

Valoración de Bonos de Parque Arauco

Cristian Pinto¹

Facultad de Economía y Negocios, Universidad del Desarrollo, Chile

Octubre, 2017

El 4 de noviembre del 2016, el señor Guzmán, gerente de Finanzas de la empresa, estaba en su oficina muy preocupado por la encrucijada que enfrentaba su empresa. En el escenario de incertidumbre generalizada existente desde hace 3 años y que había retrasado varios proyectos de inversión nacionales y extranjeros, la prudencia aconsejaba optar por la alternativa conservadora que básicamente consistía en mantenerse a flote, es decir, continuar adelante con las políticas de administración que en los últimos 3 años habían funcionado satisfactoriamente y no introducir cambios importantes que implicaran riesgos de gran envergadura.

El Sr. Guzmán sabía que la defensa de esta fórmula en la próxima reunión del Directorio de Parque Arauco S.A., tendría cierta resistencia de parte de algunos miembros pero que sería bien recibida por la mayoría. La reciente alza de impuestos producto de la reforma tributaria y el fortalecimiento de la influencia de los sindicatos que traía la nueva legislación laboral, disminuía en varios empresarios la disposición a endeudarse para realizar inversiones millonarias. Ante la amenaza de una desaceleración económica en el país y la posibilidad de huelgas, la empresa tendrá una millonaria inversión “enterrada” entre pilares de acero y miles de metros cuadrados de hormigón armado y cemento, como es el caso de un enorme centro comercial.

Y es que, en la actividad inmobiliaria, como reza el refrán jurídico “Lo accesorio sigue la suerte de lo principal”, en otras palabras, si al país le va bien económicamente, también a la empresa, pero ¿y si le va mal? Una encuesta² publicada en el cuerpo Economía y Negocios de El Mercurio, bajo el título revelaba que para los inversionistas el mayor riesgo para la economía local son los “ruidos” político-sociales internos (63%), seguido del mayor deterioro en la economía (22%). En suma, el diagnóstico aconsejaba actuar con suma cautela y prudencia.

La segunda alternativa era arriesgarse y apostar a ganador para crecer. Para el Sr. Guzmán ello significa tomar cuantiosos créditos para poder financiar proyectos de expansión de la empresa. Un salto que podría ser un éxito total o un fracaso rotundo si se cumplían los

¹ 680 Plaza Av., San Carlos de Apoquindo, Santiago, Chile. Email: cpintogu@tulane.edu. Este caso está basado exclusivamente en datos públicos y contiene algunos datos ficticios. El caso ha sido escrito para su uso en discusiones de clases y no para ilustrar eficiencia o ineficiencia en el manejo de situaciones gerenciales. Agradezco la asistencia de investigación de Ignacio Quezada de la Universidad de Chile y los comentarios de Jacinto Gorosabel y Javier Fuenzalida de la Universidad del Desarrollo. Todos los errores son responsabilidad del autor.

² El Mercurio, 9 de abril de 2016

pronósticos más pesimistas acerca del futuro del país en el corto plazo. Equivocarse no solo implicaba perder dinero sino también que muchos trabajadores de la empresa podrían perder sus empleos con el consiguiente perjuicio social a sus familias. Por tanto, la decisión no era fácil y Guzmán sentía como el peso de la responsabilidad de su cargo iba acrecentándose sobre sus hombros a medida que se aproximaba la próxima reunión de Directorio.

Descripción de la empresa

Parque Arauco S.A. se crea en 1979, con el objeto de desarrollar y administrar activos inmobiliarios de uso comercial y otros.

En 1982 se inaugura el primer centro comercial de Chile, Parque Arauco Kennedy, ubicado en la comuna de Las Condes a un costado de la Av. Kennedy. En aquellos años era un símbolo de la modernidad y un polo de atracción para clientes y turistas dadas por sus enormes dimensiones y por la gran variedad de tiendas que reunía.

