

Parauco | Mantener - Riesgo Medio

Perspectivas positivas...bien valoradas

Equity Research

Fecha	04-05-2010			
Ticker Bloomberg	PARAUCO CI			
Precio Actual (Ch\$/acción)	703			
Retorno Potencial	9,6%			
Retorno por Div. 2010E	1,7%			
Retorno Total Esperado	11,3%			
Market Cap (millones US\$)	843,1			
Ponderación IPSA	0,9%			
Política de Dividendos	30,0%			
Precio Min - Max 12M (Ch\$/acción)	552-765			
Retorno YTD	21,1%			
Volumen Diario 12M (millones de US\$)	0,72			
Total Acciones (MM) *	608			
Free Float	59,1%			
Estim. (Ch\$MM)	2009	2010E	2011E	2012E
Ventas	62.918	68.357	85.954	99.303
EBITDA	45.364	49.669	63.038	73.682
Margen Ebitda	72,1%	72,7%	73,3%	74,2%
Ut. Neta	29.224	26.898	36.207	44.731
Margen Neto	46,4%	39,3%	42,1%	45,0%
UPA (Ch\$)	48,0	44,2	59,5	73,5
Div./acción (Ch\$)	9,5	12,2	13,3	17,9
Div. Yield	3,3%	1,7%	1,9%	2,5%
Múltiplos	2009	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA (x)	15,8	15,9	12,6	10,8
P/Utilidad (x)	14,6	15,9	11,8	9,6
Bolsa/Libro (x)	1,7	1,6	1,4	1,4
P/Ventas (x)	6,8	6,3	5,0	4,3
FCL Yield	-0,3%	-17,4%	-2,0%	9,7%
Deuda - Rentab.	2009	2010E	2011E	2012E
Cob. Gtos. Fin.(x)	4,4	4,1	4,6	5,7
Leverage (x)	1,3	1,5	1,5	1,4
ROE	11,6%	9,9%	12,2%	14,6%
ROA	4,8%	3,8%	4,8%	5,9%

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile. Cifras en Ch\$ millones salvo indicación expresa.

Peter McMenamin
+56 2 8736674 | peter.mcmenamin@banchile.cl
Diego Celedón
+56 02 873 6085 | diego.celedon@banchile.cl

Precio Objetivo | Ch\$770/US\$1,50

Tesis de Inversión

Estamos cambiando nuestra recomendación de Parauco de Comprar a Mantener e introduciendo un nuevo precio objetivo de Ch\$770/US\$1,50 por acción a fines de 2010 (antes Ch\$670 por acción). Desde nuestro último informe de la compañía, Parauco ha hecho un número importante de anuncios, aumentando el CAPEX 2010-2012 con dos nuevos proyectos en Perú y, a su vez, la planeada venta de su participación en APSA. No obstante, después de un alza de 21,1% a/a en el precio de la acción este año, creemos que dichos proyectos - en conjunto con entregar una mirada particularmente optimista respecto a los márgenes de operación futuros - ya están incorporados en gran medida en el precio actual. En consecuencia, dado que creemos que el espacio para alzas adicionales significativas este año está limitado, estamos cambiando nuestra recomendación a Mantener. No obstante, permanecemos optimistas con respecto a las perspectivas de crecimiento de la compañía y aumentamos nuestras estimaciones respecto a nuestra última valoración con los nuevos proyectos, aportando un aumento de 15,5% y 13,8% del ABL (ajustado por propiedad) y EBITDA del 2012E, respectivamente. Adicionalmente, hemos hecho sustanciales mejoras a la mirada de la compañía en términos de márgenes, con un margen de EBITDA a largo plazo de casi 79%.

Tras los recientes anuncios, hemos incrementado el CAPEX 2010-2012 esperado de Parauco desde US\$200 millones a US\$346,8 millones. Los cambios más significativos incluyen los US\$100 millones de inversión en Chile para expandir los malls existentes, la compra de Larcomar en Lima, Perú y, la planeada venta de la participación de Alto Palermo (APSA) por US\$126 millones (previamente valoramos el activo en US\$200 millones). Adicionalmente, hemos incorporado el valor de los terrenos de la compañía en US\$35 millones. Por otro lado, incrementamos los márgenes operacionales esperados tras las renovaciones de los malls existentes y el retorno esperado de los proyectos en Colombia, lo que implicaría un margen EBITDA de largo plazo de casi 79%.

