



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Gonzalo Neculmán G.
Tel. 56 – 2 – 2433 52 00
gonzalo.neculman@humphreys.cl

Parque Arauco S.A.

Junio 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Efectos de Comercio Acciones Tendencia EEFF base	A+ Nivel 1/A Primera Clase Nivel 1 Estable Marzo 2013

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos Serie G Serie H Línea de efectos de comercio	Nº 328 de 25.02.03 Segunda emisión Segunda emisión Nº 068 de 25.06.09

EERR Consolidado IFRS			
M\$	Dic-2010	Dic-2011	Dic -2012
Ingresos de actividades ordinarias	73.155.368	86.344.700	100.501.688
Costo de ventas	-12.686.832	-16.654.626	-20.274.456
Gastos de Administración	9.940.748	-10.794.114	-10.645.806
Costos financieros	-14.633.584	-15.929.206	-19.593.023
Ganancia	47.201.080	43.091.585	44.356.839

EERR Consolidado IFRS	
M\$	Mar-13 ¹
Ingresos de actividades ordinarias	23.953.463
Costo de ventas	-5.268.412
Gastos de Administración	-2.952.226
Costos financieros	-4.265.053
Ganancia	10.021.197

Balance General Consolidado, IFRS			
M\$	Dic-2010	Dic-2011	Dic - 2012
Activos Corrientes	119.459.525	174.255.824	147.869.845
Activos No Corrientes	690.590.182	766.983.458	927.939.574
Total Activos	810.049.707	941.239.282	1.075.809.419
Pasivos Corrientes	58.998.708	60.183.204	74.703.807
Pasivos No Corrientes	363.616.421	377.475.369	410.866.557
Patrimonio	387.434.578	503.580709	590.239.055

¹ Los estados financieros a marzo de 2013, no son comparables con los anteriores, producto que se deja de consolidar la participación de Marina Arauco, dada la nueva normativa contable

	Balance General Consolidado, IFRS
M\$	Mar-13
Activos Corrientes	127.981.083
Activos No Corrientes	928.364.506
Total Activos	1.056.345.589
Pasivos Corrientes	66.216.944
Pasivos No Corrientes	395.528.419
Patrimonio	594.600.226

Opinión

Fundamento de la clasificación

Parque Arauco S.A. (Parque Arauco) es un grupo que opera desde el año 1982 en el desarrollo de centros comerciales a través de la construcción y posterior administración de los mismos. La compañía opera con diez centros comerciales en el país (incluyendo sus respectivos *boulevard*), siete en Perú y uno en Colombia.

A marzo de 2013, la empresa generó ingresos por US\$ 50,7 millones, con una superficie arrendable de aproximadamente 690.000 metros cuadrados. Su deuda financiera ascendía a cerca de US\$ 751 millones.

Los principales fundamentos que sustentan la clasificación de la empresa en “*Categoría A+*” para sus obligaciones de largo plazo y “*Nivel 1/A*” para sus obligaciones de corto plazo, son su alta generación de caja por ingreso generado y la elevada flexibilidad financiera que, a juicio de **Humphreys**, le otorga su estructura de endeudamiento. En efecto, el negocio inmobiliario –administración de centros comerciales- si bien es intensivo en inversión, presenta un bajo nivel de costos y gastos operacionales, lo que en la práctica se traduce en que el EBITDA de la sociedad represente en torno al 70% de los ingresos (una vez realizada la inversión inicial, en este sector las necesidades de reinversión y de capital de trabajo son comparativamente muy reducidas). La estructura de endeudamiento, en tanto, considera la entrega de Parque Arauco Kennedy como garantía a un porcentaje de las obligaciones contraídas por el emisor, esta situación sumada a la viabilidad económica del centro comercial, genera la flexibilidad necesaria para que el emisor pueda refinanciar parte de sus créditos si el incumplimiento de los mismos pudiere implicar la aceleración de aquellos préstamos que presentan una mejor cobertura de cauciones reales.

Como complemento, la clasificación de riesgo se refuerza por la experiencia que posee la empresa en la construcción y desarrollo de centros comerciales con distintos formatos; establecimientos que a la fecha, en su mayoría, presentan elevados niveles de consolidación y adecuado posicionamiento en sus respectivos segmentos.