Gracias a los buenos resultados de Parque Arauco Kennedy, se comenzó la ampliación de la marca, desarrollando en noviembre de 1993 el centro comercial Arauco Maipú con una superficie de 75.000 m² arrendables, aproximadamente.

En 1997, Parque Arauco S.A., se asocia con Almacenes Paris y Ripley para materializar un nuevo centro comercial fuera de Santiago. Así nace el Centro Comercial Regional Marina Arauco en Viña del Mar. Hoy los centros Marina Arauco y Boulevard Marina Arauco suman una superficie arrendable de 72.000 m², aproximadamente.

En 2006 Parque Arauco S.A da otro paso en dirección a la expansión fuera de la capital. Es así como ese año abre sus puertas el Mall Center Curicó ubicado en la Región del Maule. Este centro comercial hoy cuenta con una superficie arrendable de 50.000 m², aproximadamente.

Sin embargo, Parque Arauco no solo tenía sus ojos puestos fuera de la Región Metropolitana, sino también más allá de las fronteras nacionales. Es así como en 2006 llega hasta Perú gracias a la asociación con el Grupo Wiese que le permite comprar el 45% del Centro Comercial Regional Mega Plaza Norte, ubicado en el distrito de Independencia, en Lima, Perú. Este centro comercial cuenta con una superficie arrendable de 110.500 m², aproximadamente.

Tan solo un año más tarde, en 2007, Parque Arauco S.A adquiere el control de Arauco Chillán, el más importante centro comercial regional de la provincia de Ñuble, en Chillán. Actualmente este inmueble cuenta con una superficie de 31.500 m² arrendables, aproximadamente.

Un año después, la expansión continúa. En 2008 Parque Arauco S.A. adquiere la propiedad de Arauco Estación, ubicado en la comuna de Estación Central. Actualmente este centro comercial cuenta con una superficie arrendable de 68.500 m²., aproximadamente.

Ese mismo año, Parque Arauco S.A. innova y da inicio a la inauguración de un nuevo tipo de centro comercial: mucho más pequeño, con menos establecimientos comerciales y que generalmente son complementarios entre ellos, una farmacia, un minimarket, una cafetería, etc. De esta manera nace el Arauco Pajaritos, ubicado en la comuna de Maipú en la Región Metropolitana. Actualmente este stripcenter posee una superficie arrendable de 5.400 m²., aproximadamente.

En 2009 Parque Arauco S.A. da otro paso en su proceso de internacionalización. Ese año abre las puertas MegaPlaza Express Villa en Chorrillos, Lima, Perú. Este Centro Comercial Vecinal da inicio a una serie de proyectos en este formato que representarán parte importante del crecimiento de la Compañía en Perú. Actualmente este inmueble tiene una superficie de 7.000 m² arrendables, aproximadamente.

En este mismo año, se inaugura Arauco San Antonio un centro comercial situado a un costado del puerto de San Antonio, en la región de Valparaíso. Este centro posee una superficie de 28.500 m² arrendables, aproximadamente.

En 2010, Parque Arauco S.A., continúa con su plan de crecimiento dentro de Perú. Es así como ese año abre sus puertas el centro comercial Parque Lambramani en Arequipa, la segunda ciudad con mayor número de habitantes en Perú. Este complejo comercial cuenta con una superficie de 28.500 m² arrendables, aproximadamente.

Pero 2010 sería el año en que Parque Arauco S.A., proyecta sus inversiones más allá de la línea ecuatorial para llegar hasta Colombia donde comienza a operar Parque Arboleda, situado en la ciudad de Pereira de ese país. Actualmente este centro comercial tiene una superficie arrendable de 33.000 m²., aproximadamente. También en ese año, compra el Mall Larcomar en el distrito de Miraflores de Lima, Perú.

Dos años más tarde, la empresa adquiere en 2012 su primer outlet, un tipo de tienda que vende productos fuera de temporada o que presenta fallas de fábrica. Este outlet fue Arauco Premium Outlet Buenaventura, ubicado en la comuna de Quilicura. Este inmueble actualmente cuenta con una superficie arrendable de 25.500 m²., aproximadamente.