Debido a un crecimiento más moderado de ABL entre 2S09-1S10, esperamos una pausa temporal al alto crecimiento observado en los años recientes y estimamos un crecimiento en el EBITDA 2010 de 9,5% a/a. Sin embargo, la consolidación de cuatro nuevos centros comerciales en los próximos 12 meses y otro en 2012, garantizaría una fuerte visibilidad de resultados a partir del 2011. Nuestra estimación del EBITDA 2010 no ha sido cambiada significativamente a pesar del terremoto ocurrido en febrero en Chile, que llevó al cierre del Plaza El Roble y aplazamiento del término de construcción del Arauco Pacífico.

Parauco evidencia actualmente un premio de 11,7% respecto del promedio de los últimos dos años en términos de VE/EBITDA 2010E. No obstante, respecto del período previo a la crisis, la acción muestra un leve descuento de 2,7%. Por consiguiente, dados los flujos de caja esperados, vemos un espacio limitado para futuras alzas de magnitud en el precio de la acción este año. Nuestro múltiplo objetivo VE/EBITDA 2010 de 16,9x, exhibe premios de 18,1% y 2,9% respecto del promedio de los últimos 2 años y del período previo a la crisis, lo que creemos justificado considerando las fuertes perspectivas de crecimiento y atractiva visibilidad de flujo de caja 2011E

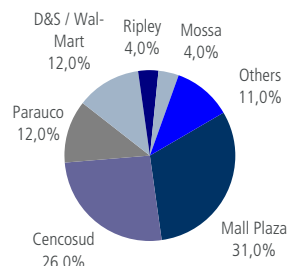
Riesgos de Inversión

El anuncio de nuevos desarrollos inmobiliarios podrían afectar positivamente nuestra valoración.

Un potencial retraso en las aperturas de malls podría afectar el flujo de caja esperado.

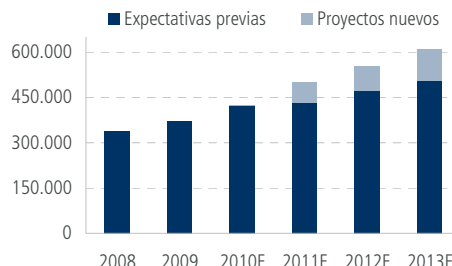
Las operaciones internacionales presentan riesgos asociados a la entrada en mercados desconocidos.

Participación de Mercado (Chile 2009)



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

ABL Consolidado



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

04 de mayo de 2009

Descripción de la Compañía

Parque Arauco (Parauco) es una compañía chilena de desarrollo inmobiliario, especializada en el desarrollo y manejo de centros comerciales en América Latina. La compañía abrió su primer mall en Chile en 1982 y hoy opera en cuatro países, con 8 centros comerciales en Chile, 2 en Perú y otros 2 en desarrollo en Colombia. Asimismo, posee un 33,3% de Inmobiliaria Viña del Mar, que cuenta con dos malls en Chile. Los ingresos de la compañía provienen principalmente del arriendo de la superficie de los malls a tiendas.

Parauco, actualmente, cuenta con cuatro centros comerciales bajo construcción en Chile, Colombia y Perú, mientras que está en proceso para comprar otro en Lima, Perú.

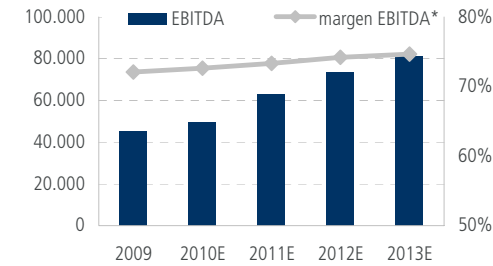
El principal accionista de Parauco es la familia Said con una participación de 33,6% y que, recientemente, formaron un pacto controlador legal con la familia Abumohor (7,3%). El free float alcanza a un 59,7%.

Principales Supuestos Operacionales

Chile	2009	2010E	2011E	2012E
EBITDA (Ch\$MM)	41.943	44.640	50.005	54.307
ABL	278.668	306.885	329.508	339.368
Perú				
EBITDA (Ch\$MM)	6.275	9.117	14.061	16.041
ABL	80.488	107.504	135.854	139.704
Colombia				
EBITDA (Ch\$MM)		326	3.522	8.349
ABL		10.000	34.000	75.000

Fuente: Rep. de Compañía, Depto. Estudios Banchile. (*) En Ch\$ millones.

EBITDA (Millones de Ch\$)



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile. (*) Desde 2009-2010 Parauco re-especifica ingresos para que excluyan gastos comunales y fondos de promociones.