Asimismo, reforzando la estabilidad de los flujos y, por ende, la categoría de riesgo asignada, la clasificación incorpora como elementos positivos el alto nivel de ocupación de los centros comerciales, situación que se ha

mantenido relativamente estable a través del tiempo, y el fuerte componente fijo para efecto de determinación de los precios de arriendo, con contratos a mediano y largo plazo y con contraparte en su mayoría de adecuados niveles de solvencia.

Desde otra perspectiva, aun cuando se reconoce que el negocio inmobiliario tiende a hacer uso de un elevado apalancamiento financiero, la clasificación de riesgo de la sociedad se ve contraída por el endeudamiento de la compañía (en relación con la categoría asignada) y por la elevada concentración de flujos en un grupo reducido de centros comerciales. Sin perjuicio del actual nivel de endeudamiento, cabe señalar que los proyectos actualmente se realizan en un 50% con capital y 50% con deuda.

A lo expresado en el párrafo anterior, debe agregarse que el hecho que los flujos del emisor se concentren fuertemente en un centro comercial en particular, más allá de los seguros comprometidos, expone los flujos del emisor a eventuales siniestros en uno o más de sus *malls*. Es importante destacar que la empresa ha ido desconcentrando sus flujos, lo cual debería seguir acentuándose en la medida que se realicen los nuevos proyectos. Adicionalmente, la clasificación de riesgo considera que el negocio inmobiliario es intensivo en activo fijo, lo cual lleva a que el crecimiento implique elevados niveles de inversión.

La clasificación también incorpora que en la actualidad cerca del 27% de los ingresos de la compañía provienen de países con menor clasificación de riesgo soberano que Chile, porcentaje que, además, podría verse incrementado en el futuro. El análisis igualmente incluye la incursión de la empresa en el formato de *stripcenters*, el cual no es necesariamente el *core business* de la compañía; no obstante, se recoge la incorporación de socios con experiencia en este tipo de negocio.

Adicionalmente, la evaluación toma en consideración el alto nivel de competencia en el sector donde se desenvuelve la compañía, lo que en el mediano-largo plazo puede generar presiones en el precio de arrendamiento de cada local. Tampoco se puede descartar que en el mediano-largo plazo existan cambios en los hábitos de compra de los consumidores que una disminución en la demanda de los centros ya existentes y/o pueda provocar un exceso de capacidad instalada en zonas geográficas específicas.

La clasificación de las acciones en “Primera Clase Nivel 1” se fundamenta por la clasificación de solvencia por sobre grado de inversión y por la alta liquidez de sus acciones, las cuales en los últimos doce meses han tenido presencia bursátil de 100% en todos los meses.

La clasificación podría experimentar una mejoría a futuro en la medida que se reduzca el endeudamiento relativo del emisor respecto a su generación de flujos en forma constante, o se produzcan cambios estructurales favorables, en particular una mayor diversificación de flujos por centros comerciales y/o incrementos en su escala de operaciones que permitan disminuir el efecto relativo de las nuevas inversiones.

Para la mantención de la clasificación se requiere que el plan de inversiones que se está llevando a cabo (en conjunto con otros socios) no presione la caja de la compañía o incremente sus pasivos, de manera tal que implique un aumento relevante en el endeudamiento relativo. Asimismo, es de esperar que las fortalezas

estructurales existentes a la fecha se conserven, entre ellas, su estructura de precios y de contratos y el nivel de ocupación de los centros comerciales. Para el caso específico de los bonos, es condición necesaria la mantención de las garantías de las deudas y de la preferencia otorgada a los tenedores de los títulos de deuda, en condiciones equivalentes a las actualmente existentes.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Alta generación de EBITDA por unidad de venta, considerando también que el 86% del ingreso es fijo.
- Bajas necesidades de reinversión y de capital de trabajo

Fortalezas complementarias

- Elevado nivel de ocupación de sus centros comerciales
- Arrendatarios con buen nivel de solvencia
- Estructura de la operación del bono (garantías específicas)