Este mismo año, la empresa abre las puertas del Centro Comercial Regional ubicado en la ciudad de Chimbote, Perú. Hoy esta tienda tiene una superficie de 28.000 m²., arrendables aproximadamente. También en 2012, se inaugura MegaPlaza Express Villa el Salvador en Lima, Perú. Esta tienda tiene una superficie arrendable de 9.000 m²., aproximadamente.

En este período, Parque Arauco S.A., ya suma 11 stripcenters, gracias a la sociedad Centros Comerciales y Vecinales formada con el aporte de un fondo de capital de riesgo de la empresa de gestión de inversiones Aurus Renta Inmobiliaria Fondo de Inversiones. Los 11 stripcenters representan una superficie de 18.500 m² arrendables, aproximadamente. También en 2012, Parque Arauco S.A., por medio de su empresa Los Portales forma una sociedad con el grupo Raffo y establece la empresa Strips del Perú S.A., dedicada al desarrollo de stripcenters y outlets.

En 2013, la empresa inaugura MegaPlaza Express Chincha en Lima, Perú. MegaPlaza Express Chincha con una superficie de 7.000 m² arrendables, aproximadamente.

Ese mismo año, Parque Arauco S.A., abre su segunda gran tienda en Colombia. En abril de 2013 y con una superficie arrendable de 38.500 m²., aproximadamente, la empresa inaugura Parque Caracoli, ubicada en Bucaramanga, capital del departamento de Santander, al nororiente de ese país.

También en 2013, la empresa inaugura en Lima (Perú) su nueva tienda InOutlet Faucett, a un costado del aeropuerto de la capital y con una extensión de aproximadamente 7.500 m² arrendables.

Ese mismo año, se abre Arauco Quilicura, situado en la comuna del mismo nombre y con superficie de 32.000 m² arrendables, aproximadamente.

También en 2013 pero al sur de Lima (Perú), abre sus puertas MegaPlaza Cañete con una superficie de 16.500 m² arrendables, aproximadamente.

En el transcurso de este mismo año, se suman 7.200 m² arrendables al mall Parque Arauco Kennedy al inaugurar Distrito de Lujo Parque Arauco Kennedy, totalizando 115.000 m²., arrendables, aproximadamente.

Al finalizar 2013, se abren las puertas de MegaPlaza Express Barranca, ubicado al norte de Lima (Perú) con una superficie arrendable de 9.500 m², aproximadamente.

En 2014, Parque Arauco S.A., abre el segundo outlet de Concepción: Arauco Premium Outlet San Pedro con 6.500 m² de superficie arrendable, aproximadamente. Este mismo año, el mall InOutlet Faucett de Lima (Perú) se amplía agregando 2.200 m², totalizando 7.500 m²., aproximadamente de superficie arrendable. Antes de finalizar 2014, la empresa abre Arauco Premium Outlet Curauma, ubicado en Valparaíso que cuenta con una superficie de 7.000 m² arrendables aproximadamente.

En 2015, la empresa toma el control total de Ekimed, empresa peruana dueña de los centros comerciales El Quinde, ubicados en las ciudades de Cajamarca (30.500 m²) e Ica (36.500 m²), sumando en total una superficie de aproximadamente 86.000 m². También en Perú y en ese mismo año, se inaugura en Pisco la tienda MegaPlaza Pisco con aproximadamente 14.000 m²., arrendables de superficie.

En 2015, la empresa realiza una operación por US\$75 millones y adquiere el control total de Inversiones Inmobiliarias Arauco Alameda (IARA), sociedad colombiana. En Perú, adquiere el control total del Centro Comercial Jesús María ubicado en Lima (Perú) y que cuenta con una superficie aproximadamente de 14.000 m² arrendables.

