



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Primera Clasificación

Analista

Gonzalo Neculmán G.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

gonzalo.neculman@humphreys.cl

Parque Arauco S.A.

Mayo 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Efectos de Comercio Acciones Tendencia	A+ Nivel 1/A Primera Clase Nivel 1 Estable
EEFF base	31 de marzo de 2012

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

M\$	EERR Consolidado IFRS		
	Mar -2012	Dic-2011	Dic-2010
Ingresos de actividades ordinarias	22.963.692	86.344.700	73.155.368
Costo de ventas	-5.127.297	-16.654.626	-12.686.832
Gastos de Administración	-2.053.819	-10.794.114	9.940.748
Costos financieros	-5.110.424	-15.929.206	-14.633.584
Ganancia	7.622.799	43.091.585	47.201.080

M\$	Balance General Consolidado, IFRS		
	Mar - 2012	Dic-2011	Dic-2010
Activos Corrientes	190.018.716	174.255.824	119.459.525
Activos No Corrientes	778.527.760	766.983.458	690.590.182
Total Activos	968.546.476	941.239.282	810.049.707
Pasivos Corrientes	70.980.071	60.183.204	58.998.708
Pasivos No Corrientes	390.285.374	377.475.369	363.616.421
Patrimonio	507.281.031	503.580709	387.434.578

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 siete *malls* en el país (incluyendo sus respectivos *boulevard*), cuatro en Perú y uno en Colombia.

A marzo de 2012, la empresa generó ingresos móviles por aproximadamente US\$ 186,2 millones y un EBITDA móvil cercano a los US\$ 131 millones, con una superficie arrendable de 595.949 metros cuadrados. Su deuda financiera ascendía a cerca de US\$ 747 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, las necesidades de reinversión y de capital de trabajo en este sector 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 pago 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 alto 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 de lo anterior, 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 *mall* 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 22% de los ingresos de la compañía provienen de países con menor clasificación de riesgo, 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 valora el alto nivel de competencia en el sector donde se desenvuelve la compañía, lo que puede generar en el mediano-largo plazo en 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 generen 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, 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 anunciado por US\$ 650 millones (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.

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.

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 (85%), 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%.

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\$ 570 millones y, la misma fecha, las obligaciones financieras del emisor ascienden a US\$ 747 millones. 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 pago de los mismos pudiere implicar la aceleración de aquellos préstamos que presentan una mejor cobertura de cauciones reales.

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 195 millones de visitas durante 2011.

Altos niveles de ocupación: La oferta adecuada de los centros comerciales queda reflejado en el nivel de ocupación de los mismos, el que llega aun 98%, situación que no se ha visto revertida 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 del orden de los US\$ 650 millones para los próximos cinco años.

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 35% del EBITDA total generado por los *malls* de todo el grupo (los tres principales concentran cerca del 60%). 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 22% 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 y Colombia lo hacen en Baa3).

Endeudamiento relativo: Entendiendo que el negocio inmobiliario -dadas sus características- tiende a ser uso de un fuerte apalancamiento financiero, ello no inválida 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 5,7 veces.

Hechos Recientes

Los ingresos ordinarios a marzo de 2012 alcanzaron los \$ 22.963 millones, lo cual implica un aumento de 16,5% en relación con lo alcanzado en el mismo periodo del año anterior. Los costos de venta alcanzaron los \$ 5.127 millones presentando un aumento de 48,1% en relación al mismo periodo del año anterior y representaron el 22,3% de los ingresos (17,5% en marzo de 2011).

Por su parte, los gastos de administración alcanzaron a marzo de 2012 \$ 2.053 millones, lo que representa un aumento del 8,4% con respecto al mismo periodo del año anterior. Este nivel de gasto es equivalente al 8,9% de los ingresos que se compara positivamente en relación con 2011 en donde el ratio fue de 12,37%.

Con todo, la compañía alcanzó una ganancia final de \$ 7.692 millones, que se compara negativamente con la ganancia de \$ 7.110 a marzo de 2011. La diferencia se explica principalmente por una mayor ganancia bruta, producto del aumento de los ingresos por actividades ordinarias.

En relación con su deuda financiera, **Parque Arauco** mantenía a marzo de 2012 obligaciones financieras por \$ 364.481 millones. Por su parte, el EBITDA móvil generado por la compañía a la misma fecha correspondía a \$ 63.925 millones. La deuda financiera de la compañía, en relación a su EBITDA móvil, es de 5,7 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.

