INMOBILIARIA
MANQUEHUE

*Análisis Razonado*

***INMOBILIARIA MANQUEHUE S.A.***
***Y FILIALES***

*Santiago, Chile*

*31 de diciembre de 2016*

# ÍNDICE

1. RESUMEN EJECUTIVO ..... 2

2. CONSIDERACIONES GENERALES ..... 4

3. ACTIVOS Y PASIVOS ..... 5

a) Análisis de Activos ..... 5

b) Análisis de Pasivos y Patrimonio ..... 6

4. ESTADO DE RESULTADOS ..... 8

5. FLUJO DE EFECTIVO ..... 9

6. ANÁLISIS FINANCIERO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADOS ..... 10

7. ANÁLISIS POR SEGMENTO DE NEGOCIOS ..... 12

8. ANÁLISIS DE DIFERENCIAS QUE PUEDAN EXISTIR ENTRE VALOR LIBRO Y VALOR ECONÓMICO Y/O DE MERCADO DE LOS PRINCIPALES ACTIVOS. ..... 19

9. VARIACIONES EN EL MERCADO, COMPETENCIA Y PARTICIPACIÓN DE MERCADO . 19

10. ANÁLISIS DE RIESGO DE MERCADO ..... 22

# 1. RESUMEN EJECUTIVO

El presente documento contiene el Análisis Razonado de los Estados Financieros Consolidados de Inmobiliaria Manquehue S.A. y filiales al 31 de diciembre de 2016.

La compañía registró una **Ganancia total** de MM$2.195 a diciembre 2016, lo que se compara con la ganancia de MM$ 9.426 registrados al mismo período del 2015. Esto se debió principalmente a una fuerte baja de ventas en los proyectos en Piedra Roja, que se vieron especialmente afectados por la coyuntura económica y un importante incremento de la competencia en la zona.

La **Ganancia atribuible a los propietarios de la controladora** alcanza los MM$ 1.469, una variación negativa de 73% respecto al año anterior, en que la Ganancia de los propietarios de la controladora fue de MM$ 5.367

Los **Ingresos de actividades ordinarias** a diciembre 2016 tuvieron una disminución del 30% respecto de diciembre 2015, pasando desde MM$97.885 a MM$68.552, lo que se explica, por una parte, debido al impacto de las menores *Ventas de macrolotes,* las que pasaron de MM$4.987 el año anterior, a MM$476 en 2016, y por otra a que las v*entas inmobiliarias* experimentaron también una baja respecto del año anterior, pasando de MM$92.898, a MM$68.075. Como se mencionó anteriormente, esta baja se debe principalmente a una menor venta en los proyectos de Piedra Roja.

El **Gasto de Administración y Ventas** si bien en términos absolutos disminuyó en MM$1.302, debido a los esfuerzos que ha hecho la compañía por reducir y controlar los gastos, en términos porcentuales aumentó desde un 13,5% de la venta en diciembre 2015 a un 17,4% en diciembre 2016, producto exclusivamente del menor volumen de ventas tanto en el área inmobiliaria como en la venta de macrolotes.

La **Cobertura para Gastos Financieros** pasó de un 3,71 veces en diciembre 2015 a un 1,91 veces en diciembre 2016, el cual, si bien disminuye producto del menor volumen de ventas, aun es positiva y refleja que se mantiene estable la capacidad de la compañía para hacer frente a sus obligaciones financieras con el flujo derivado netamente del negocio.

Con fecha 10 de noviembre de 2016, la filial Manquehue Desarrollos Ltda. adquirió el 50% de Cumbres del Peñón SpA..

Cumbres del Peñón SpA nace de la división de El Peñón SpA, la cual es una sociedad en la que el Grupo Manquehue había ingresado como accionista el 27 de diciembre de 2013 y en la que culmina su participación en la misma en que adquiere Cumbres del Peñón SpA..

La toma de control sobre Cumbres del Peñón SpA, permite cumplir el objetivo de mantener la continuidad operacional del proyecto que se desarrolla en su filial El Peñón Manquehue SpA. Este proyecto que se encuentra ubicado en la comuna de Puente Alto, y aportará al Grupo Manquehue un flujo operacional permanente por varios ejercicios.

A partir de la fecha de adquisición de Cumbres del Peñón SpA, pasa a consolidar al igual que las otras filiales de Manquehue, afectando así las diversas cuentas de balance, como son Cuentas por cobrar, Inventarios, Cuentas por pagar y Empresas Relacionadas. Anteriormente el Grupo Manquehue reconocía al proyecto Cumbres del Peñón en sus resultados por medio del reconocimiento de la inversión contabilizada utilizando el método de la participación.

Un aspecto relevante corresponde a la participación que Manquehue tiene en Baumax SpA, sociedad que completó una inversión de MMUS$ 20 durante el año 2016 y que comienza sus operaciones a partir de los primeros meses del año 2017. Esta empresa producirá muros y losas prefabricados de hormigón armado con tecnología robotizada y de punta a nivel mundial y que corresponde a la primera planta en américa latina para el desarrollo de casas. Manquehue ha suscrito un acuerdo comercial con Baumax para ser un cliente preferente y de largo plazo. Todos los proyectos de casas que se iniciarán el año 2017, se harán con esta tecnología. Los principales beneficios serán una alta calidad de producto con acabados de excelente nivel y con geometría al milímetro de tolerancia. Los costos también pasan a ser un factor muy predecible, al igual que los plazos de obras. Estimamos que nuestras obras se reducirán entre 3 a 4 meses cada una.