Estado de Resultados (Millones de Ch\$)	2009	%	2010E	%	2011E	%	2012E	%
Ingresos de Explotación	62.918	100,0%	68.357	100,0%	85.954	100,0%	99.303	100,0%
Costos de Explotación	-19.649	-31,2%	-20.855	-30,5%	-25.306	-29,4%	-28.315	-28,5%
Margen de Explotación	43.384	69,0%	47.426	69,4%	60.648	70,6%	70.988	71,5%
Gastos Administración y Ventas	-7.095	-11,3%	-7.236	-10,6%	-9.833	-11,4%	-11.422	-11,5%
RESULTADO OPERACIONAL	36.290	57,7%	40.190	58,8%	50.814	59,1%	59.566	60,0%
Depreciación	-9.075	-14,4%	-9.478	-13,9%	-12.223	-14,2%	-14.116	-14,2%
EBITDA	45.364	72,1%	49.669	72,7%	63.038	73,3%	73.682	74,2%
Ingresos Financieros	2.679	4,3%	2.898	4,2%	2.898	3,4%	2.811	2,8%
Ut. (Pérd.) Inver. Emp. Relacionadas	6.008	9,5%	2.638	3,9%	2.784	3,2%	2.887	2,9%
Otros Ing/Eg fuera de Expl.	-1.642	-2,6%	-767	-1,1%	-767	-0,9%	-767	-0,8%
Amort. Menor Valor de Inversiones	-292	-0,5%	-273	-0,4%	-273	-0,3%	-273	-0,3%
Gastos Financieros	-10.273	-16,3%	-12.101	-17,7%	-13.604	-15,8%	-12.980	-13,1%
Correc. Monetaria y Dif. Cambio	1.025	1,6%	-477	-0,7%	703	0,8%	879	0,9%
Resultado antes del Impuesto	33.680	53,5%	32.107	47,0%	42.556	49,5%	52.124	52,5%
Impuesto a la Renta	-2.750	-4,4%	-3.502	-5,1%	-4.642	-5,4%	-5.686	-5,7%
Utilidad (Pérdida) Consolidada	30.930	49,2%	28.605	41,8%	37.913	44,1%	46.438	46,8%
Items Extraordinarios	179	0,3%	179	0,3%	179	0,2%	179	0,2%
Interés Minoritario	-1.885	-3,0%	-1.885	-2,8%	-1.885	-2,2%	-1.885	-1,9%
UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO	29.224	46,4%	26.898	39,3%	36.207	42,1%	44.731	45,0%
Balance General (Millones de Ch\$)	2009	%	2010E	%	2011E	%	2012E	%
TOTAL ACTIVOS	615.188	100,0%	717.200	100,0%	761.699	100,0%	764.451	100,0%
Caja y Equivalente	57.470	9,3%	57.470	8,0%	57.470	7,5%	57.470	7,5%
Cuentas por Cobrar	17.989	2,9%	21.054	2,9%	23.766	3,1%	25.982	3,4%
Existencias (Neto)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Otros Activos Circulantes	11.586	1,9%	11.586	1,6%	11.586	1,5%	11.586	1,5%
Total Activos Circulantes	87.045	14,1%	90.110	12,6%	92.822	12,2%	95.038	12,4%
Total Activos Fijos	425.843	69,2%	524.885	73,2%	566.765	74,4%	567.396	74,2%
Total Otros Activos	102.299	16,6%	102.206	14,3%	102.112	13,4%	102.018	13,3%
Total Activos de Largo Plazo	528.143	85,9%	627.091	87,4%	668.877	87,8%	669.413	87,6%
TOTAL PASIVOS	336.671	54,7%	419.855	58,5%	439.009	57,6%	432.815	56,6%
Total Pasivos Circulantes	26.468	4,3%	109.652	15,3%	128.805	16,9%	122.611	16,0%
Deuda Financiera CP	16.247	2,6%	99.205	13,8%	118.084	15,5%	111.714	14,6%
Cuentas por Pagar	4.038	0,7%	4.264	0,6%	4.538	0,6%	4.714	0,6%
Otros Pasivos Circulantes	6.183	1,0%	6.183	0,9%	6.183	0,8%	6.183	0,8%
Deuda Financiera LP	285.978	46,5%	285.978	39,9%	285.978	37,5%	285.978	37,4%
Cuentas por Pagar LP	24.225	3,9%	24.225	3,4%	24.225	3,2%	24.225	3,2%
TOTAL PATRIMONIO	252.421	41,0%	271.250	37,8%	296.595	38,9%	305.541	40,0%
INTERÉS MINORITARIO	26.096	4,2%	26.096	3,6%	26.096	3,4%	26.096	3,4%
Flujo de Caja (Millones de Ch\$)	2009	%	2010E	%	2011E	%	2012E	%
UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO	29.224	26.898	36.207	44.731				
Depreciación	9.075	9.478	12.223	14.116				
Cambio en Capital del Trabajo	-2.504	-2.839	-2.438	-2.040				
Otros Items no Caja	-732	750	-430	-606				
Flujo por Act. de la Operación	35.062	34.288	45.562	56.201				
Capex	-36.458	-108.520	-54.104	-14.747				
FLUJO DE CAJA	-1.396	-74.232	-8.541	41.455				

