



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual y cambio de tendencia  
de clasificación**

Analista

Hernán Jiménez Aguayo

Tel. (56-2) 2433 5200

hernan.jimenez@humphreys.cl

## Parque Arauco S.A.

Junio 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 2433 5200 – Fax 2433 5201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia Efectos de Comercio Tendencia Acciones Tendencia EEFF base	<b>A+</b> <b>Favorable<sup>1</sup></b> <b>Nivel 1/A</b> <b>Favorable<sup>2</sup></b> <b>Primera Clase Nivel 1</b> <b>Estable</b>  31 marzo 2014

#### 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 Nº068
--	---

EERR Consolidado IFRS			
M\$	dic-10	dic-11	dic-12
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

Balance General Consolidado, IFRS			
M\$	dic-10	dic-11	dic-12
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	503.580.709	590.239.055

<sup>1</sup> Tendencia anterior: Estable.

<sup>2</sup> Tendencia anterior: Estable.

<b>EERR Consolidado IFRS<sup>3</sup></b>		
<b>M\$</b>	<b>dic-13</b>	<b>mar-14</b>
Ingresos de actividades ordinarias	107.318.830	28.122.059
Costo de ventas	-22.307.202	-6.526.475
Gastos de Administración	-13.336.635	-3.630.940
Costos financieros	-19.150.007	-5.934.607
Ganancia	50.016.320	8.186.701

<b>Balance General Consolidado, IFRS<sup>1</sup></b>		
<b>M\$</b>	<b>dic-13</b>	<b>mar-14</b>
Activos Corrientes	117.107.583	208.345.980
Activos No Corrientes	1.084.848.193	1.121.115.422
Total Activos	1.201.955.776	1.329.461.402
Pasivos Corrientes	76.063.761	74.571.459
Pasivos No Corrientes	490.585.027	488.775.059
Patrimonio	635.306.988	766.114.884

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Parque Arauco S.A. (Parque Arauco)** es un grupo que opera desde el año 1982 en el desarrollo y posterior administración de activos inmobiliarios de uso comercial. La compañía opera con 17 centros comerciales (12 regionales y cinco vecinales), dos *outlet* y ocho *stripcenters* distribuidos entre Chile, Perú y Colombia.

A marzo de 2014, la empresa generó ingresos por US\$ 51,0 millones con una superficie arrendable total de aproximadamente 693 mil metros cuadrados. Su deuda financiera ascendía a cerca de US\$ 789 millones.

La clasificación de los títulos de deuda de **Parque Arauco** cambia de tendencia, desde "Estable" a "Favorable" debido a la menor concentración por centro comercial que se observa en la generación de ingresos y EBITDA de la compañía, situación que debiera ir acentuándose en el futuro producto de las nuevas inversiones, de las cuales se espera que no impliquen un aumento en el endeudamiento relativo de la

<sup>3</sup> Los estados financieros a partir de marzo de 2013 no son comparables con los anteriores debido a que se deja de consolidar la participación de Marina Arauco, dada la nueva normativa contable.

empresa. También, para efectos de mejorar la categoría de riesgo, se tendrá como elemento positivo el hecho que el resultado operacional y los ratios de endeudamiento de la compañía no se vea deteriorados en forma significativa por el menor dinamismo de la economía u otros elementos adversos.

Los principales fundamentos que sustentan la clasificación de la empresa en “Categoría A+” para las obligaciones de largo plazo y “Categoría A” para sus obligaciones de corto plazo, son su alta generación de caja por ingreso y una elevada flexibilidad financiera que, a juicio de **Humphreys**, le otorga su estructura de endeudamiento. En efecto, el negocio inmobiliario –desarrollo y administración de activos 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 cerca del 70% de los ingresos. 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.

Como complemento, la clasificación de riesgo se refuerza por la experiencia que posee la empresa en el desarrollo y administración de activos inmobiliarios de uso comercial 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 con contrapartes en su mayoría de adecuados niveles de solvencia. Cabe destacar que la duración promedio de los contratos de arriendo, ponderado por metros cuadrados arrendables, es de aproximadamente nueve años y que cerca de 83% de los ingresos son fijos.