Para abordar el desafío de incorporar esta tecnología a las obras de Manquehue, hemos procedido a realizar una profunda reorganización a la planificación y diseño de nuestros proyectos y a nuestra área de construcción, lo que materializó en los últimos 2 años.

## 2. CONSIDERACIONES GENERALES

**Contabilización de Ingresos y Costos**

En su negocio de desarrollo inmobiliario, Inmobiliaria Manquehue y sus filiales reconocen en resultados los ingresos y costos por las ventas de viviendas cuando se suscriben las escrituras de compraventa definitivas. Los pagos anticipados por parte de nuestros clientes, se reconocen como *anticipos de clientes,* dentro de Cuentas Comerciales y Otras Cuentas por Pagar corrientes, hasta la firma de las escrituras. Por lo tanto, cada vez que la contabilidad hace mención a los ingresos de la Compañía, se refiere a viviendas escrituradas, y no a promesas de compraventa u otros tipos de cierres de negocio.

Como parte del desarrollo inmobiliario, el área de construcción representado por Constructora Manquehue reconoce ingresos y costos utilizando el método contable de porcentaje de avance de obra, el cual se determina en base a los costos incurridos de cada contrato. Sin embargo, dado que la mayor parte de la gestión constructiva se fundamenta en contratos entre partes relacionadas, se usa además el criterio de reconocer utilidades sólo cuando el bien final (vivienda) ha sido transferido a terceros (cliente final).

El criterio contable utilizado por Inmobiliaria Manquehue y filiales es conservador puesto que sólo se reconocen en resultados las viviendas que han terminado su proceso comercial. A su vez, este criterio contable produce que el reconocimiento de ingresos y costos de la empresa sea discreto, y no continuo en el tiempo, puesto que requiere que se hayan terminado las obras, obtenido los certificados de recepción municipal respectivos y escrituradas las viviendas para incorporarlas al resultado. Históricamente, la empresa ha tendido a concentrar una parte importante de los términos de las obras y por ende la facturación de las viviendas, en el último trimestre del año calendario.

Por otro lado, el negocio de venta de macrolotes para el desarrollo de proyectos habitacionales y de equipamiento complementario se realiza a través de Piedra Roja Desarrollos Inmobiliarios S.A. En este esquema operativo, Manquehue, para el desarrollo de proyectos inmobiliarios como Aguapiedra y Los Robles, ha debido comprar a Piedra Roja los terrenos requeridos para su desarrollo a valores de mercado, transformándose con ello en uno de los posibles operadores inmobiliarios adquirentes de terrenos.

# 3. ACTIVOS Y PASIVOS

| Resumen Balance Consolidado Inmobiliaria Manquehue S.A. (M$) | | | |
|---|---|---|---|
| | **dic.-16** | **dic.-15** | **Δ Variación** |
| Activos Corrientes | 152.587.263 | 142.633.454 | 6,98% |
| Activos No Corrientes | 185.742.097 | 177.338.691 | 4,74% |
| **Total Activos** | **338.329.360** | **319.972.145** | **5,74%** |
| Pasivos Corrientes | 114.660.091 | 94.493.159 | 21,34% |
| Pasivos No Corrientes | 74.368.026 | 67.445.769 | 10,26% |
| Participaciones no controladoras | 37.206.345 | 45.988.852 | -19,10% |
| Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora | 112.094.898 | 112.044.365 | 0,05% |
| **Total de patrimonio y pasivos** | **338.329.360** | **319.972.145** | **5,74%** |

## a) Análisis de Activos

El Activo Corriente de la sociedad, al 31 de diciembre de 2016, presenta una variación neta positiva de 6,98% (MM$9.953), respecto de diciembre de 2015 explicada principalmente por las siguientes cuentas:

**Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes:** (Nota 8) disminuyó en MM$11.004.- principalmente por C*lientes de Desarrollos Inmobiliarios* que experimentó una baja de MM$10.388, debido a la recuperación de créditos hipotecarios del gran volumen de ventas que se realizó en diciembre 2015.

**Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, corrientes:** (Nota 9) Tuvo una disminución de MM$6.224, producto de la consolidación del proyecto Cumbres del Peñon

**Activos por impuestos, corrientes:** (Nota 11) Disminuyeron un total neto de MM$ 2.723, explicado por una disminución de MM$3.246 correspondiente a PPUA, de ellos se registró una devolución por parte del SII de MM$1.614, y un cargo a resultado del año de MM$1.543. Por otra parte, se registró un aumento de los pagos provisionales mensuales (PPM) de MM$539.

**Inventarios:** (Nota 10) Contrarrestando las disminuciones anteriores, los inventarios han subido durante el año 2016 un total de MM$26.572, principalmente por el avance de obras en ejecución y de unidades terminadas las cuales representan el 83% de dicho aumento (MM$22.075).

Complementando la información, de los MM$26.572, MM$7.685 corresponden al proyecto Cumbres del Peñón, del cual Manquehue adquirió el 100% de su propiedad el 10 de noviembre del 2016, por lo que sus partidas de Balance y Estado de resultado consolidan a contar de esa fecha. Además de dicho aumento por consolidación, los proyectos en desarrollo y que comenzaron la entrega de viviendas durante el mes de diciembre, como son Los Montes, Aguapiedra, Los Robles y Campo Machalí presentaron también un aumento neto en esta cuenta por MM$17.669.