Situación actual

Cuando el Sr. Guzmán creía que se encontraba ante una disyuntiva que ofrecía exclusivamente dos alternativas opuestas y excluyentes, sucedió lo que jamás pudo haber imaginado. Hace unos años, cuando la empresa pasaba por un período de vacas gordas y el

presupuesto gozaba de suficiente holgura como para ampliar su dotación de analistas y asesores financieros, el Sr. Guzmán entrevistó a un joven recién egresado de la carrera de Ingeniería Comercial de una universidad poco conocida. Y aunque en el encuentro el postulante no lo había impresionado especialmente, intuyó que en el fondo de la personalidad de este aspirante se asomaba el brillo de una virtud muy poco frecuente en hombres de su edad. Mientras el joven hablaba sobre sus estudios y experiencia, algo en sus palabras evocó en Guzmán recuerdos de su propia juventud. Aunque hoy se encontraba encumbrado desempeñando una de las gerencias más importantes del país, Guzmán sabía que esa posición no era fruto de la suerte ni un privilegio heredado de la familia. Tuvo que hacer enormes sacrificios a lo largo de décadas para llegar hasta donde muchos de sus actuales conocidos llegaron gracias a influencias. La perseverancia fue una de las virtudes cardinales que cimentaron el largo pero imparabable ascenso de Guzmán. Un hecho que siempre fue motivo de justo e inconfesable orgullo para él. Justo, porque era la merecida recompensa al esfuerzo de largos años e inconfesable, porque no era algo de lo cual podía jactarse libremente con sus cercanos sin pasar a llevar susceptibilidades.

Perseverancia era lo que brillaba en el oscuro fondo del relato curricular del postulante a asesor. Porfía, tesón, voluntad, tal vez hasta resiliencia. Esa intuición fue definitiva para la contratación de Juan Gutiérrez como el más joven asesor financiero de la compañía.

Durante 5 años, Gutiérrez no descolló en el cumplimiento de sus labores. Sus intervenciones no eran brillantes, pero tampoco fuera de lugar. Su aporte se encontraba dentro del promedio de las que hacía el resto de su equipo. Había otros miembros del grupo que destacaban por sus consejos rápidos y categóricos. Otros por la solidez de sus argumentaciones, apoyadas en estudios, papers y libros. Gutiérrez pertenecía a la medianía y por eso nadie esperaba que, un momento crucial para el futuro de la empresa, saliera de su boca algo siquiera parecido a una contribución para enfrentar los problemas que desvelaban hace semanas a Guzmán.

Por eso recibió con cierto desdén a Gutiérrez en su oficina, ni siquiera le ofreció un café ni le preguntó por su familia para abreviar lo más que pudiera el encuentro. Juan Gutiérrez comenzó diciendo que se había dedicado a hurgar en la bodega de la empresa, buscando entre las cajas y archivadores, los documentos que valía la pena revisar. Después de leer cientos de ellos, encontró que dentro de los pasivos financieros de largo plazo había un bono, emitido en 2015, que había sido utilizado para financiar proyectos de expansión de la compañía y que dadas las condiciones del mercado en ese momento, había sido emitido con una tasa muy alta.

Al ver la fecha de emisión del bono y comparar la Yield vigente en esa fecha con la Yield vigente a la fecha actual, a Gutiérrez se le ocurrió una idea. Como nunca antes le había ocurrido, sentía una incontenible urgencia por compartirla con su jefe. Ansioso, ordenó rápidamente algunas ideas en su cabeza y partió en dirección a la oficina de Guzmán.

“Señor Guzmán, si mal no recuerdo desde el momento que Parque Arauco emitió el bono bullet en el 2015, las tasas de mercado han disminuido considerablemente, por lo que pienso - mejor dicho, sugiero- que la empresa podría refinanciar el bono emitiendo un

nuevo bono bullet. Este bono debería tener el mismo nominal que el anterior y los cupones serán pagados semestralmente, con una duración de 10 años. Esto disminuirá el pago de cupones semestrales, dado que las tasas de interés actuales son más bajas (ver Tabla 2).”