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). Sin perjuicio del actual nivel de endeudamiento, cabe señalar que los proyectos actualmente se realizan manteniendo una relación entre pasivos y patrimonio menor a uno como política del directorio. Frente a lo anterior, **Parque Arauco** finalizó durante el primer trimestre del presente año un aumento de capital de \$ 103.400 millones.

Es importante destacar que la empresa ha ido desconcentrando sus flujos, uno de los elementos que soporta el cambio de tendencia, lo cual debería seguir acentuándose en la medida que se realicen los nuevos proyectos. De la misma forma, la clasificación incorpora la tenencia de terrenos que dispone el emisor para el desarrollo de nuevos proyectos. Lo anterior debiera llevar a una menor concentración en la generación de ingresos y EBITDA, a medida que se vayan consolidando los diversos proyectos.

La clasificación también incorpora que en la actualidad cerca del 31,2% de los ingresos provienen de países con menor clasificación de riesgo soberano que Chile, porcentaje que se ha visto incrementado en el tiempo a medida que los proyectos fuera de Chile se concretan y diversifican la generación de ingresos. El análisis igualmente incluye que desde el 2011 la compañía ha incursionado en otros formatos, como centros comerciales vecinales, *outlets* y *stripcenters*, que aportan a la diversificación.

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 83% 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 el desarrollo y administración de activos inmobiliarios con uso comerciales.
- Amplio banco de terrenos.

### Riesgos considerados

- Endeudamiento comparativamente elevado (atenuado por perfil de pago de la deuda y características del negocio).
- Riesgo de países distintos de Chile: Riesgo soberano y de transferencia de divisas (riesgo acotado por tratarse de países calificados en grado de inversión).
- 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).

## Hechos recientes

A marzo de 2014 los ingresos ordinarios alcanzaron los \$ 28.122 millones, creciendo un 17,4% en relación al mismo periodo del año anterior. Los costos de venta registraron \$ 6.526 millones, aumentando un 23,9% con respecto a marzo de 2013, y representando un 23,2% de los ingresos (22,0% en marzo de 2013).

Por su parte, los gastos de administración alcanzaron los \$ 3.631 millones a marzo de 2014, creciendo un 23,0% frente al primer trimestre de 2013, lo que representa el 12,9% de los ingresos en comparación al 12,3% que registró el 2013.

Con todo, la compañía alcanzó una ganancia final de \$ 8.188 millones, reduciéndose con respecto al primer trimestre del 2013, el cual registró \$ 10.021 millones. Esta caída se explica por una reducción en los ingresos financieros y un aumento de los costos financieros. Durante el primer trimestre del presente año, la relación deuda financiera EBITDA es de 5,6 veces mientras que hace un año atrás fue de 5,3 veces, lo que 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 a la deuda financiera, **Parque Arauco** registraba a marzo 2014 obligaciones financieras por \$ 434.871 millones, con un nivel de patrimonio de \$ 766.115 millones, el cual se incrementó por un aumento de capital, pasando de \$233.643 millones en diciembre de 2013 a \$ 337.143 millones a fin del primer trimestre del presente año.

## Definición de categorías de riesgo

### Categoría A

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.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Primera Clase Nivel 1

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una excelente combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

## 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 (83%), 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 un alto porcentaje 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 69% 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 en Chile, 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\$ 521 millones y, la misma fecha, las obligaciones financieras del emisor ascienden a US\$ 789 millones (US\$ 220 millones en bonos). 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 desarrollo y administración de activos inmobiliarios de uso comercial: 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 130 millones de visitas durante 2013.

**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 96,6% en Chile, 95,6% en Perú y 90,5% en Colombia, situación que no se ha visto revertida de forma importante en períodos recesivos.

**Banco de Terrenos:** En Chile, según información a marzo de 2014, la sociedad posee 298.797 metros cuadrados de terrenos, 100% de su propiedad; en Perú la cifra es de 310.632 m<sup>2</sup>, con una participación ponderada del 62% y en Colombia 157.00 m<sup>2</sup> con una participación ponderada de 85%.

## 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.

**Riesgo de crecimiento:** En general, todos los agentes del mercado –incluido Parque Arauco– 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, a través del tiempo, ha presentado una elevada concentración de sus flujos en el Parque Arauco Kennedy, el que representó alrededor del 61% de los ingresos generado por los malls de todo el grupo a marzo de 2008, el cual se ha reducido a un 30,8% a marzo de 2014. Sin desmedro de lo anterior, 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 31% 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 Baa2 y Colombia en Baa3).