Con fecha 11 de mayo de 2012 **Parque Arauco** anunció el perfeccionamiento del acuerdo llegado con Banca de Inversión Bancolombia S.A. Corporación Financiera y el Fondo de Capital Privado Fondo Inmobiliario Colombia, por proyectos de construcción, desarrollo y operación de centros comerciales en Colombia. El acuerdo contempla la realización de proyectos por aproximadamente US\$ 1.000 millones en un periodo de cinco años, con compromisos de capital por el 50% de la suma invertida.

Con Fecha 20 de abril de 2012, la compañía firma un acuerdo para la compra del centro comercial Buena Aventura Premium Outlet, ubicado en la comuna de Quilicura.

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 de 6 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. Finalmente, en el año 2009, se apertura Arauco San Antonio y se inicia la operación comercial de Mega Express Villa en Chorrillos, Perú.

Propiedad

Al 31 de marzo de 2012 los doce mayores accionistas de **Parque Arauco**, se componían de la siguiente manera:

Accionista	% Propiedad
Inmobiliaria Atlantis S.A.	25,97%
Banchile Corredora de Bolsa S.A.	6,42%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	5,63%
Banco Itau por cuenta de inversionistas	4,87%
Santander S.A. Corredora de Bolsa	4,50%
Inversiones Ranco Uno S.A.	2,38%
Fondo de Inversion Larrain Vial Beagle	2,32%
Inversiones Ranco Dos S.A.	2,26%
Inversiones las Nieves S.A.	2,26%
Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa	1,94%
Inversiones Ranco Cuatro S.A.	1,76%
Compass Small Cap Chile F.I.	1,70%
Total	62,01%

En la práctica, la compañía es controlada por la familia Said, la cual posee un 33% de la propiedad.

Líneas de negocio

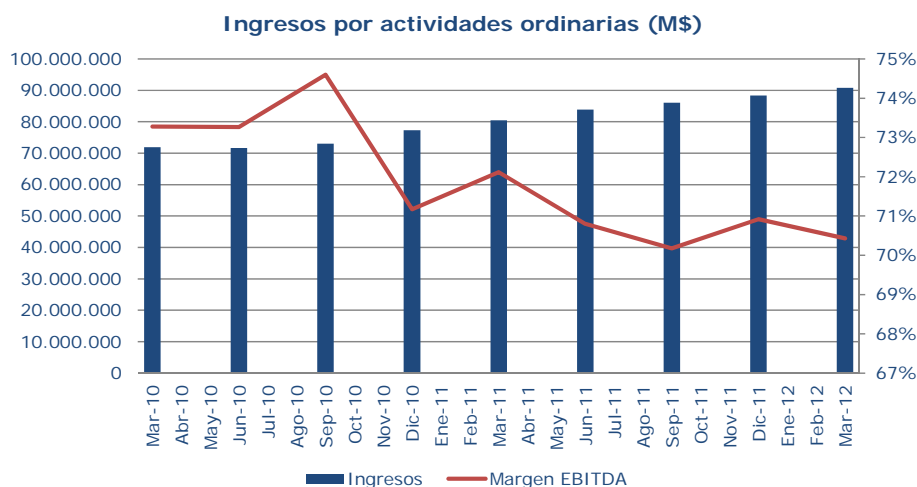
Parque Arauco se enfoca en la construcción y posterior arriendo de centros comerciales. Para lo anterior, el grupo ha desarrollado una amplia gama de tipos de locales, que ayudan a cubrir las necesidades tanto del público que acude a los centros comerciales así como las necesidades específicas de espacio que requieren sus arrendatarios. A continuación se presenta una caracterización del negocio de **Parque Arauco** a 2011:

Tipo	
Tiendas Departamentales	32
Tiendas Especializadas	2.430
Bulevares de Servicios y Financieros	3
Estacionamientos	18.358
Metros Cuadrados Arrendables	595.949
Metros Cuadrados Construidos	1.266.027
Visitas 2011	194.949.395

