CAPM, entonces:

$$K_p = R_f + (E(R_m) - R_f) \beta_p^{c/deuda}$$

$$K_p = 0,0214 + 0,0601 \times 0,38$$

$$K_p = 0,0442$$

Al estimar el costo patrimonial de la empresa encontramos un valor 4,42%, sin embargo, consideramos necesario agregarle un size premium que para el tamaño de la empresa ascendía a 1,42% según informe de Duff and Phleps del año 2020 .

Según lo anterior, nos quedaría un costo de patrimonio de

$$K_p = 0,0442 + 0,0142$$

$$K_p = 0,0584$$

$$K_p = 5,84\%$$

Finalmente, el costo de capital representaría el capital promedio ponderado o WACC de la empresa. Reemplazando los valores se obtiene:

$$K_0 = K_p \times \frac{P}{V_{\text{objetivo}}} + K_b(1 - t_{\text{corporativo}}) \times \frac{B}{V_{\text{objetivo}}}$$

$$K_0 = 0,0584 \times 0,5913 + 0,0357 \times (1 - 0,27) \times 0,4087$$

$$K_0 = 0,0452$$

Por otro lado, dado que no nos hace sentido y no encontramos que sea tan representativo el beta de la acción que obtenemos a partir del método de regresión y, a pesar que esa es la metodología de acuerdo a los lineamientos del AFE, vamos a calcular el beta del patrimonio utilizando los datos de las empresas comparables. Con ello incorporamos un cuadro con detalle de cada beta de las empresas comparables al 30 de junio de 2022 según indicadores entregados por el portal de S&P Capital IQ, el cual indica un promedio de 0,91 como beta.

Tabla 16. Beta de empresas comparables al 30.06.2022

Compañías Comparables al 30.06.2022	
Company Name	5 Year Beta
Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A. (BOVESPA:MULT3)	0,77
Plaza S.A. (SNSE:MALLPLAZA)	0,74
Cencosud Shopping S.A. (SNSE:CENCOSHOPP)	0,57
Fibra UNO (BMV:FUNO 11)	0,91
Grupo Gicsa S.A.B. de C.V. (BMV:GICSA B)	0,77
Simon Property Group, Inc. (NYSE:SPG)	1,49
Regency Centers Corporation (NasdaqGS:REG)	1,1
Promedio	0,91

Fuente: Portal S&P Capital IQ.

Si consideramos la misma metodología de cálculo de costo de capital como se hizo anteriormente en la regresión, nos arroja que al sensibilizar utilizando los Betas de los comparables un precio de la acción de Parque Arauco de \$1.195, escenario que supondría una diferencia de un 67% con respecto al valor observado en el momento de la evaluación.

5. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

5.1. Análisis de las empresas comparables

A continuación, se realizará un breve análisis de las empresas comparables tanto chilenas, como latinoamericanas y estadounidenses, mostrando una breve reseña de la antigüedad de cada una, su superficie arrendable, cantidad de activos y las ciudades en las que operan. Para finalizar con un resumen de sus principales variables para el cálculo de los múltiplos de cada una. Se escogió trabajar con información de enero a junio de los años 2021 y 2022.

Empresas comparables en Chile.

Mall Plaza S.A : Es parte de uno de los mayores ecosistemas de retail de la región. Con presencia en Chile, Perú y Colombia. En el año 1995 se inauguró el primer centro comercial la comuna de Talcahuano, Mallplaza Trébol, Región del Biobío y a la fecha cuenta con 25 centros comerciales, 4 de ellos en Colombia, 4 en Perú y 17 en Chile, en total se encuentra emplazado en 16 ciudades dentro de los países donde tiene presencia. A la fecha cuenta con 1.858.000 m² de superficie arrendable ¹¹.

Para determinar los múltiplos de Mall Plaza, se utilizó información de sus estados financieros tanto del primer semestre del año 2021, como del primer semestre del año 2022, como muestra la tabla N°17.

¹¹ Según reporte anual corporativo 2021 de Mall Plaza S.A.