Fortalezas de apoyo

- Experiencia de la compañía en centros comerciales

Riesgos considerados

- Endeudamiento comparativamente elevado (atenuado por perfil de pago de la deuda)
- Riesgo de países distintos de Chile: Riesgo soberano y de transferencia de divisas (riesgo acotado por tratarse de países calificados en grado de inversión)
- Concentración de flujos en un centro comercial (riesgo con baja probabilidad de manifestarse en forma significativa y permanente en el mediano plazo, pero de elevada magnitud en caso de materializarse)
- Reducción de precios de arrendamiento por mayor competencia o cambio de hábito de consumidores (de baja probabilidad de darse en forma abrupta en períodos reducidos de tiempo)
- Plan de expansión: riesgo de sobre plazo y sobre costo (atenuado por la experiencia de la empresa)

Definición de categorías de riesgo

Definición Primera Clase Nivel 1 (acciones)

Títulos accionarios con una excelente combinación de solvencia, estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Definición Categoría A (títulos de largo plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

(+): El signo "+" representa a aquellos instrumentos con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Definición Nivel 1 (N-1) (títulos de corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Hechos recientes

A marzo de 2013 los ingresos ordinarios alcanzaron los \$ 23.953 millones, lo cual implica un aumento de 13,0% en relación con lo obtenido en el mismo periodo del año anterior. Los costos de venta alcanzaron los \$ 5.268 millones presentando un incremento de 6,3% y representando el 21,9% de los ingresos (23,4% en marzo de 2012).

Por su parte, los gastos de administración alcanzaron a marzo de 2013 \$ 2.952 millones, lo que representa un crecimiento del 52,3% con respecto al primer trimestre del año anterior, explicado principalmente por las amortizaciones de *goodwill* asociadas a los activos adquiridos durante el ejercicio anterior. Este nivel de gastos es equivalente al 12,3% de los ingresos que se compara negativamente en relación con 2012 en donde el ratio fue de 9,1%.

Con todo, la compañía alcanzó una ganancia final de \$ 10.021 millones, que se compara positivamente con la ganancia de \$ 7.622 obtenida en marzo de 2012. La diferencia se explica principalmente por una mayor ganancia bruta, producto del aumento de los ingresos por actividades ordinarias y por un menor pérdida por resultados de reajuste. A diciembre de 2012 la relación deuda financiera a EBITDA alcanzaba una relación de 5,2 veces, lo anterior, a juicio de *Humphreys*, es consistente con el modelo de negocio de **Parque Arauco**, donde el monto de la inversión inicial es elevado, pero reducido en la etapa de operación con flujos estables en el tiempo.

En relación con su deuda financiera, **Parque Arauco** mantenía a marzo de 2013 obligaciones financieras por \$ 354.792 millones, con un nivel de patrimonio de \$ 590.239 millones.

Oportunidades y fortalezas

Composición, nivel y estabilidad de los flujos: Los ingresos de la compañía están determinados fundamentalmente por el arrendamiento de sus espacios comerciales, donde un porcentaje elevado de sus ingresos son fijos (86%), pactados en unidades de Fomento y con contratos a mediano y largo plazo, todo lo cual potencia la estabilidad de la generación de flujos, en especial, porque parte importante de los arrendatarios son empresas de adecuado nivel de solvencia (las que cuentan con clasificación de riesgo, en casi 100%, en grado de inversión).

Además, puesto que el negocio es intensivo en inversión, pero de bajos costos y gastos de explotación, su etapa operativa le permite la generación de excedentes elevados para el pago de sus pasivos, independiente que en el

futuro presentara una reducida capacidad de retribuir a su capital. En la práctica, la relación EBITDA sobre ingreso ha fluctuado entre 70 % y 75% en los últimos cuatro años.

Estructura de endeudamiento beneficiosa para bonistas: La estructura de endeudamiento contempla la entrega de su principal activo fijo, Mall Parque Arauco Kennedy, como primera garantía a los bonistas, dejando la segunda y posteriores hipotecas a algunos bancos. Según la última información disponible, la caución tiene un valor contable cercano a los US\$ 582 millones y, la misma fecha, las obligaciones financieras del emisor ascienden a US\$ 751 millones. Esta situación, sumada a la viabilidad económica del centro comercial, genera la flexibilidad e incentivos necesarios para que los acreedores subordinados en la prenda estén dispuestos apoyar al emisor en caso de necesidad de refinanciamiento de créditos.