El Activo No Corriente tuvo una variación positiva de 4,7% (MM$8.403), producto principalmente de:

**Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, no corrientes:** (Nota 9) Presenta una disminución de MM$6.873, producto de la cancelación por parte de los accionistas de Piedra Roja.

**Inventarios:** (Nota 10) Esta cuenta presenta un aumento neto de MM$8.610, producto principalmente de la consolidación del proyecto Cumbres del Peñon y de los terrenos adquiridos para el desarrollo del proyecto Los Montes.

**Activos por Impuestos Diferidos:** (Nota 17) Aumentó un 21% en M$4.446 durante el periodo, por el reconocimiento del impuesto diferido generado por el aumento de las existencias y las pérdidas tributarias, principalmente en los proyectos que empezaron durante el segundo semestre del año 2015 y cuyo avance fue mayor al monto de las unidades escrituradas durante diciembre, como Los Robles, Aguapiedra y Los Montes.

## b) Análisis de Pasivos y Patrimonio

La variación de los Pasivos y Patrimonio de la sociedad, tienen su explicación en los siguientes movimientos:

El Pasivo Corriente presenta un aumento de 21,3% equivalente a MM$20.167 originado por la variación de las siguientes partidas:

- Aumento de un 22,7% (MM$13.691.-) en **Otros pasivos financieros, corrientes** (Nota 18), el que está fuertemente influido por el aumento de *Préstamos Bancarios* que pasan de MM$57.496.- en diciembre 2015 a MM$69.260.- en diciembre 2016. De este aumento MM$7.827.- se debe a la consolidación de Cumbres del Peñón. Además, por el ciclo propio de los proyectos, se ve un mayor endeudamiento en los proyectos activos y en desarrollo como son Aguapiedra, Los Robles, Los Montes, Campo Machalí y

Liray por un total de MM$30.912, mientras que los proyectos que están terminando, como Cumbres del Cóndor, Los Maderos, Montepiedra y Los Bosques presentan una menor deuda por MM$26.145.

- Disminución en MM$1.890 en los **Pasivos por impuesto, corrientes** (Nota 11), lo que representa una variación de un 48% en el periodo, y que se explica básicamente por una disminución en la *Provisión por Impuesto a la Renta* de MM$1.855.

- Aumento de MM$6.522.- en **Otros pasivos no financieros, corrientes** (Nota 22) que se explica principalmente por el anticipo del contrato por la urbanización de la obra Alto los Nogales.

El Pasivo no Corriente presenta un aumento de MM$6.922 respecto al cierre del año anterior, lo que representa una variación de 10,3%, que se explica por:

- **Otros Pasivos financieros, no corrientes** (Nota 18) que pasó de MM$25.556, en diciembre 2015, a M$35.326, en diciembre 2016, por el otorgamiento de un mutuo en Piedra Roja por un total de UF 300.000 de los cuales UF 90.000 se utilizaron para refinanciar pasivo y el resto se destinó a capital de trabajo e inversiones futuras.
- Por otra parte, las **Otras cuentas por pagar, no corrientes** disminuyeron un 6,3% en MM$988, por el pago a terceros por terrenos adquiridos para el desarrollo de proyectos y de proveedores de artículos y materiales para la construcción.
- Contrarrestado en parte por la disminución de un 60% de la partida **Cuentas por pagar a entidades relacionadas no corrientes** (Nota 9), que presentó una variación negativa de MM$452, debido al pago de los préstamos otorgados a los accionistas.

El Patrimonio Total, tuvo una variación negativa de 5,5% (MM$8.732), que se explica de la siguiente forma:

El Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora, disminuyó en MM$51, debido a la utilidad del periodo que asciende a MM$1.469, y al reparto de dividendos, el cual ascendió a MM978 para el año 2016.

Participaciones no controladoras: La variación de esta cuenta que alcanzó una disminución de MM$8.783, entre diciembre 2015 y diciembre 2016, se explica principalmente por el reparto de dividendos en la filial Piedra Roja Desarrollos Inmobiliarios S.A, que alcanzó los MM$8.389. Además, considera las

disminuciones de capital en los proyectos que se encuentran escriturando las últimas unidades como son Los Maderos y Montepiedra.

## 4. ESTADO DE RESULTADOS

| Resumen Estado de Resultados Consolidado (M$) | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | dic-16 | % sobre ventas | dic-15 | % sobre ventas | Variación dic-16/dic-15 |
| Ingresos de actividades ordinarias | 68.551.524 | 100% | 97.884.661 | 100% | -30% |
| (Costo de Ventas) | -52.196.418 | -76,1% | -71.551.378 | -73,1% | -27% |
| Ganancia Bruta | 16.355.106 | 23,9% | 26.333.283 | 26,9% | -38% |
| Gasto de administración | -11.914.676 | -17,4% | -13.216.634 | -13,5% | -10% |
| **Resultado Operacional** | **4.440.430** | **6,5%** | **13.116.649** | **13,4%** | **-66%** |
| **Resultado No Operacional** | **-896.699** | **-1,3%** | **-1.070.151** | **-1,1%** | **-16%** |
| **Ganancia (pérdida)** | **2.194.863** | **3,2%** | **9.426.026** | **9,6%** | **-77%** |
| Ganancia propietarios controladora | 1.468.654 | 2,1% | 5.366.852 | 5,5% | -73% |
| Ganancia participaciones no controladoras | 726.209 | 1,1% | 4.059.174 | 4,15% | -82% |
| **EBITDA** | **7.505.960** | 10,9% | **17.060.445** | 17,43% | **-56%** |