Análisis Financiero

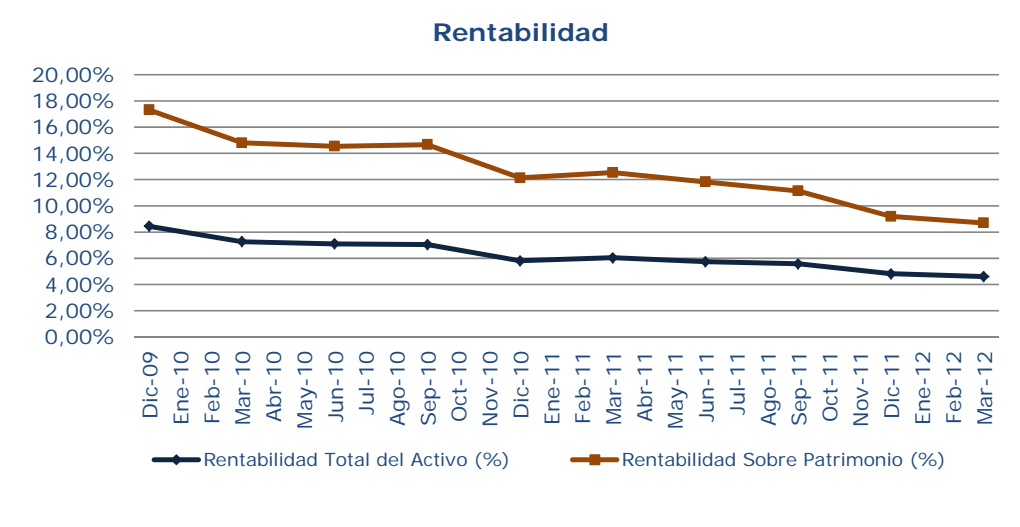
Ingresos, resultados y EBITDA

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 el año 2009 este ratio presenta un indicador promedio de 70,01%.



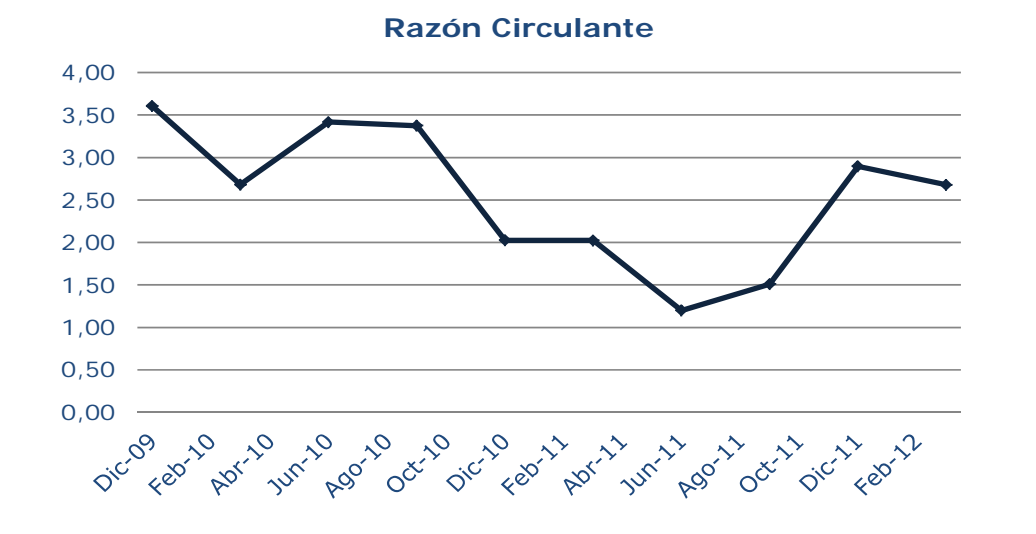
Rentabilidad

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, mostrando la utilidad una reducción de 37,2% en términos móviles en el periodo analizado. Es importante señalar que la disminución en la utilidad se da principalmente por el aumento de la pérdida por resultado de reajustes.