Tabla 1717: Información EEFF Mall Plaza

<i>Moneda estandarizada a UF:</i>	Plaza S.A.	
	01.01.2021 al 30.06.2021	01.01.2022 al 30.06.2022
EBITDA	2.627.482	4.167.531
EBIT	1.727.922	3.282.248
VALOR LIBRO PATRIMONIO	64.049.678	60.478.486
VALOR DE MERCADO DE PATRIMONIO	75.537.289	42.118.269
VALOR DE MERCADO DE DEUDA	34.217.110	33.927.070
EFFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFFECTIVO	2.736.442	4.316.948
INGRESOS	3.604.884	5.575.996
PRECIO DE LA ACCION	0,038539	0,021489
RESULTADO POR ACCION	0,00022	0,000541
N° ACCIONES	1.960.000.000	1.960.000.000

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Plaza S.A.

Cencoshopp S.A: Cencosud Shopping forma parte del **Holding Cencosud**, que tiene una amplia trayectoria en el desarrollo de centros comerciales en la región. La historia del Holding en este negocio comenzó en el año 1982, cuando abrió el centro comercial Parque Brown en Argentina, y en Chile comenzó a operar en 1993 con la inauguración de Alto Las Condes. Actualmente, Cencosud Shopping cuenta con un portfolio *best-in-class* con ubicaciones privilegiadas en Chile y creciente exposición en Perú y Colombia. A la fecha Cencoshopp cuenta con 13 Shopping Centers y 27 power centers y con un total de GLA de 1.376.682 m² ¹².

Para determinar los múltiplos de Cencoshopp, se utilizó información de sus estados financieros tanto del primer semestre del año 2021, como del primer semestre del año 2022, como muestra la tabla N°18.

¹² Según memoria anual integrada 2021 corporativo de Cencoshopp S.A.

Tabla 18: Información EEFF Cencoshopp

<i>Moneda estandarizada a UF:</i>	Cencosud Shopping S.A.	
	01.01.2021 al 30.06.2021	01.01.2022 al 30.06.2022
EBITDA	2.388.894	3.617.957
EBIT	1.822.204	3.323.105
VALOR LIBRO PATRIMONIO	90.389.778	81.167.715
VALOR DE MERCADO DE PATRIMONIO	68.957.080	43.059.735
VALOR DE MERCADO DE DEUDA	19.225.522	19.216.468
EFFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFFECTIVO	2.928.189	3.401.958
INGRESOS	2.736.030	4.057.657
PRECIO DE LA ACCION	0,040424	0,025243
RESULTADO POR ACCION	0,000646	0,001203
N° ACCIONES	1.705.831.078	1.705.831.078

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Cencoshopp S.A.

Empresas comparables mercado Latinoamericano.

Fibra uno: Fibra uno es la primera y más grande FIBRA (REIT) de México y Latinoamérica, en el año 2011 se fundó FUNO como la primera FIBRA de México, diseñada bajo un modelo de negocio contra cíclico. A la fecha cuenta con un GLA de 118.824.652 pies cuadrados y 633 propiedades ¹³.

Para determinar los múltiplos de Fibra Uno, se utilizó información de sus estados financieros tanto del primer semestre del año 2021, como del primer semestre del año 2022, como muestra la tabla N°19.

¹³ Según presentación corporativa 2Q2022 de Fibra Uno.

Tabla 19: Información EEFF Fibra Uno

<i>Moneda estandarizada a UF:</i>	Fibra UNO	
	01.01.2021 al 30.06.2021	01.01.2022 al 30.06.2022
EBITDA	12.207.764	15.070.416
EBIT	9.951.844	12.044.197
VALOR LIBRO PATRIMONIO	206.415.474	231.341.324
VALOR DE MERCADO DE PATRIMONIO	98.469.727	105.219.775
VALOR DE MERCADO DE DEUDA	159.064.890	190.856.507
EFFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFFECTIVO	4.611.233	7.266.111
INGRESOS	13.229.750	16.100.036
PRECIO DE LA ACCION	0,025913	0,027679
RESULTADO POR ACCION	0,000386	0,002538
N° ACCIONES	3.799.999.999	3.801.382.093

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Fibra UNO.

Multiplan: Multiplan comenzó a incursionar en el negocio de centros comerciales en el año 1977, donde ya para el año 1979 realiza la apertura del primer mall en Belo Horizonte, siendo el primer centro comercial del estado. A fines de junio de 2022, Multiplan poseía 20 centros comerciales con un Área Bruta Alquilable (ABR) total de 875.965 m² (706.075 m² de ABR propia) abarcando las principales regiones de Brasil ¹⁴. Para determinar los múltiplos de Multiplan, se utilizó información de sus estados financieros tanto del primer semestre del año 2021, como del primer semestre del año 2022, como muestra la tabla N°20.