Experiencia en la industria y malls consolidados: Parque Arauco posee una amplia historia y conocimiento en la construcción y explotación de centros comerciales. Su primer emprendimiento en tal sentido se remonta a 1982, con la apertura del Mall Parque Arauco Kennedy. Dentro de la industria, es importante poseer una experiencia acabada en relación a la explotación de centros, así como tener un alto nivel de conocimientos en relación a las oportunidades inmobiliarias y el desarrollo de distintas ubicaciones. Los centros comerciales poseen un grado consolidación importante, tanto en el flujo de visitantes como en la ubicación en que se encuentran (entre otros, Arauco Maipú, Paseo Estación y el mismo Parque Arauco Kennedy). Según la última información disponible, la afluencia de público, a nivel consolidado, ascendió a 198 millones de visitas durante 2012.

Altos niveles de ocupación: La oferta adecuada de los centros comerciales queda reflejado en el nivel de ocupación de los mismos, el que llega a un 98%, situación que no se ha visto revertida de forma importante en períodos recesivos.

Factores de riesgo

Riesgo de crecimiento: El negocio inmobiliario es intensivo en inversión; en este sentido, la ejecución de proyectos no exitosos o menos rentables que los existentes podría deteriorar la relación entre la capacidad de generación de flujos del emisor y sus obligaciones financieras. Si bien en un horizonte de largo plazo éste es un riesgo permanente e inherente al crecimiento, en la actualidad se suma el hecho de que la empresa ha planificado un agresivo plan de crecimiento, que involucra niveles de inversión importantes.

Competencia y hábitos de compra de la población: En general, todos los agentes del mercado están asociados a grupos de importancia en el contexto nacional y con capacidad de acceder a fuentes de financiamientos para apoyar su crecimiento. En este sentido, es importante señalar que los principales competidores son el grupo Cencosud y Plaza S.A. (ligado al grupo Falabella). Una fuerte competencia puede llevar a caída en las tarifas de arriendo. Por otro lado, el éxito de los centros comerciales está dado por la afluencia de público (que influye en los canon de arriendo); sin embargo, en el mediano o largo plazo, podría haber cambios en las costumbres de los consumidores, privilegiando locaciones menos concurridas o incrementándose las compras vía internet.

Concentración en la generación de caja y exposición a riesgo fuera de Chile: La compañía presenta una elevada concentración de sus flujos en el Parque Arauco Kennedy, el que representa alrededor del 41% del EBITDA total generado por los *malls* de todo el grupo, a marzo de 2013. A la vez, esta estructura operativa hace vulnerable los flujos de la empresa a eventuales siniestros que pudieren afectar sus principales *mall*, más allá de los seguros comprometidos. Por otra parte, alrededor del 27% de los ingresos se producen en Perú y Colombia, ambos países con mayor riesgo soberano que Chile (en escala global Chile clasifica en Aa3, y Perú en Ba2 y Colombia en Baa3).

Endeudamiento relativo: Entendiendo que el negocio inmobiliario -dadas sus características- tiende a ser uso de un fuerte apalancamiento financiero, ello no invalida que, de acuerdo con la metodología de *Humphreys*, la sociedad presente indicadores de endeudamiento comparativamente elevados, mostrando una relación de deuda financiera sobre EBITDA de aproximadamente 5,2 veces a diciembre de 2012.

Antecedentes generales

Historia y propiedad

Parque Arauco nace en 1982 año en que se produce la apertura de Parque Arauco Kennedy, siendo éste el primer centro comercial del grupo. Posteriormente, en 1994, el grupo se asocia con Alto Palermo S.A. (el principal retailer de Argentina). Para el año 1997 el grupo se incorpora a la propiedad de Mall Marina Arauco, con una participación accionaria de 33,3%.

En el año 2006 se produce la apertura del Mall center Curicó. Además se realiza una asociación estratégica con el grupo Wiese, para la adquisición del 45% de Shopping Mega Plaza en Perú. Posteriormente el grupo toma control de Plaza el Roble en Chillan (año 2007)

Durante 2008 se adquiere y se amplía el Paseo Arauco Estación. Además, se produce la apertura del *stripcenter* Arauco Express Pajaritos. En el año 2009, se apertura Arauco San Antonio y se inicia la operación comercial de Mega Express Villa en Chorrillos, Perú.