## Antecedentes generales

### Historia

**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.

El 2013 inauguró el Distrito de Lujo ubicado en Parque Arauco Kennedy. Además se abrió un centro comercial ubicado en la comuna de Quilicura y se adquirió el *stripcenter* ubicado en la Ciudad Empresarial en la comuna de Huechuraba. En Perú la compañía adquirió el 40% restante del centro comercial Parque Lambramani en Arequipa. Este año también se inauguraron tres nuevos *malls* en Perú en las ciudades de Chincha, Cañete y Barranca.

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.

## Propiedad

Al 31 de marzo de 2014, los doce mayores accionistas de **Parque Arauco**, se componían como se presentan en la Tabla 1.

Tabla 1  
**Principales accionistas**

Accionista	% Propiedad
INMOBILIARIA ATLANTIS SA	25,99%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	13,91%
BANCO ITAU POR CUENTA DE INVERSIONISTAS	9,14%
BANCHILE C DE B S A	6,08%
SANTANDER S A C DE B	3,88%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	3,86%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	2,97%
INV RANCO UNO S A	2,38%
AFP PROVIDA S A PARA FDO PENSION C	2,25%
INV LAS NIEVES S A	2,10%
INV RANCO DOS S A	1,82%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	1,64%
<b>Total</b>	<b>76,02%</b>

## Líneas de negocios

**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 espacios que requieren sus arrendatarios. En la Tabla 2 se presenta una caracterización del negocio de **Parque Arauco** a marzo de 2013.

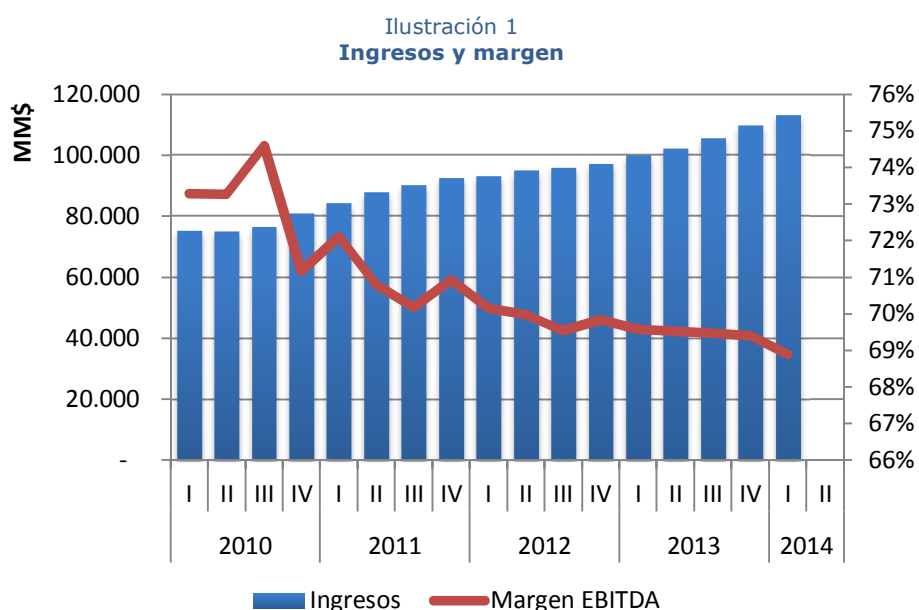
Tabla 2  
**Resumen de negocios de Parque Arauco**

Tipo	
ABL (Metros Cuadrados)	693.100
Centros comerciales y <i>Outlet</i>	19
<i>Stripcentes</i>	8