Guzmán, no podía salir de su asombro. Aunque instintivamente se inclinaba por acoger de inmediato la sugerencia de Gutiérrez, lo frenaban algunas dudas. Algunas de carácter estrictamente técnico y otras más subjetivas que cuestionaban la viabilidad de la propuesta proveniente de uno de los asesores más discretos de la empresa.

Con todo, Guzmán comenzó a discernir si efectivamente lo que le proponía su asesor era correcto, o si estaba equivocado. Para esto revisó la siguiente información:

Parque Arauco SA, el 30 de diciembre del 2015, emitió un bono bullet a 10 años para financiar la ampliación de sus sucursales tanto en Chile como en Perú. Este bono fue emitido en el mercado Local, con lo que recaudó 5,000,000 PEN (considerando que no existen costos extras dentro de la transacción).

Podemos ver la información del bono en la siguiente tabla:

Tabla 1: Información del bono

Maturity Date	30-Dic-2025
Principal / Coupon Currency	PEN
Coupon Type	Fixed
Coupon Frequency	Semiannually
Nominal	5,000,000 PEN
Country of Issue	Peru
Market of Issue	Domestic
Underwriter	BTG Pactual Chile SA

Para calcular el cupón fijo a pagar se ocupó la tasa del día en que el bono fue liquidado (settlement).

Tomando como referencia lo expuesto por su asesor financiero, Guzmán debe analizar la posibilidad de refinanciar los bonos emitidos por Parque Arauco SA, indicando tanto intuitiva como cuantitativamente que es lo que se debería hacer la empresa.

Anexos

Tabla A1: Yield to Maturity (YTM) diaria entre el 31 de diciembre del 2015 al 8 de noviembre del 2016.