Actualmente la compañía se encuentra en un plan de inversiones que involucra aperturas de nuevos centros comerciales y *stripcenters* tanto en Chile, como en Perú y Colombia. También se encuentra desarrollando el formato *Outlet*, con la adquisición de Buenaventura Outlet Mall, en septiembre de 2012.

Propiedad

Al 31 de marzo de 2013 los doce mayores accionistas de **Parque Arauco**, se componía de la siguiente manera:

Accionista	% Propiedad
INMOBILIARIA ATLANTIS SA	25,97%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	11,23%
BANCO ITAU POR CUENTA DE INVERSIONISTAS	9,52%
BANCHILE C DE B S A	6,07%
SANTANDER S A C DE B	4,02%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	2,49%
INV RANCO UNO S A	2,38%
INV RANCO DOS S A	2,26%
INV LAS NIEVES S A	2,10%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	1,99%
FONDO DE INVERSION LARRAIN VIAL BEAGLE	1,85%
INV RANCO CUATRO S A	1,69%
Total	71,57%

Líneas de negocio

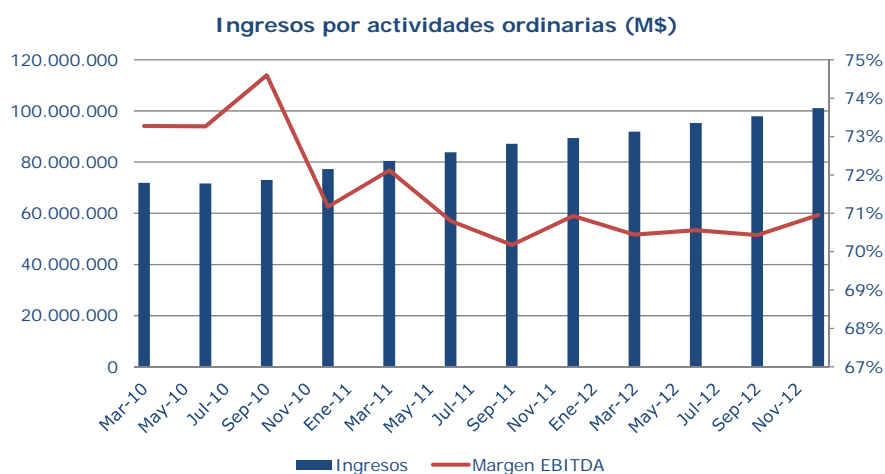
Parque Arauco se enfoca en la construcción y posterior arriendo de centros comerciales. Para lo anterior, el grupo ha desarrollado una amplia gama de tipos de locales, que ayudan a cubrir las necesidades tanto del público que acude a los centros comerciales así como las necesidades específicas de espacio que requieren sus arrendatarios. A continuación se presenta una caracterización del negocio de **Parque Arauco** a marzo de 2013:

Tipo	
ABL (Metros Cuadrados)	690.000
Centros Comerciales y Outlet	18
Stripcenters	7

Análisis financiero

Ingresos, resultados y EBITDA

Observando los resultados móviles, los ingresos de explotación muestran un comportamiento con baja volatilidad y con un crecimiento constante. En cuanto a la relación EBITDA sobre ingresos, se observa un ratio elevado y relativamente constante para los periodos analizados, es así como desde marzo de 2010 a diciembre de 2012 este ratio presenta un indicador promedio de 71,6%. A marzo de 2013², la relación fue de 68,5%.