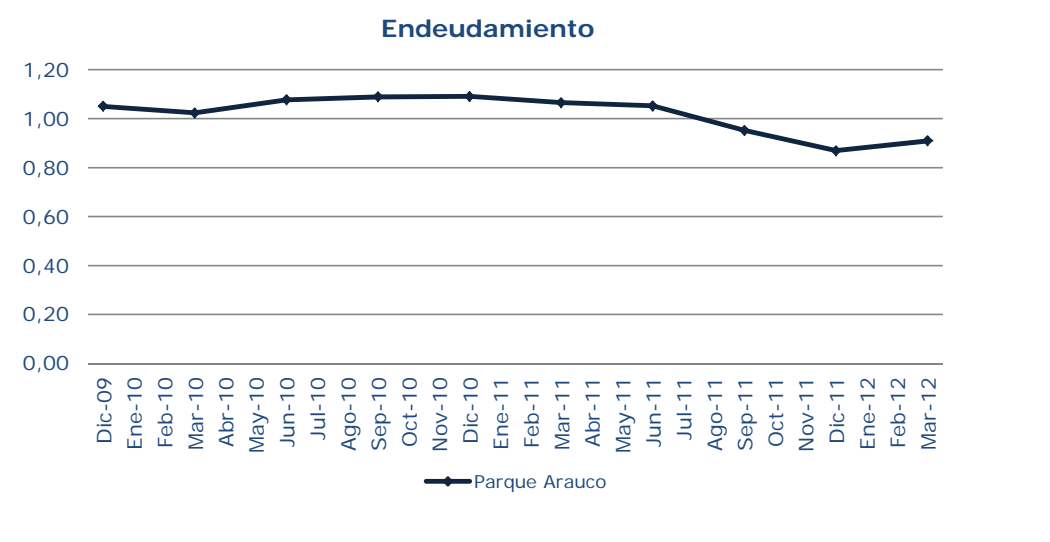
Liquidez

La compañía presenta niveles de liquidez sobre 1,0 para todo el periodo analizado, con variaciones importantes en algunos periodos, pasado de un indicador máximo de 3,6 veces a uno mínimo de 1,2 veces.

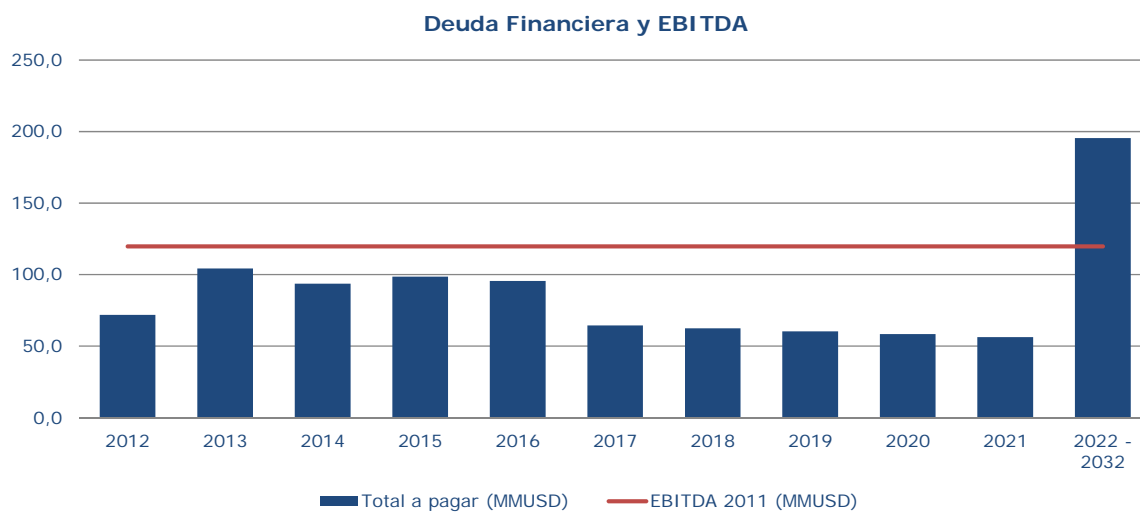


Endeudamiento

En general, el endeudamiento absoluto de la compañía ha presentado niveles estables en los últimos años. Es así como desde diciembre de 2009 a marzo de 2012 el indicador de endeudamiento de la compañía, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, pasó de un ratio de 1,05 a 0,91 veces, presentando una caída de 13,4%, siendo el endeudamiento promedio para el mismo periodo de 1,02. A continuación se presenta la evolución del indicador.



En relación al perfil de pago de la deuda, se observa que posee una estructura más o menos acorde con el perfil del negocio (de largo plazo); además, existen algunos periodos en los cuales el pago es bajo, comparado con su generación de EBITDA a diciembre de 2011 (se debe considerar que es factible asumir un crecimiento del EBITDA, aun bajo el supuesto que no existe crecimiento neto de la capacidad instalada).



“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”

Anexo I : Posible variaciones en el *rating*

A continuación se describen algunas situaciones que en el mediano plazo podrían influir en la categoría de riesgo asignada a los títulos de deuda. Se trabaja con el supuesto de *ceteris paribus*, aclarando que, por la dinámica de los negocios, dicho supuesto se tiende a relativizar en la realidad.