¹⁴ Según información de gobierno corporativo de página web de Multiplan.

Tabla 2018: Información EEFF Multiplan

<i>Moneda estandarizada a UF:</i>	Multiplan Empreendimientos Inmobiliarios S.A	
	01.01.2021 al 30.06.2021	01.01.2022 al 30.06.2022
EBITDA	1.852.514	3.303.074
EBIT	1.094.524	2.557.912
VALOR LIBRO PATRIMONIO	32.348.944	34.761.379
VALOR DE MERCADO DE PATRIMONIO	67.908.943	70.749.270
VALOR DE MERCADO DE DEUDA	7.575.658	6.819.709
EFFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFFECTIVO	5.660.858	857.327
INGRESOS	2.658.081	4.528.941
PRECIO DE LA ACCION	0,113038	0,117766
RESULTADO POR ACCION	0,001179	0,00314
N° ACCIONES	600.760.875	600.760.875

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Multiplan.

GICSA: Gicsa empresa 100% mexicana que se caracteriza por invertir dentro del territorio mexicano, siempre generando proyectos de alto impacto que transforman y crean nuevos espacios de desarrollo, vida y empleo. Los socios fundadores iniciaron operaciones en 1989 y en 1991 construyeron su primer centro comercial “Plaza Zentro” en México. A la fecha tienen 18 propiedades en operación, de los cuales son 11 centros comerciales, 2 oficinas y 5 de uso mixto, el total de ABR que poseen es de 980.643 m²¹⁵.

Para determinar los múltiplos de Gicsa, se utilizó información de sus estados financieros tanto del primer semestre del año 2021, como del primer semestre del año 2022, como muestra la tabla N°21.

¹⁵ Según presentación inversionistas marzo 2022 de sitio web gicsa.com.mx

Tabla 21: Información EEFF Gicsa

Moneda estandarizada a UF:	Grupo Gicsa S.A.B. de C.V.	
	01.01.2021 al 30.06.2021	01.01.2022 al 30.06.2022
EBITDA	2.145.596	2.782.668
EBIT	1.763.810	2.080.587
VALOR LIBRO PATRIMONIO	39.017.327	42.964.024
VALOR DE MERCADO DE PATRIMONIO	6.221.141	4.871.578
VALOR DE MERCADO DE DEUDA	22.968.838	25.797.671
EFFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFFECTIVO	1.762.244	2.373.865
INGRESOS	2.383.157	3.555.622
PRECIO DE LA ACCION	0,004147	0,003247
RESULTADO POR ACCION	0,000262	0,000051
N° ACCIONES	1.500.123.094	1.500.123.094

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Grupo Gicsa.

Empresas comparables mercado Estadounidenses.

Simon: Es una empresa estadounidense dedicada a la operación y desarrollo de Centros Comerciales, actualmente es el principal operador en el mercado de Estados Unidos. *Simon Property Group* se formó en 1993 cuando *Melvin & Simon & Associate* (Fundada en 1060) se abrió en bolsa. Actualmente poseen más de 421 millones de pies cuadrados de arriendo en los principales mercados de Estados Unidos y Asia.¹⁶

Para determinar los múltiplos de *Simon Property Group*, se utilizó información de sus estados financieros tanto del primer semestre del año 2021, como del primer semestre del año 2022, como muestra la tabla N°22.

¹⁶ Según sitio web investors.simon.com

Tabla 22: Información EEFF Simon Property Group

<i>Moneda estandarizada a UF:</i>	Simon Property Group, Inc.	
	01.01.2021 al 30.06.2021	01.01.2022 al 30.06.2022
EBITDA	55.862.395	63.954.857
EBIT	29.929.458	34.676.711
VALOR LIBRO PATRIMONIO	91.754.337	98.176.293
VALOR DE MERCADO DE PATRIMONIO	1.213.803.627	988.820.823
VALOR DE MERCADO DE DEUDA	402.673.830	729.149.608
EFFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFFECTIVO	31.945.612	15.049.026
INGRESOS	61.725.686	71.618.366
PRECIO DE LA ACCION	3,2292	2,6392
RESULTADO POR ACCION	0,0802	0,0781
N° ACCIONES	375.882.318	374.663.485

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Simon Property.