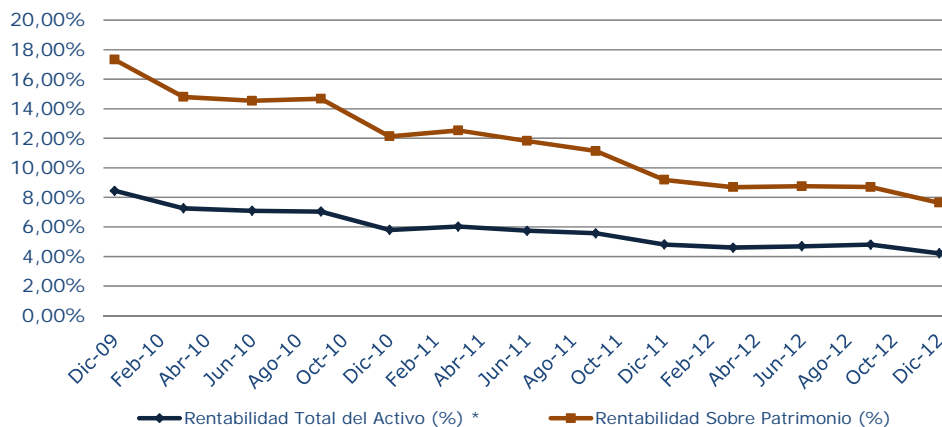


Rentabilidad

Desde 2009 la rentabilidad de la compañía –tanto rentabilidad del pasivo como del patrimonio- presenta una tendencia a la baja, principalmente por un descenso constante de la utilidad móvil de la firma, cabe señalar que esta baja en el indicado se da producto de ventas de activos (ingresos no operacionales), que se producen en 2009 y 2010, abultando el resultado final de esos periodos, sin embargo el resultado operacional ha tenido un crecimiento constante durante los últimos cuatro años.

² Los estados financieros a marzo de 2013, no son comparables con los anteriores, producto que se deja de consolidar la participación de Marina Arauco, producto de la nueva normativa contable

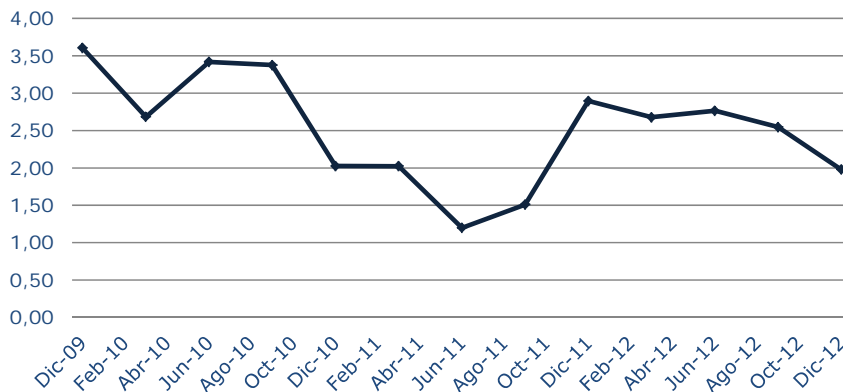
Rentabilidad



Liquidez

La compañía presenta niveles de liquidez sobre 1,0 desde diciembre de 2009 a diciembre de 2012, con variaciones importantes en algunos periodos, pasado de un indicador máximo de 3,6 veces a uno mínimo de 1,2 veces. A marzo de 2013 el indicador fue de 1,93 veces.