También, para mayor entendimiento de lo expuesto, cabe precisar que la metodología de **Humphreys**, en lo referido a la asignación de categorías de riesgo, considera el nivel de endeudamiento relativo de una compañía y las fortalezas estructurales de su negocio. De esta forma, emisores con similar nivel de deuda en relación con sus flujos podrían diferir de *rating* en atención a la solidez o debilidad del conjunto de factores considerados en la determinación de su fortaleza estructural.

Por su parte, la medición de las fortalezas estructurales está relacionada con aquellas variables que influyen en la permanencia y estabilidad de los flujos de caja en el largo plazo, a la luz de cada caso en particular, y no respecto a la industria en que participa el emisor, sin perjuicio de reconocer que ciertos sectores, por sí mismos, presentan características propias que conllevan una mayor certidumbre o incertidumbre en sus resultados futuros.

Los comentarios, según correspondan en algunos casos, están referidos sólo a posibles alzas o bajas en la clasificación.

Variación del Endeudamiento Relativo

Dadas las características actuales de la empresa, una clasificación en *Categoría AA-* podría ser alcanzada cuando la relación "Deuda Financiera sobre EBITDA" llegue a ser igual o inferior a 4,5 veces. Ello, en el entendido que existe una certeza razonable que dichos guarismos se mantendrán o reducirán en el futuro.

Por otra parte, la clasificación de riesgo podría ser *Categoría A* si el nivel de endeudamiento ("Deuda Financiera sobre EBITDA") fuese superior a 6,0 veces, siendo razonable presumir que dicho nivel se mantendrá en el futuro (no considera alzas ocasionales o reversibles).

Elementos Estructurales

Existe una serie de situaciones (en la práctica suelen ser una combinación de ellas) que de producirse podrían mejorar la clasificación de riesgo, aun cuando no disminuyese el endeudamiento relativo o, en su defecto, se produjese una reducción más leve. Obviamente, dentro de las múltiples posibilidades, aunque con distinto grado de probabilidad, siempre es posible que se produzcan modificaciones que impliquen más de una posición en el *ranking* de clasificación.

Aumento de diversificación de fuentes de flujos

Lo requerido, para efecto del proceso de clasificación, sería que ninguna fuente de generación de flujos (centro comercial en particular) represente por sobre el 20% del EBITDA consolidado, en forma permanente.

Estructura de Precio

Considerando el actual nivel de precios, podría ser motivo de cambio a la baja el hecho de que las tarifas de arriendo puedan tener un componente variable del 30% o más (no considera el hecho de que suba la importancia relativa del componente variable si se mantiene el valor absoluto del componente fijo).

Niveles de Ocupación

Podría considerarse motivo de una baja en la categoría riesgo el que los niveles de ocupación sean en forma global y sistemáticamente inferiores al 85%, o si la experiencia muestra que son susceptibles de caer violentamente o, en su defecto, se mantienen mediante una reducción significativa en el precio de los arriendos (menor EBITDA).

Impacto de Nuevas Inversiones

Las nuevas inversiones podrían influir en la clasificación de riesgo por cuanto, dependiendo del resultado de las mismas y de su nivel de apalancamiento, afectarán la relación entre deuda financiera y EBITDA de la compañía. Por otro lado, la entrada en operación de nuevos centros comerciales redundará positivamente la distribución de ingresos y EBITDA por *mall* y alterará su distribución por países.

Reducción de inversión

Como criterio general, aplicable en todos los casos, en la medida que los negocios se van consolidando fuertemente, disminuyendo las necesidades de crecimiento y reduciéndose la importancia relativa de las nuevas inversiones en relación con las existentes, se genera un impacto positivo en las categorías de riesgo.

Cabe destacar que para medir las necesidades de inversión no sólo se considera el plan de proyectos de la compañía, también lo que está haciendo la competencia y lo que razonablemente se puede estimar como necesario dada las exigencias y características de la demanda.

Estructura de Endeudamiento y Garantías

De acuerdo con el criterio de **Humphreys**, parte importante de la flexibilidad financiera de **Parque Arauco** está dado por el hecho de que un acreedor bancario tiene un bajo incentivo para acelerar su deuda y presionar la situación financiera de la empresa; ello es así porque en un caso extremo (quiebra de la sociedad) los bonistas están en mejor situación comparada por cuanto, excluyendo el pago a trabajadores y de tributos, serían los primeros en recuperar sus acreencias en caso de liquidarse el principal activos del emisor que ha sido entregado en primera hipoteca dentro del proceso de emisión de títulos de deuda. De cambiar esta situación, la clasificación cambiaría a *Categoría A*.