## Análisis financiero

### Ingresos, resultados y EBITDA

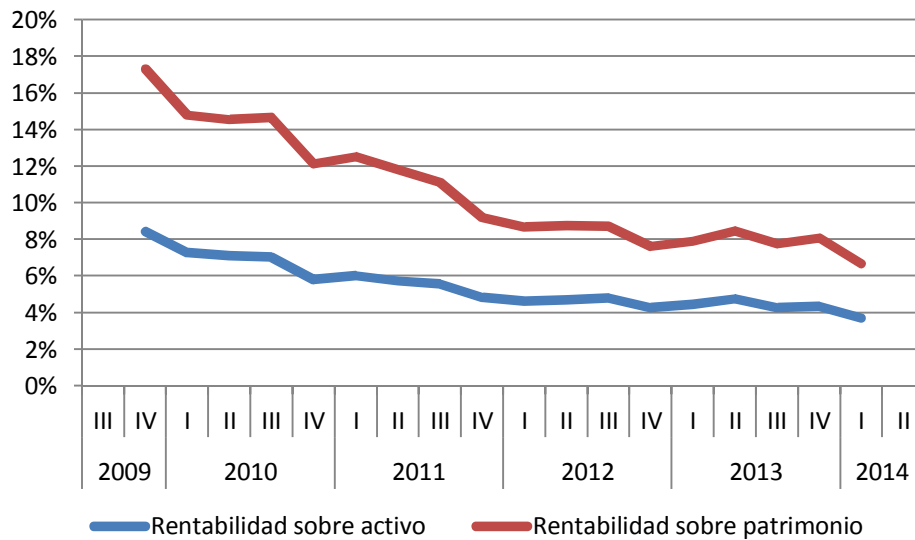
Al observar los resultados móviles anuales, los ingresos de explotación muestran un comportamiento con baja volatilidad y con un crecimiento constante. En cuanto a la relación EBITDA sobre ingresos, se puede observar que es elevado, muy cercano al 70% durante los dos años, y que decae lentamente debido a la incorporación de nuevos activos que se encuentran en vías a la consolidación de sus operaciones. A marzo de 2014 la relación fue de 68,8%. La Ilustración 1 muestra la evolución de estos indicadores.



### Rentabilidad

Desde 2009 la rentabilidad de **Parque Arauco** –tanto sobre activo como patrimonio– ha presentado una tendencia a la baja en parte debido a la valorización que se hace a valor justo bajo la norma contable IFRS y a su expansión del banco de terrenos que no generan flujos. Este indicador aparentemente se ha estabilizado desde mediados de 2012 a la fecha, como se puede apreciar en la Ilustración 2. Cabe señalar que la disminución en el indicador se da producto de ventas de activos (ingresos no operacionales) que se producen en 2009 y 2010, abultando el resultado final en los últimos periodos. Sin embargo, el resultado operacional ha tenido un crecimiento constante durante los últimos años.

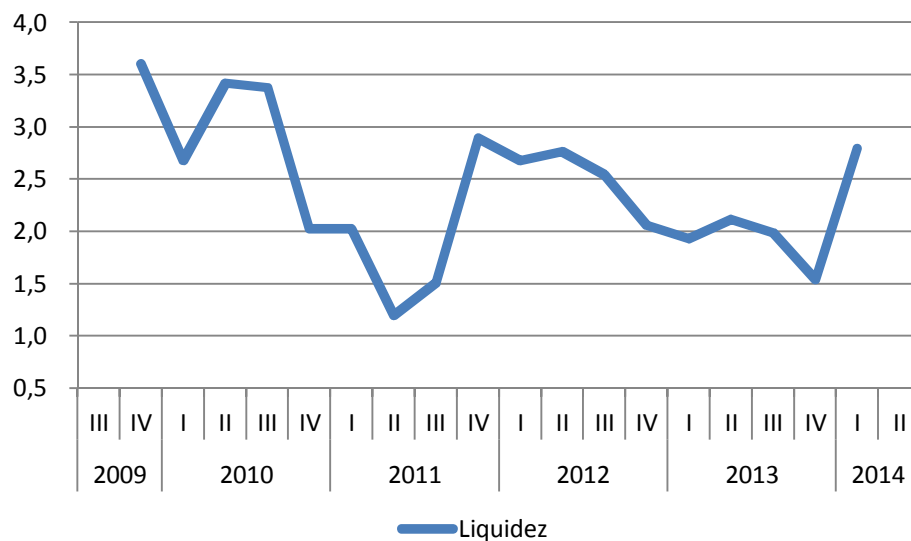
Ilustración 2  
**Retornos de Parque Arauco**



## Liquidez

La compañía tiene niveles de liquidez mayores a 1,0 desde mediados de 2009 a la fecha, pero con una variación importante al caer desde 3,5 a un poco más de 1,0 a mediados de 2011. En la Ilustración 3 se puede apreciar la trayectoria del indicador. A marzo de 2014, la razón circulante era de 2,8 veces.