Regency Centers: Compañía estadounidense dedicada a la operación de Centros Comerciales que inició sus operaciones en 1963 en Florida. Actualmente, cuenta con un porfolio con más de 400 activos que suman un total de 54 millones de pies cuadrados de GLA en las principales ciudades de Estados Unidos.¹⁷

Para determinar los múltiplos de Regency Centers, se utilizó información de sus estados financieros tanto del primer semestre del año 2021, como del primer semestre del año 2022, como muestra la tabla N°23.

¹⁷ Según información disponible en regencycenters.com

Tabla 23: Información EEFF Regency Centers Corporation.

<i>Moneda estandarizada a UF:</i>	Regency Centers Corporation	
	01.01.2021 al 30.06.2021	01.01.2022 al 30.06.2022
EBITDA	10.623.137	13.203.571
EBIT	5.055.568	6.709.751
VALOR LIBRO PATRIMONIO	149.482.982	172.559.838
VALOR DE MERCADO DE PATRIMONIO	270.554.689	282.281.029
VALOR DE MERCADO DE DEUDA	92.039.071	103.916.799
EFFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFFECTIVO	7.093.302	3.369.654
INGRESOS	13.905.360	16.836.202
PRECIO DE LA ACCION	1,5856	1,6491
RESULTADO POR ACCION	0,0259	0,0492
N° ACCIONES	170.627.000	171.173.000

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros anuales y semestrales de Regency Centers Corporation.

5.2. Múltiplos de la industria

En base a las empresas comparables de la industria, tanto nacional como extranjera que presentan una similitud con Parque Arauco en base a su principal línea de negocio que es desarrollar y administrar activos inmobiliarios de uso comercial se procedió a determinar los múltiplos considerando las diferentes partidas que indica la tabla a continuación:

Tabla 2419. Definición de múltiplos aplicados sobre empresas comparables de Parque Arauco.

Múltiplos	Definición
Price-Earnings Ratio	Precio por acción / Resultado por acción
Enterprise Value to EBITDA	(Valor Mercado Patrimonio + Valor Mercado Deuda Neta) / EBITDA
Enterprise Value to EBIT	(Valor Mercado Patrimonio + Valor Mercado Deuda Neta) / EBIT
Price to Book Equity	Valor Mercado Patrimonio / Valor Libro Patrimonio
Value to Book Ratio	(Valor Mercado Patrimonio + Valor Mercado Deuda) / (Valor Libro Patrimonio + Valor Libro Deuda)
Price to Sales Ratio	Valor Mercado Patrimonio / Ingresos
Enterprise Value to Sales Ratio	(Valor Mercado Patrimonio + Valor Mercado Deuda Neta) / Ingresos

Fuente: Elaboración propia.

Para el cálculo y análisis de los múltiplos indicados en el cuadro anterior se consideró como base de datos la información extraída desde enero a junio del año 2021 y 2022, en total 6 meses por año. Inicialmente se tenía contemplado poder tomar 12 meses corrido hasta junio de cada año, pero en base a que no todas las empresas tenían información pública por trimestre o cuatrimestre es que no se pudo considerar para esta valoración.

Los resultados de los diferentes múltiplos se encuentran en las tablas de a continuación:

Múltiplos de las empresas comparables de la industria extranjera:

Tabla 25. Múltiplos 2021-2022 de Multiplan Empreendimentos Imobiliarios S.A

Tipo de múltiplo	Múltiplos	Multiplan Empreendimentos Imobiliarios S.A		
		2021	2022	Promedio
Múltiplos de Ganancia	Price - Earning ratio (PER)	95,89	37,51	66,7
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	37,69	23,22	30,46
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	63,79	29,99	46,89
Múltiplos de valor libro	Price to book equity (PBV)	2,1	2,04	2,07
	Value to book Ratio (VBR)	1,89	1,87	1,88
Múltiplos de ingreso	Price to sales Ratio (PS)	25,55	15,62	20,58
	Enterprise value to sales Ratio (EVS)	28,4	17,13	22,76

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 26. Múltiplos 2021-2022 de Fibra UNO.