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Parauco Valorización por Suma de Partes	VE/EBITDA Implícito (x)	EBITDA '10E (US\$MM)	V. Empresa (US\$MM)
Chile	12,4	77,2	955
Peru	12,4	13,8	171
Terrenos			35
Menos: (DFN+Interés Minoritario)			-507
Total Operaciones Actuales			1.941
Nuevas Proyectos			182
Empresas Relacionadas			91
Valor Patrimonio Mercado			865
Total Acciones (millones)			608
Precio Objetivo 2010 (Ch\$)			770
Precio Actual Parauco (Ch\$)			703
Retorno esperado (Parauco)			9,6%
Retorno por Dividendos Esperado			1,7%
Retorno Total Esperado			11,3%

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

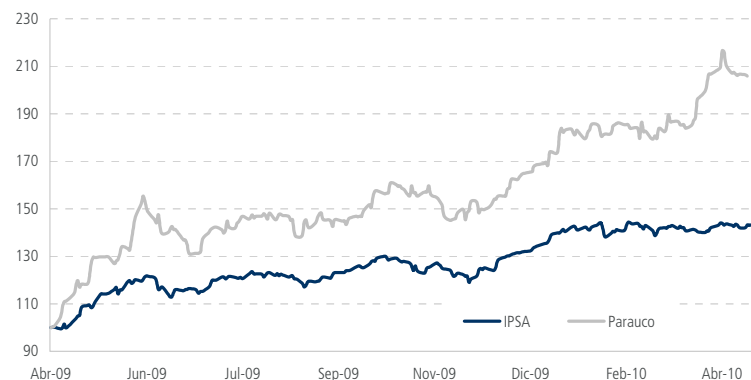
Tasa de Descuento	Chile	Peú	Colombia
Tasa Libre de Riesgo	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	0,80	0,80	0,80
Premio por Riesgo	5,50%	5,50%	5,50%
Riesgo País	1,50%	2,50%	3,30%
Costo Patrimonio	10,9%	11,9%	12,7%
Costo Deuda	6,8%	7,8%	8,6%
Tasa de Impuestos	17,0%	30,0%	33,0%
Cto. Deuda desp. Imp.	5,6%	5,4%	5,7%
Cap. de Largo Plazo	65,0%	65,0%	65,0%
WACC	9,0%	9,6%	10,3%

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Supuestos Económicos	2008	2009E	2010E	2011E
Chile				
PIB %	3,7	-1,5	4,7	5,8
Tipo cambio cierre	521,1	559,6	515,0	510,0
IPC %	7,1	-1,4	3,6	3,2
Colombia				
PIB %	7,5	2,4	0,4	2,7
Tipo cambio cierre	2244	2044	2300	2400
IPC %	5,7	7,7	2,8	3,9
Peru				
PIB %	8,9	9,8	1,1	4,5
Tipo cambio cierre	3,13	2,89	3,00	3,10
IPC %	3,9	6,7	0,5	2,1

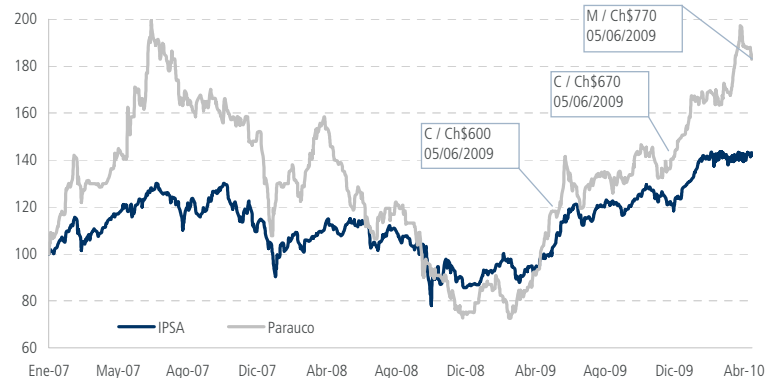
Fuente: Latin Consensus Forecast, Departamento de Estudios Banchile.