Los **Ingresos de actividades ordinarias** a diciembre 2016 tuvieron una disminución del 30% respecto de diciembre 2015, pasando desde MM$97.885 a MM$68.552, lo que se explica, por una parte, debido al impacto de las menores *Ventas de macrolotes,* las que pasaron de MM$4.987 el año anterior, a MM$476 en 2016. Además, las v*entas inmobiliarias* experimentaron también una baja respecto del año anterior, pasando de MM$92.898, a MM$68.075. Esto se debió principalmente a una fuerte baja de ventas en los proyectos en Piedra Roja, que se vieron especialmente afectados por la coyuntura económica y un importante incremento de la competencia en la zona.

En tanto el Costo de Venta (Nota 25) pasó de MM$ MM$71.551 en diciembre 2015 a MM$52.196 en diciembre 2016, lo que arroja como resultado un 24% de **Ganancia Bruta** sobre Ingresos a diciembre 2016, inferior al 27% sobre ventas del mismo periodo en 2015. Este menor margen, tanto en términos porcentuales como absolutos (MM$9.978, 38% menor al período anterior) se debe principalmente al margen que presenta la venta de macrolotes y cuyo aporte al resultado 2015 fue significativamente mayor.

El **Gasto de Administración y Ventas** si bien en términos absolutos disminuyó en MM$1.302, debido a los esfuerzos que ha hecho la compañía por reducir y controlar los gastos, en términos porcentuales aumentó desde un 13,5% de la venta en diciembre 2015 a un 17,4% en diciembre 2016, producto exclusivamente del menor volumen de ventas tanto en el área inmobiliaria como en la venta de macrolotes.

El resultado No Operacional por su parte, arrojó una pérdida de MM$897, que se compara positivamente con la pérdida de MM$1.070 a diciembre 2015. La variación se explica por una parte por las mayores obligaciones financieras de las filiales que impactan tanto en los gastos financieros como en los resultados por unidades de reajuste, sin embargo y contrarrestando este efecto negativo, la cuenta de otras ganancias presentó un aumento de MM$670 respecto del año anterior, producto del reconocimiento de una plusvalía en la operación de compra del Proyecto El Peñon (nota 29).

## 5. FLUJO DE EFECTIVO

| Estados Consolidados de Flujos de Efectivo Directo | | | |
|---|---|---|---|
| **Estado de Flujo Efectivo Neto** | **2016 M$** | **2015 M$** | **Δ Variación** |
| Flujo de Operación | -3.560.980 | 5.662.834 | -162,88% |
| Flujo de Inversión | -1.202.105 | -3.607.329 | -66,68% |
| Flujo de Financiación | 8.083.076 | -1.128.506 | -816,26% |
| **Incrementos en el efectivo y equivalentes al efectivo** | **3.319.991** | **926.999** | **258,14%** |

El flujo de efectivo derivado de la operación fue negativo en MM$3.561 como consecuencia exclusivamente de los menores niveles de venta que se registraron durante el año 2016.

Por otra parte, el flujo procedente de las actividades de inversión dio un resultado neto negativo de MM$1.202, influido principalmente por las inversiones en el proyecto El Peñon.

Finalmente, el flujo por financiamiento fue de MM$8.083 por el financiamiento que hace la compañía a través de créditos bancarios de las líneas de construcción, las que durante el año 2016 se amortizaron en menor cuantía respecto al año anterior debido a la menor actividad de venta. Se adiciona el otorgamiento de un mutuo en Piedra Roja por un total de UF 300.000 de los cuales UF 90.000 se utilizaron para refinanciar pasivo y el resto se destinó a capital de trabajo e inversiones futuras.

# 6. ANÁLISIS FINANCIERO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADOS

A continuación, se presentan los principales indicadores financieros, sobre la base de los Estados Financieros Consolidados de la sociedad para los ejercicios terminados el 31 de diciembre de 2016 y el 31 de diciembre de 2015:

**Inmobiliaria Manquehue S.A.**
**Análisis Razonado**

| | 31-12-2016 | | 31-12-2015 | |
|---|---|---|---|---|
| **Liquidez Corriente** | **1,33** | | **1,51** | |
| Activo Corriente | | 152.587.264 | | 142.633.454 |
| Pasivo Corriente | | 114.660.091 | | 94.493.159 |
| **Razón Acida** | **0,42** | | **0,68** | |
| Activo Corriente - Inventario | | 47.935.634 | | 64.553.477 |
| Pasivo Corriente | | 114.660.091 | | 94.493.159 |
| **Indicadores de Endeudamiento** | | | | |
| **Razón de Endeudamiento (Leverage)** | **1,68** | | **1,44** | |
| Pasivo Exigible | | 188.730.597 | | 161.189.811 |
| Patrimonio Prop. Controladora | | 112.094.898 | | 112.044.365 |
| **% Deuda Corto Plazo** | **61%** | | **58%** | |
| Deuda Corto Plazo | | 114.660.091 | | 94.493.159 |
| Deuda Total | | 189.028.117 | | 161.938.928 |
| **% Deuda Largo Plazo** | **39%** | | **42%** | |
| **Cobertura para Gastos Financieros** | **1,91** | | **3,71** | |
| EBITDA (*) | | 7.505.960 | | 17.060.445 |
| Costos Financieros (**) | | 3.935.764 | | 4.604.238 |
| **Indicadores de Actividad** | | | | |
| **Rotación de Inventarios (veces)** | **0,50** | | **0,92** | |
| Costo Venta | | 52.196.418 | | 71.551.378 |
| Inventario Corriente | | 104.651.631 | | 78.079.977 |
| **Promedio Cuentas por Cobrar (días)** | **148,76** | | **144,65** | |
| Cuentas por Cobrar | | 28.326.387 | | 39.330.576 |
| Ingresos Diarios | | 190.421 | | 271.902 |
| **Rotación de Activos (veces)** | **0,20** | | **0,31** | |
| Ingresos | | 68.551.524 | | 97.884.661 |
| Activos Totales | | 338.329.360 | | 319.972.145 |
| **Indicadores de Rentabilidad** | | | | |
| **Margen Bruto de Rentabilidad** | **23,9%** | | **26,9%** | |
| Margen de Explotación | | 16.355.106 | | 26.333.283 |
| Ingresos | | 68.551.524 | | 97.884.661 |
| **Margen Neto de Rentabilidad** | **3,2%** | | **9,6%** | |
| Ganancia (Pérdida) | | 2.194.863 | | 9.426.026 |
| Ingresos | | 68.551.524 | | 97.884.661 |
| **Rentabilidad del Activo (ROA)** | **0,7%** | | **3,0%** | |
| Ganancia (Pérdida) | | 2.194.863 | | 9.426.026 |
| Activos Totales (***) | | 328.863.956 | | 316.356.411 |
| **Rentabilidad del Patrimonio (ROE)** | **1,3%** | | **4,9%** | |
| Ganancia (Pérdida) Prop. Controladora | | 1.468.654 | | 5.366.852 |
| Patrimonio (****) | | 112.069.632 | | 110.163.730 |
| **Utilidad por Acción** | **2,92** | | **10,67** | |
| Ganancia (Pérdida) Prop. Controladora | | 1.468.654 | | 5.366.852 |
| Total Acciones | | 502.822.588 | | 502.822.588 |

(*)EBITDA depurado de los gastos financieros incluidos en el costo de venta
(**) Incluye los gastos financieros en costo de venta
(***)Promedio de Activos año/año anterior
(****)Promedio de Patrimonio año/año anterior

El índice de Liquidez Corriente pasó de 1,51 en diciembre 2015 a 1,33 en diciembre 2016. Esta variación en el indicador se explica por:

Un aumento mayor en términos porcentuales del pasivo corriente que llegó hasta los MM$114.660 (21%), principalmente por la mayor deuda relacionada con la consolidación de Cumbres del Peñón y por el anticipo del contrato de Alto los Nogales, frente al aumento de MM$9.954 en los activos corrientes (7%)

La Razón Ácida presentó una disminución desde 0,68 en diciembre 2015 a 0,42 a diciembre de 2016, producto de la variación del Activo y Pasivo Corriente ya mencionadas.

La Razón de Endeudamiento (Leverage) tuvo un aumento a 1,68 en diciembre de 2016, desde un 1,44 al 31 de diciembre de 2015, dado que los pasivos exigibles aumentaron, dada las deudas adquiridas para el desarrollo de proyectos, mencionadas anteriormente, y por la consolidación de Cumbres del Peñon.

La Proporción de Deuda de Corto Plazo en relación a la Deuda Total pasó de 58,4% en diciembre 2015 a 60,6% en diciembre 2016.

La Cobertura para Gastos Financieros pasó de un 3,71 veces en diciembre 2015 a un 1,91 veces en diciembre 2016, el cual, si bien disminuye producto del menor volumen de ventas, aun es positiva y refleja que se mantiene estable la capacidad de la compañía para hacer frente a sus obligaciones financieras con el flujo derivado netamente del negocio.

El Margen Bruto de Rentabilidad fue de un 26.9% para el período comprendido entre enero y diciembre de 2015 mientras que para igual ciclo del año 2016 es de un 23,9%, afectado principalmente por el efecto en términos porcentuales y absolutos que tienen la venta de macrolotes.

La Rentabilidad del Activo (ROA) pasó de un 3% en diciembre del 2015 a un 0,7% para diciembre 2016, lo que se explica básicamente por la baja en la actividad que mostró el año 2016.

El detalle del cálculo de la razón de endeudamiento (leverage) y de la Rentabilidad del Patrimonio (ROE) se muestran a continuación.

| | 2016 | 2015 |
|---|---|---|
| Total pasivos | 189.028.117 | 161.938.928 |
| Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, no corrientes | -295.080 | -746.743 |
| Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, corrientes | -2.439 | -2.375 |
| **Pasivo Exigible (1)** | **188.730.597** | **161.189.811** |
| Patrimonio Prop. Controladora (2) | 112.094.898 | 112.044.365 |
| Razón de Endeudamiento (Leverage) (1)/(2) | 1,68 | 1,44 |

| | 2016 | 2015 |
|---|---|---|
| Ganancia (Pérdida) Prop. Controladora (1) | 1.468.653 | 5.366.851 |
| Patrimonio 2016 | 112.094.898 | |
| Patrimonio 2015 | 112.044.365 | 112.044.365 |
| Patrimonio 2014 | | 108.283.094 |
| **Promedio Patrimonio (2)** | **112.069.632** | **110.163.730** |
| Rentabilidad del Patrimonio (ROE) | 1,3% | 4,9% |