Date	Bid Yield	Date	Bid Yield	Date	Bid Yield	Date	Bid Yield	Date	Bid Yield
08-Nov-2016	5,626	12-Sep-2016	6,274	12-Jul-2016	6,253	16-May-2016	6,711	16-Mar-2016	7,943
04-Nov-2016	5,684	09-Sep-2016	6,286	11-Jul-2016	6,268	13-May-2016	6,732	11-Mar-2016	7,887
03-Nov-2016	5,648	08-Sep-2016	6,238	08-Jul-2016	6,298	12-May-2016	6,763	09-Mar-2016	7,986
02-Nov-2016	5,637	07-Sep-2016	6,267	07-Jul-2016	6,289	11-May-2016	6,760	04-Mar-2016	8,008
31-Oct-2016	5,641	06-Sep-2016	6,255	06-Jul-2016	6,293	10-May-2016	6,789	01-Mar-2016	8,195
28-Oct-2016	5,639	05-Sep-2016	6,191	04-Jul-2016	6,474	09-May-2016	6,795	26-Feb-2016	8,160
27-Oct-2016	5,642	02-Sep-2016	6,186	01-Jul-2016	6,498	06-May-2016	6,798	24-Feb-2016	8,259
26-Oct-2016	5,644	01-Sep-2016	6,180	30-Jun-2016	6,578	04-May-2016	6,779	19-Feb-2016	8,264
25-Oct-2016	5,623	31-Aug-2016	6,182	28-Jun-2016	6,604	03-May-2016	6,706	17-Feb-2016	8,278
24-Oct-2016	5,631	29-Aug-2016	6,157	27-Jun-2016	6,593	29-Apr-2016	6,777	16-Feb-2016	8,258
21-Oct-2016	5,613	26-Aug-2016	6,132	24-Jun-2016	6,620	28-Apr-2016	6,743	15-Feb-2016	8,257
20-Oct-2016	5,625	25-Aug-2016	6,122	23-Jun-2016	6,661	27-Apr-2016	6,843	11-Feb-2016	8,371
19-Oct-2016	5,621	24-Aug-2016	6,096	22-Jun-2016	6,695	26-Apr-2016	6,905	09-Feb-2016	8,324
18-Oct-2016	5,587	23-Aug-2016	6,125	21-Jun-2016	6,664	25-Apr-2016	6,852	04-Feb-2016	8,291
17-Oct-2016	5,608	22-Aug-2016	6,089	20-Jun-2016	6,718	22-Apr-2016	6,882	03-Feb-2016	8,354
14-Oct-2016	5,603	19-Aug-2016	6,042	17-Jun-2016	6,735	21-Apr-2016	6,802	02-Feb-2016	8,370
13-Oct-2016	5,616	18-Aug-2016	6,090	16-Jun-2016	6,757	20-Apr-2016	6,748	01-Feb-2016	8,378
12-Oct-2016	5,603	17-Aug-2016	6,091	15-Jun-2016	6,722	19-Apr-2016	6,766	29-Jan-2016	8,391
11-Oct-2016	5,968	16-Aug-2016	6,026	14-Jun-2016	6,675	18-Apr-2016	6,930	28-Jan-2016	8,293
10-Oct-2016	5,938	15-Aug-2016	6,101	13-Jun-2016	6,619	15-Apr-2016	6,931	27-Jan-2016	8,360
07-Oct-2016	5,856	11-Aug-2016	6,120	10-Jun-2016	6,629	14-Apr-2016	6,878	26-Jan-2016	8,364
06-Oct-2016	5,858	10-Aug-2016	6,148	09-Jun-2016	6,610	13-Apr-2016	6,906	25-Jan-2016	8,350
05-Oct-2016	5,831	09-Aug-2016	6,151	08-Jun-2016	6,638	12-Apr-2016	7,020	22-Jan-2016	8,300
04-Oct-2016	5,810	08-Aug-2016	6,181	07-Jun-2016	6,628	11-Apr-2016	7,139	21-Jan-2016	8,366
03-Oct-2016	5,840	05-Aug-2016	6,167	06-Jun-2016	6,647	08-Apr-2016	7,381	20-Jan-2016	8,357
30-Sep-2016	5,816	04-Aug-2016	6,171	03-Jun-2016	6,689	07-Apr-2016	7,407	19-Jan-2016	8,334
29-Sep-2016	5,812	03-Aug-2016	6,190	02-Jun-2016	6,761	06-Apr-2016	7,335	18-Jan-2016	8,335
28-Sep-2016	5,888	02-Aug-2016	6,178	01-Jun-2016	6,819	05-Apr-2016	7,381	15-Jan-2016	8,311
27-Sep-2016	6,248	01-Aug-2016	6,249	31-May-2016	6,801	04-Apr-2016	7,381	11-Jan-2016	8,127
26-Sep-2016	6,255	27-Jul-2016	6,266	30-May-2016	6,804	01-Apr-2016	7,329	08-Jan-2016	8,137
23-Sep-2016	6,260	26-Jul-2016	6,276	27-May-2016	6,801	31-Mar-2016	7,310	07-Jan-2016	8,028
22-Sep-2016	6,268	25-Jul-2016	6,236	26-May-2016	6,863	30-Mar-2016	7,364	06-Jan-2016	8,062
21-Sep-2016	6,284	22-Jul-2016	6,237	25-May-2016	6,834	29-Mar-2016	7,428	05-Jan-2016	8,098
20-Sep-2016	6,296	21-Jul-2016	6,238	24-May-2016	6,816	28-Mar-2016	7,451	31-Dec-2015	8,101
19-Sep-2016	6,349	20-Jul-2016	6,240	23-May-2016	6,821	23-Mar-2016	7,489		
16-Sep-2016	6,345	19-Jul-2016	6,213	20-May-2016	6,796	22-Mar-2016	7,464		
15-Sep-2016	6,334	18-Jul-2016	6,272	19-May-2016	6,739	21-Mar-2016	7,432		
14-Sep-2016	6,304	15-Jul-2016	6,268	18-May-2016	6,650	18-Mar-2016	7,335		
13-Sep-2016	6,288	14-Jul-2016	6,259	17-May-2016	6,633	17-Mar-2016	7,344		

Figura A1: Variación YTM entre 31-Dic-2015 y 27-Feb-2017



Figura A2: Variación Precio del Bono entre 31-Dic-2015 y 27-Feb-2017