Paraucó | Evolución vs. IPSA Últimos 12 Meses



Fuente: Económica, Departamento de Estudios Banchile.

Paraucó | Recomendación Histórica



Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Recomendaciones y Precios Objetivos	% Muestra Banchile	% Compañías que fueron clientes de la Banca de Inversión del Banco de Chile en los últimos 12 meses
C: Comprar	53,1%	33,3%
M: Mantener	21,9%	14,3%
R: Reducir	6,3%	50,0%
E/R: En revisión	12,5%	100,0%
Restr.: Opinión Restringida	6,3%	50,0%

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Información Importante

Información Importante

a) El Departamento de Estudios es independiente de la División de Banca de Inversión del Banco de Chile y de Banchile Inversiones Asesorías Financieras, así como de cualquier unidad de negocios de Banchile Inversiones y del Banco de Chile. Lo anterior significa que el Departamento de Estudios no tiene vínculos de subordinación ni dependencia con las áreas antes indicadas, por lo que sus opiniones no están influenciadas por otras áreas del Banco de Chile y Banchile Inversiones.

b) A la fecha de publicación de este informe, 03 de mayo de 2009, antes de la apertura de los mercados, la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa no posee posición en acciones de Paraucó. Dicha posición puede tener, total o parcialmente, el carácter de trading y/o de inversión de mediano o largo plazo. Asimismo, la Corredora no puede comprar o vender títulos de esta empresa para la cartera propia de Banchile hasta 24 horas luego de emitido este estudio, con excepción que Banchile actúe como Market Maker a petición expresa de clientes de esta corredora.

c) Banchile Corredores de Bolsa puede realizar transacciones de compra y venta y mantener posiciones largas o cortas en los instrumentos financieros mencionados en este informe, las que pueden ser contrarias a la (s) recomendación (ones) aquí contenidas.

Por otra parte, en los últimos 12 meses, la División Banca de Inversión del Banco de Chile no ha suscrito un contrato de asesoría con La Polar.

d) Los analistas responsables de la preparación y redacción de este documento certifican que los contenidos de este estudio reflejan fielmente su visión personal acerca de la(s) empresa(s) mencionada(s). Los analistas además certifican que ninguna parte de su remuneración estuvo, está o estará directa o indirectamente relacionada con una recomendación específica o visión expresada en algún estudio ni al resultado de la gestión de la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa ni a las actividades desarrolladas por la División Banca de Inversión del Banco de Chile. Asimismo, estas dos áreas de la empresa (Cartera Propia y División de Banca de Inversión del Banco) no evalúan el desempeño del Departamento de Estudios.

e) El Analista del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías que estén bajo su cobertura de análisis. En tanto, el Gerente de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías chilenas que coticen sus títulos en bolsa.

f) El instructivo de carácter interno denominado "Normas para Transacciones de Valores y de Moneda Extranjera de los Empleados de Banchile" tiene como objeto regular todas aquellas transacciones de valores y de moneda extranjera que realice un "empleado de Banchile" de tal forma de evitar conflictos de intereses. En particular, respecto de las transacciones de acciones, y entre otras disposiciones, un "empleado de Banchile" no puede vender los "valores" en un plazo inferior a 30 días contados desde la respectiva fecha que los adquirió, en tanto toda orden para compra/venta de acciones u opciones en el mercado nacional debe ser enviada al agente atención de "empleados de Banchile" con tres días de anticipación a la fecha que el empleado desee que se realice la transacción.

g) Este informe ha sido elaborado con el propósito de entregar información que contribuya al proceso de evaluación de alternativas de inversión. Entendiendo que la visión entregada en este informe no debe ser la única base para la toma de una apropiada decisión de inversión y que cada inversionista debe hacer su propia evaluación en función de su tolerancia al riesgo, estrategia de inversión, situación impositiva, entre otras consideraciones, Banchile Corredores de Bolsa ni ninguno de sus empleados es responsable del resultado de cualquier operación financiera.

h) Este informe no es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguno de los instrumentos financieros a los que se hace referencia en él.

i) Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes que nos parecen confiables, no podemos garantizar que éstos sean exactos ni completos.

j) Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen nuestro juicio o visión a su fecha de publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso. La frecuencia de los informes, si la hubiere, queda a discreción del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa.

k) Se prohíbe la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización expresa previa por parte de Banchile Corredores de Bolsa.