# 7. ANÁLISIS POR SEGMENTO DE NEGOCIOS

Para efectos de análisis, los negocios de Inmobiliaria Manquehue se agrupan en dos segmentos:

- **Desarrollo Inmobiliario:** Esta área de negocios se centra en el mercado inmobiliario de primera vivienda de casas y departamentos en la Región Metropolitana, y en el mercado de primera vivienda de casas en regiones, particularmente en la zona de Machalí en la VI región. La cartera de proyectos vigente de Manquehue incluye 15 proyectos residenciales que se encuentran en distintas etapas de desarrollo y ejecución
- **Macrolotes:** Desarrolla un proyecto de venta de macrolotes para fines residenciales fundamentalmente, sobre una superficie total de 1.060 hás en un período de desarrollo que abarca los años 2001 y 2021 para casas, con un horizonte mayor en departamentos

**7.1** Estado de Resultado: En el cuadro siguiente se presenta los resultados de cada segmento para el periodo terminado al 31 de diciembre de 2016 y 2015.

| 2016 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **Detalle** | **Desarrollo Inmobiliario M$** | **Macrolotes M$** | **Eliminaciones M$** | **Consolidado M$** |
| **Resultado bruto** | **16.116.512** | **238.594** | **0** | **16.355.106** |
| Ingresos de actividades | 68.075.059 | 476.465 | - | 68.551.524 |
| Costo de ventas | -51.958.547 | -237.871 | - | -52.196.418 |
| **Resultado operacional** | **6.359.094** | **-1.918.664** | **-** | **4.440.430** |
| Gasto de administración | -9.757.418 | -2.157.258 | - | -11.914.676 |
| **Ganancia (pérdida)** | **2.701.270** | **-1.550.529** | **1.044.122** | **2.194.863** |
| Otros resultados | -3.657.824 | 368.135 | 1.044.122 | -2.245.567 |

| 2015 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Detalle | Desarrollo Inmobiliario M$ | Macrolotes M$ | Eliminaciones M$ | Consolidado M$ |
| **Resultado bruto** | **23.446.112** | **2.887.171** | **-** | **26.333.283** |
| Ingresos de actividades | 92.897.599 | 4.987.062 | - | 97.884.661 |
| Costo de ventas | -69.451.487 | -2.099.891 | - | -71.551.378 |
| **Resultado operacional** | **13.143.471** | **-26.822** | **-** | **13.116.649** |
| Gasto de administración | -10.302.641 | -2.913.993 | - | -13.216.634 |
| **Ganancia (pérdida)** | **9.663.426** | **365.252** | **-602.652** | **9.426.026** |
| Otros resultados | -3.480.045 | 392.074 | -602.652 | -3.690.623 |

### 7.1.1 Escrituración

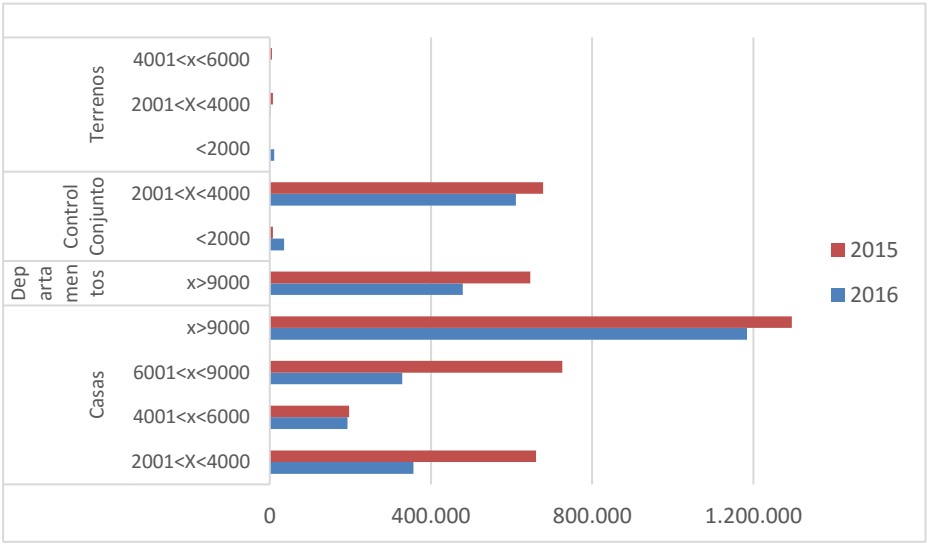
La escrituración por tipo de vivienda y rango de precio se distribuyó como sigue:

| | | 2016 | | 2015 | |
|---|---|---|---|---|---|
| **Tipo** | **Rango de Precios** | **Unidad real** | **Venta UF** | **Unidad real** | **Venta UF** |
| **Casas** | Menor a UF 2.000 | - | - | - | - |
| | UF 2.001 a UF 4.000 | 116 | 356.274 | 224 | 660.961 |
| | UF 4.001 a UF 6.000 | 42 | 193.072 | 41 | 197.165 |
| | UF 6.001 a UF 9.000 | 41 | 328.909 | 86 | 725.999 |
| | Mayor a UF 9.000 | 97 | 1.184.398 | 111 | 1.295.522 |
| **Total Casas** | | **296** | **2.062.654** | **462** | **2.879.647** |
| **Departamentos** | Menor a UF 2.000 | - | - | - | - |
| | UF 2.001 a UF 4.000 | - | - | - | - |
| | UF 4.001 a UF 6.000 | - | - | - | - |
| | UF 6.001 a UF 9.000 | - | - | - | - |
| | Mayor a UF 9.000 | 19 | 478.934 | 24 | 646.004 |
| **Total Departamentos** | | **19** | **478.934** | **24** | **646.004** |
| **Control conjunto (casas)*** | Menor a UF 2.000 | 19 | 35.245 | 4 | 7.859 |
| | UF 2.001 a UF 4.000 | 211 | 610.934 | 248 | 678.020 |
| | UF 4.001 a UF 6.000 | - | - | - | - |
| | UF 6.001 a UF 9.000 | - | - | - | - |
| | Mayor a UF 9.000 | - | - | - | - |
| **Total Control conjunto (casas)** | | **230** | **646.179** | **252** | **685.879** |
| **Otros** | Menor a UF 2.000 | 6 | 10.807 | - | - |
| | UF 2.001 a UF 4.000 | 1 | 2.164 | 3 | 7.518 |
| | UF 4.001 a UF 6.000 | - | - | 1 | 5.200 |
| | UF 6.001 a UF 9.000 | - | - | - | - |
| | Mayor a UF 9.000 | - | - | - | - |
| **Total Otros** | | **7** | **12.971** | **4** | **12.718** |
| **Total** | | **552** | **3.200.738** | **742** | **4.224.248** |

* Venta no consolida. Se muestra la venta administrada (100%)

Del cuadro de ventas, se aprecia que la sociedad en control conjunto no tuvo mayores variaciones respecto del año anterior, debido principalmente a un retraso en la recepción municipal del 2015 que traslado unidades al primer semestre del 2016. Tampoco se aprecian cambios significativos en las unidades sobre UF9.000, como si se aprecia en los segmentos de casas entre UF6.000 y UF9.000, que fue un 46% de lo vendido el año anterior. Esto se explica como ya mencionamos por la menor actividad económica y los cambios en las condiciones crediticias.

Gráfico de venta por tipo y rango de precios



### 7.1.2 Desistidos

A continuación, se presentan las unidades y montos desistidos a diciembre de cada año.

| | 2016 | | | |
|---|---|---|---|---|
| Tipo | Unidades Brutas Promesadas | Monto Bruto Promesado | Uds Promesas Desistidas | Monto Promesas Desistidas |
| Casas | 341 | 1.934.770 | 116 | 660.561 |
| Dptos | 12 | 324.581 | 4 | 96.503 |
| **Total** | **353** | **2.259.351** | **120** | **757.064** |
| **Tasa desistimiento** | | | | **34%** |

| | 2015 | | | |
|---|---|---|---|---|
| Tipo | Unidades Brutas Promesadas | Monto Bruto Promesado | Uds Promesas Desistidas | Monto Promesas Desistidas |
| Casas | 720 | 3.799.577 | 175 | 859.812 |
| Dptos | 27 | 661.432 | 4 | 91.141 |
| **Total** | **747** | **4.461.009** | **179** | **950.953** |
| **Tasa desistimiento** | | | | **21%** |

El monto promesado disminuyó en un 49,4%, y el monto desistido disminuyó en un 20,4%, lo que se traduce en un aumento del indicador de promesas desistidas desde un 21% a un 34% entre diciembre 2015 y diciembre 2016 respectivamente.

### 7.1.3 Stock

Respecto del stock, se puede apreciar una baja en las unidades disponibles al 31 de diciembre 2016, respecto del mismo período de 2015, debido a que, previendo la baja en la actividad de la industria, la compañía decidió ajustar su oferta a la baja y evitar un sobre stock, resguardando así los márgenes y el capital de trabajo.

| | 2016 | | 2015 | |
|---|---|---|---|---|
| Tipo | Stock Uds | Stock UF | Stock Uds | Stock UF |
| Casas | 365 | 2.326.914 | 476 | 3.072.981 |
| Dptos | 21 | 526.940 | 29 | 711.108 |
| **Total** | **386** | **2.853.854** | **505** | **3.784.089** |

Del mismo modo y tomando como base las promesas realizadas durante el año, se observa que los meses para agotar stock han aumentado desde 13 meses en diciembre 2015 a 14 meses a diciembre 2016, debido a la baja actividad económica.

### 7.1.4 Backlog

Por otra parte, el backlog de promesas a diciembre de cada año, se muestra de la siguiente forma:

| | 2016 | | 2015 | |
|---|---|---|---|---|
| | Unidades | UF | Unidades | UF |
| Casas | 252 | 1.418.602 | 333 | 2.012.248 |
| Dptos | 3 | 67.861 | 11 | 256.911 |
| **Backlog** | **255** | **1.486.463** | **344** | **2.269.159** |