		Fibra UNO		
Tipo de múltiplo	Múltiplos	2021	2022	Promedio
Múltiplos de Ganancia	Price - Earning ratio (PER)	67,17	10,91	39,04
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	20,72	19,16	19,94
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	25,41	23,98	24,7
Múltiplos de valor libro	Price to book equity (PBV)	0,48	0,45	0,47
	Value to book Ratio (VBR)	0,7	0,7	0,7
Múltiplos de ingreso	Price to sales Ratio (PS)	7,44	6,54	6,99
	Enterprise value to sales Ratio (EVS)	19,47	18,39	18,93

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 27. Múltiplos 2021-2022 de Grupo Gicsa S.A.B.

		Grupo Gicsa S.A.B. de C.V.		
Tipo de múltiplo	Múltiplos	2021	2022	Promedio
Múltiplos de Ganancia	Price - Earning ratio (PER)	15,84	63,51	39,68
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	12,78	10,17	11,48
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	15,55	13,6	14,57
Múltiplos de valor libro	Price to book equity (PBV)	0,16	0,11	0,14
	Value to book Ratio (VBR)	0,47	0,45	0,46
Múltiplos de ingreso	Price to sales Ratio (PS)	2,61	1,37	1,99
	Enterprise value to sales Ratio (EVS)	12,25	8,63	10,44

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 2820. Múltiplos 2021-2022 de Simon Property Group.

		Simon Property Group, Inc.		
Tipo de múltiplo	Multiplos	2021	2022	Promedio
Múltiplos de Ganancia	Price - Earning ratio (PER)	40,27	33,78	37,03
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	28,36	26,63	27,5
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	52,94	49,11	51,03
Múltiplos de valor libro	Price to book equity (PBV)	13,23	10,07	11,65
	Value to book Ratio (VBR)	3,27	2,08	2,67
Múltiplos de ingreso	Price to sales Ratio (PS)	19,66	13,81	16,74
	Enterprise value to sales Ratio (EVS)	26,19	23,99	25,09

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 29. Múltiplos 2021-2022 de Regency Centers Corporation.

		Regency Centers Corporation		
Tipo de múltiplo	Multiplos	2021	2022	Promedio
Múltiplos de Ganancia	Price - Earning ratio (PER)	61,26	33,53	47,39
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	33,46	28,99	31,23
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	70,32	57,06	63,69
Múltiplos de valor libro	Price to book equity (PBV)	1,81	1,64	1,72
	Value to book Ratio (VBR)	1,5	1,4	1,45
Múltiplos de ingreso	Price to sales Ratio (PS)	19,46	16,77	18,11
	Enterprise value to sales Ratio (EVS)	26,08	22,94	24,51

Fuente: Elaboración propia.

Múltiplos de empresas comparables de la industria nacional:

Tabla 3021. Múltiplos 2021-2022 de Mall Plaza S.A

		Plaza S.A.		
Tipo de múltiplo	Multiplos	2021	2022	Promedio
Múltiplos de Ganancia	Price - Earning ratio (PER)	175,08	39,7	107,39
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	40,73	17,21	28,97
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	61,93	21,85	41,89
Múltiplos de valor libro	Price to book equity (PBV)	1,18	0,7	0,94
	Value to book Ratio (VBR)	1,12	0,81	0,96
Múltiplos de ingreso	Price to sales Ratio (PS)	20,95	7,55	14,25
	Enterprise value to sales Ratio (EVS)	30,45	13,64	22,04

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 31. Múltiplos 2021-2022 de Cencosud Shopping S.A

		Cencosud Shopping S.A.		
Tipo de múltiplo	Multiplos	2021	2022	Promedio
Multiplos de Ganancia	Price - Earning ratio (PER)	62,55	20,98	41,77
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	35,69	16,27	25,98
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	46,79	17,72	32,25
Multiplos de valor libro	Price to book equity (PBV)	0,76	0,53	0,65
	Value to book Ratio (VBR)	0,8	0,62	0,71
Multiplos de ingreso	Price to sales Ratio (PS)	25,2	10,61	17,91
	Enterprise value to sales Ratio (EVS)	32,23	15,35	23,79

Fuente: Elaboración propia.

En la tabla de a continuación, se encuentra el resumen del promedio de los dos años por cada empresa comparable, y adicionalmente, el promedio y mediana de cada múltiplo:

Tabla 3222. Múltiplos de la industria.