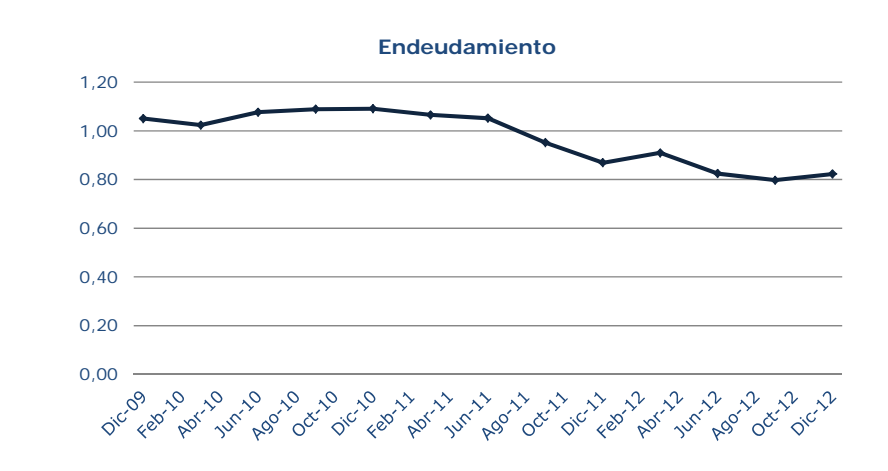
Razón Circulante



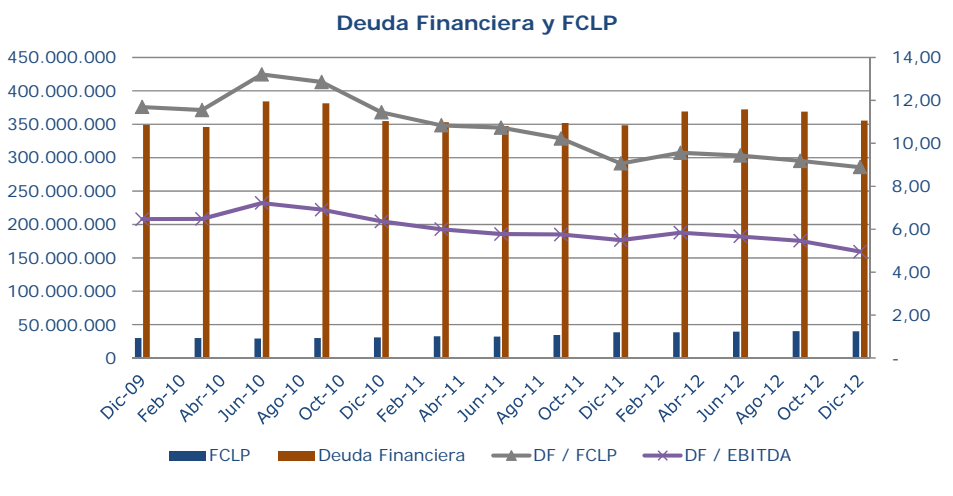
Endeudamiento

En general, el endeudamiento absoluto de la compañía ha presentado niveles estables en los últimos años. En tanto el endeudamiento relativo a presentado una baja, es así como desde diciembre de 2009 a diciembre de 2012 el indicador de endeudamiento de la compañía, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, pasó de un ratio de 1,05 a 0,82 veces, presentando una caída de 22%, siendo el endeudamiento promedio para el mismo

periodo de 0,97. A marzo de 2013³ el indicador alcanzó una relación de 0,78 veces A continuación se presenta la evolución del indicador.



Por su parte la deuda financiera en relación al EBITDA, presenta una mejora en su indicador a través de los años, por el aumento en el EBITDA de la compañía, sin embargo haciendo es mismo ratio en relación al flujo de caja de largo plazo calculado por **Humphreys**, el indicador se ve más elevado, con una tendencia estable en los últimos periodos, a continuación se presentan ambos indicadores, para los últimos años.

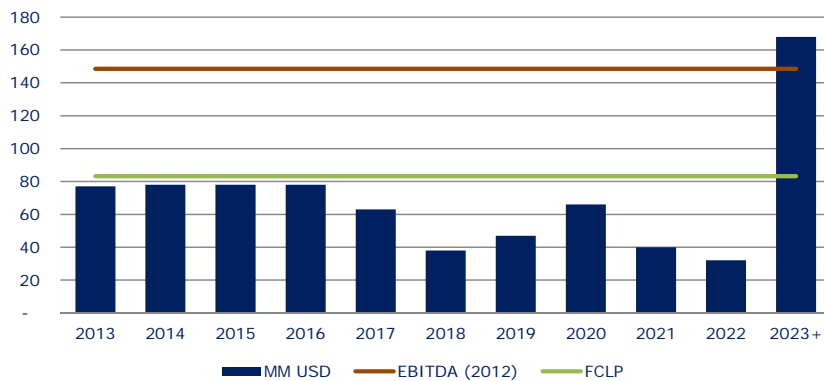


En relación al perfil de pago de la deuda⁴, se observa que posee una estructura acorde con el perfil del negocio (de largo plazo).

³ Los estados financieros a marzo de 2013, no son comparables con los anteriores, producto que se deja de consolidar la participación de Marina Arauco, producto de la nueva normativa contable

⁴ Según perfil de diciembre de 2012, a marzo de 2013 el perfil no tiene variaciones importantes.

Perfil de Amortizaciones (MM de USD)



“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.”