Ilustración 3  
**Liquidez de Parque Arauco**



## Endeudamiento

El endeudamiento absoluto de la compañía se ha estabilizado entre 2012 y 2013 cerca de 0,8 veces el pasivo exigible sobre el patrimonio. A marzo de 2014 el indicador cayó a 0,7 veces debido a un aumento de capital que realizó la compañía. Cabe mencionar que **Parque Arauco** tiene como política mantener este indicador por debajo de la unidad. La Ilustración 4 muestra la evolución del indicador.

Ilustración 4  
**Relación de endeudamiento**

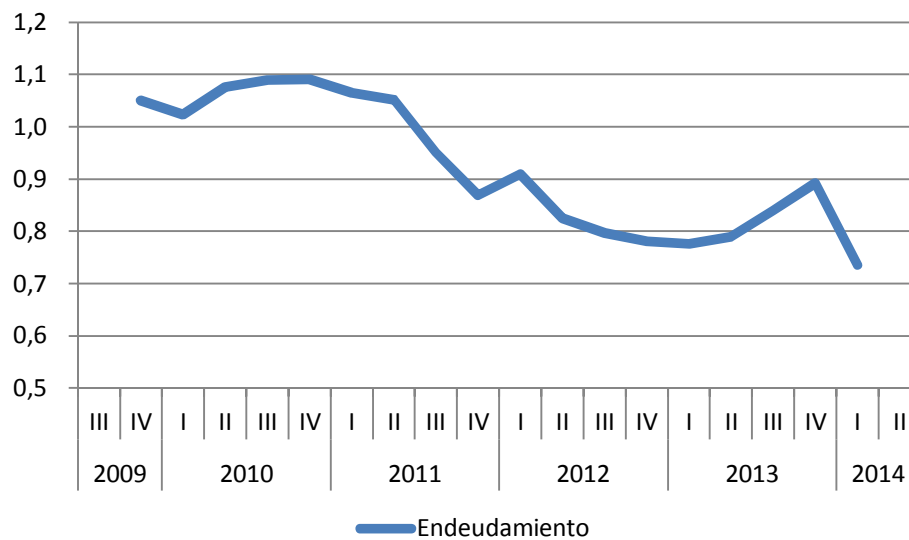
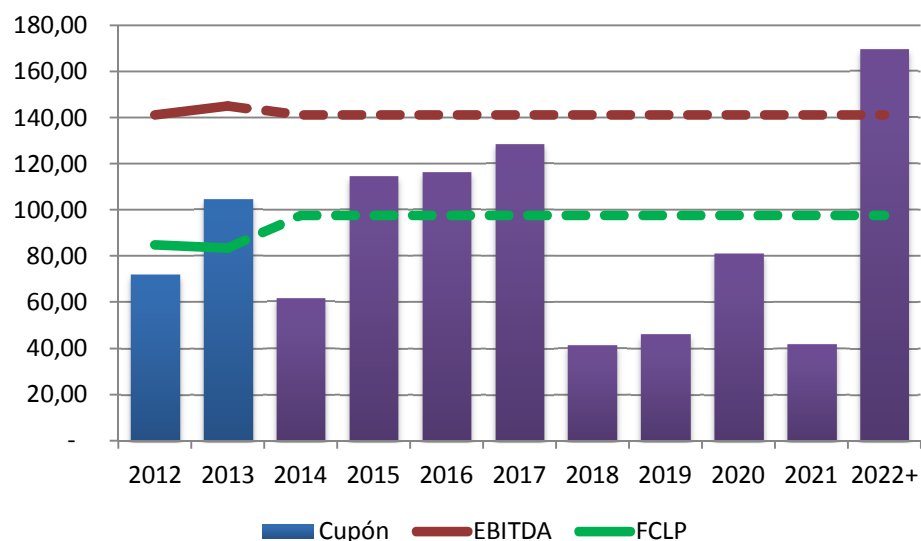


Ilustración 5  
**Perfil de amortización deuda**



*"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."*