Multiplos	Multiplan Empreendimentos Inmobiliarios S.A	Fibra UNO	Grupo Gicsa S.A.B. de C.V	Simon Property Group, Inc.	Regency Centers Corporation	Plaza S.A.	Cencosud Shopping S.A.	Promedio	Mediana
Price - Earning ratio (PER)	66,70	39,04	39,68	37,03	47,39	107,39	41,77	54,14	41,77
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	30,46	19,94	11,48	27,50	31,23	28,97	25,98	25,08	27,50
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	46,89	24,70	14,57	51,03	63,69	41,89	32,25	39,29	41,89
Price to book equity (PBV)	2,07	0,47	0,14	11,65	1,72	0,94	0,65	2,52	0,94
Value to book Ratio (VBR)	1,88	0,70	0,46	2,67	1,45	0,96	0,71	1,26	0,96
Price to sales Ratio (PS)	20,58	6,99	1,99	16,74	18,11	14,25	17,91	13,80	16,74
Enterprise value to sales Ratio (EVS)	22,76	18,93	10,44	25,09	24,51	22,04	23,79	21,08	22,76

Fuente: Elaboración propia.

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

Según Fernández (2012) el múltiplo más utilizado para determinar el precio de la acción de una compañía inmobiliaria en una valorización por múltiplos es el Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA). Así, se utilizará esta razón más una que controle el precio de la acción de la compañía corregida por sus ingresos, ya que estos últimos fueron los más golpeados a nivel industria en todos los países por la pandemia del Covid-19. De esta forma mediremos cómo se comportan los precios de la acción en relación con los movimientos tanto de ingresos como de EBITDA analizando los distintos múltiplos de los comparables y extrapolándolos con información de Parque Arauco.

Los múltiplos utilizados para la valorización corresponderán al promedio simple de los ratios de las empresas comparables seleccionadas. Obteniendo, con la información contenida en el punto 9.1, los múltiplos calculados en la tabla N°33:

Tabla 3323: Promedio de Múltiplos de Empresas Comparables

Tipo de múltiplo	Multiplos	Promedio Total
Multiplos de Ganancia	Price - Earning ratio (PER)	54,14
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	25,08
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	39,29
Multiplos de valor libro	Price to book equity (PBV)	2,52
	Value to book Ratio (VBR)	1,26
Multiplos de ingreso	Price to sales Ratio (PS)	13,8
	Enterprise value to sales Ratio (EVS)	21,08

Fuente: Elaboración propia.

De esta forma, y tomando en consideración la información obtenida a través de los Estados Financieros de Parque Arauco, en el primer semestre de los años 2021 y 2022, es posible estructurar la tabla N°34, con la que se utilizarán los valores de la compañía con los múltiplos de la industria para el cálculo del precio de la acción para cada caso. Obteniendo los siguientes resultados:

Tabla 3424: Información EEFF Parque Arauco S.A.

Moneda estandarizada a UF:	Parque Arauco S.A	
	01.01.2021 al 30.06.2021	01.01.2022 al 30.06.2022
EBITDA	1.545.702	2.367.091
EBIT	1.172.606	3.765.981
VALOR LIBRO PATRIMONIO	39.380.457	42.878.779
VALOR DE MERCADO DE PATRIMONIO	31.399.956	19.586.032
VALOR DE MERCADO DE DEUDA	39.119.448	34.661.545
EFFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFFECTIVO	12.922.623	8.053.717
INGRESOS	2.114.392	3.302.257
PRECIO DE LA ACCION	0,034669	0,021625
RESULTADO POR ACCION	-0,0004	0,0017
N° ACCIONES	905.715.882	905.715.882

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 3525: Calculo precio de la acción de Parque Arauco S.A. según valorización por múltiplos

Tipo de múltiplo	Multiplos	Promedio Total	Parque Arauco S.A.	Precio de la Acción
Multiplos de Ganancia	Price - Earning ratio (PER)	54,14	0,0017	3.132,05
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	25,08	2.367.091	2.168,62
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	39,29	3.765.981	5.405,18
Multiplos de valor libro	Price to book equity (PBV)	2,52	42.878.779	3.944,55
	Value to book Ratio (VBR)	1,26	77.540.324	2.309,04
Multiplos de ingreso	Price to sales Ratio (PS)	13,8	3.302.257	1.664,30
	Enterprise value to sales Ratio (EVS)	21,08	2.114.392	656,16

Fuente: Elaboración propia.

Como se mencionó anteriormente, sólo serán utilizados los precios obtenidos bajo los métodos *Enterprise Value to EBITDA* (EV/EBITDA) y *Price to Sales Ratio* (PS), resultando un precio de la acción para la compañía que se ubicaría entre los \$1.664,30 y los \$2.168,62.

5.4. Análisis de los resultados

A partir de la valoración efectuada en base a múltiplos de la industria y considerando que según nuestro criterio los múltiplos que mejor explican el negocio de Parque Arauco son el Enterprise value to EBITDA (EV/EBITDA) y el Price to sales Ratio (PS) se obtiene un rango de precio de la acción de Parque Arauco al cierre de junio del 2022 entre CLP 1.664,30 y CLP 2.168,62. Con este resultado podríamos concluir que la acción a la fecha de valoración se encuentra subvalorada en un 203% para el múltiplo de Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA) y subvalorada en un 133% para el múltiplo Price to Sales Ratio (PS).

Tabla 36. Resumen valoración por múltiplo Parque Arauco.

	Precio de la acción	Desviación sobre precio acción al 30.06.22
Múltiplo de Ganancia		
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	2.168,62	203%
Múltiplo de Ingreso		
Price to sales Ratio (PS)	1.664,30	133%
Precio de acción Parque Arauco al 30.06.2022	715,5	

Fuente: Elaboración propia.

6. CONCLUSIONES

En los análisis realizados en los apartados anteriores se puede observar que la acción de Parque Arauco S.A. al 30 de junio del 2022, se encuentra subvalorada. Esta debería fluctuar entre los CLP 1.664 y los CLP 2.168 de acuerdo con sus principales comparables de mercado, tanto nacionales como internacionales.

Por lo anteriormente expuesto recomiendo comprar la acción de Parque Arauco S.A.

7. BIBLIOGRAFÍA

- Aswath D. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
- Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.
- Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.
- Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Cengage learning.
- Pinto, J.E., Robinson, T.R., y Stowe, J.D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 37(2), 219-233.
- Parque Arauco. (2019). Estados Financieros Consolidados. <https://www.parauco.com/parque-arauco-corporativo-en/inversionistas/informacion-financiera>.
- Parque Arauco. (2020). Estados Financieros Consolidados. <https://www.parauco.com/parque-arauco-corporativo-en/inversionistas/informacion-financiera>.
- Parque Arauco. (2021). Estados Financieros Consolidados. <https://www.parauco.com/parque-arauco-corporativo-en/inversionistas/informacion-financiera>.
- Parque Arauco. (2022, junio). Estados Financieros Consolidados. <https://www.parauco.com/parque-arauco-corporativo-en/inversionistas/informacion-financiera>.
- Cencoshopp. (2021). Reporte Anual 2021. Recuperado 30 de junio de 2022, de <https://www.cencosudshoppingcenters.com/estados-financieros>

- Fibra Uno. (2021). Reporte Anual 2021. Recuperado 30 de junio de 2022, de <https://funo.mx/inversionistas>
- Gicsa. (2021). Reporte Anual 2021. Recuperado 30 de junio de 2022, de <http://www.gicsa.com.mx/relacion-con-inversionistas/informacion-financiera>
- Mall Plaza. (2021). Reporte Anual 2021. Recuperado 30 de junio de 2022, de <https://corporativo.mallplaza.com/English/financials/quarterly-results/default.aspx>
- Multiplan. (2021). Reporte Anual 2021. Recuperado 30 de junio de 2022, de <https://ri.multipan.com.br/ferramentas-de-analise/central-de-resultados/>
- Regency Centers. (2021). Reporte Anual 2021. Recuperado 30 de junio de 2022, de <https://investors.regencycenters.com/financial-information/quarterly-earnings-materials>
- Simon Property Group. (2021). Reporte Anual 2021. Recuperado 30 de junio de 2022, de <https://investors.simon.com/financial-information/quarterly-results>
- Duff & Phelps. (2020). *Valuation Handbook — International Guide to Cost of Capital*. CFA institute Research Foundation.