## 7.2 Resumen de Balance por segmento de negocio

| 2016 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **Detalle** | **Desarrollo Inmobiliario M$** | **Macrolotes M$** | **Eliminaciones M$** | **Consolidado M$** |
| **Activos, total** | **281.590.382** | **168.366.755** | **-111.627.777** | **338.329.360** |
| Activos corrientes | 149.311.599 | 9.749.907 | -6.474.242 | 152.587.264 |
| Activos no corrientes | 132.278.783 | 158.616.848 | -105.153.535 | 185.742.096 |
| **Pasivo y patrimonio, total** | **281.590.382** | **168.366.755** | **-111.627.777** | **338.329.360** |
| Pasivos corrientes | 112.453.650 | 8.680.684 | -6.474.243 | 114.660.091 |
| Pasivos no corrientes | 30.148.581 | 85.183.496 | -40.964.051 | 74.368.026 |
| Patrimonio | 138.988.151 | 74.502.575 | -64.189.483 | 149.301.243 |

| 2015 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **Detalle** | **Desarrollo Inmobiliario M$** | **Macrolotes M$** | **Eliminaciones M$** | **Consolidado M$** |
| **Activos, total** | **261.340.288** | **177.472.197** | **-118.840.340** | **319.972.145** |
| Activos corrientes | 131.364.067 | 21.720.509 | -10.451.122 | 142.633.454 |
| Activos no corrientes | 129.976.221 | 155.751.688 | -108.389.218 | 177.338.691 |
| **Pasivo y patrimonio, total** | **261.340.288** | **177.472.197** | **-118.840.340** | **319.972.145** |
| Pasivos corrientes | 93.731.750 | 13.181.570 | -12.420.161 | 94.493.159 |
| Pasivos no corrientes | 45.858.068 | 48.330.476 | -26.742.775 | 67.445.769 |
| Patrimonio | 121.750.470 | 115.960.151 | -79.677.404 | 158.033.217 |

**7.3 Flujo Efectivo:** El siguiente cuadro corresponde al periodo enero-diciembre 2016 y 2015. En resumen, la generación de flujo por segmento del periodo de análisis es el siguiente:

| 2016 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **Detalle** | **Desarrollo Inmobiliario M$** | **Macrolotes M$** | **Eliminaciones M$** | **Consolidado M$** |
| Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación | 2.208.446 | -5.769.426 | - | -3.560.980 |
| Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión | 14.489.079 | 11.000 | -15.702.184 | -1.202.105 |
| Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación | -14.025.276 | 6.406.168 | 15.702.184 | 8.083.076 |
| **Incremento neto (disminución) en el efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio** | **2.672.249** | **647.742** | **-** | **3.319.991** |
| Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo | 2.672.249 | 647.742 | - | 3.319.991 |
| Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del periodo | 8.964.370 | 2.725.635 | - | 11.690.005 |
| **Efectivo y equivalentes al efectivo al final del periodo** | **11.636.619** | **3.373.377** | **-** | **15.009.996** |

| 2015 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **Detalle** | **Desarrollo Inmobiliario M$** | **Macrolotes M$** | **Eliminaciones M$** | **Consolidado M$** |
| Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación | 400.275 | -677.700 | 5.940.259 | 5.662.834 |
| Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión | 1.495.022 | -324.931 | -4.777.420 | -3.607.329 |
| Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación | -2.564.129 | 2.598.461 | -1.162.839 | -1.128.507 |
| **Incremento neto (disminución) en el efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio** | **-668.832** | **1.595.830** | **-** | **926.998** |
| Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo | -668.832 | 1.595.830 | - | 926.998 |
| Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del periodo | 9.633.202 | 1.129.805 | - | 10.763.007 |
| **Efectivo y equivalentes al efectivo al final del periodo** | **8.964.370** | **2.725.635** | **-** | **11.690.005** |

## 8. ANÁLISIS DE DIFERENCIAS QUE PUEDAN EXISTIR ENTRE VALOR LIBRO Y VALOR ECONÓMICO Y/O DE MERCADO DE LOS PRINCIPALES ACTIVOS.

La empresa considera que, a nivel agregado, no existen diferencias relevantes entre los valores libro y los valores económicos de sus principales activos.

## 9. VARIACIONES EN EL MERCADO, COMPETENCIA Y PARTICIPACIÓN DE MERCADO

El foco del negocio de Manquehue ha estado centrado en macroproyectos de casas en la Región Metropolitana, con proyectos en las comunas de Puente Alto y Colina. Adicionalmente, se desarrollan dos proyectos de casas en la zona de Machalí (Rancagua) y dos proyectos de departamentos en Santiago.

Así mismo, a través de su filial Piedra Roja Desarrollos Inmobiliarios S.A., propietaria de un extenso terreno urbano en la zona norte de Santiago, gestiona la venta de macrolotes para usos mixtos habitacionales y de equipamiento. Dicho mercado responde más bien a variables de largo plazo y viéndose menos afectado por los ciclos económicos.

Debido al gran nivel de fragmentación en la industria inmobiliaria local, existe un importante volumen de empresas que participan con un número reducido de proyectos, y que compiten con desarrollos de la compañía. La variable ubicación, es un recurso escaso.

La baja en las promesas registradas durante el 2016, se debe al adelantamiento en la firma de promesas firmadas durante el último trimestre del 2015 producto de la entrada en vigencia de la ley del IVA.

En relación al desempeño del mercado inmobiliario en la Región Metropolitana durante el periodo Enero a septiembre año 2016, y de acuerdo a cifras presentadas por GFK Adimark, se aprecia una caída de negocios en UF de 33% durante el año 2016 respecto al año anterior, totalizando MUF 145.096.

En la Región Metropolitana, si bien existe una preferencia por vivir en casas, los costos y tiempos de traslado hacen que la demanda efectiva sea mayor por la compra de departamentos. Del total de cierres de negocios realizados durante el año 2016, 28.067 (82,3%) corresponden a departamentos y 6.056 (17,7%) corresponden a casas.

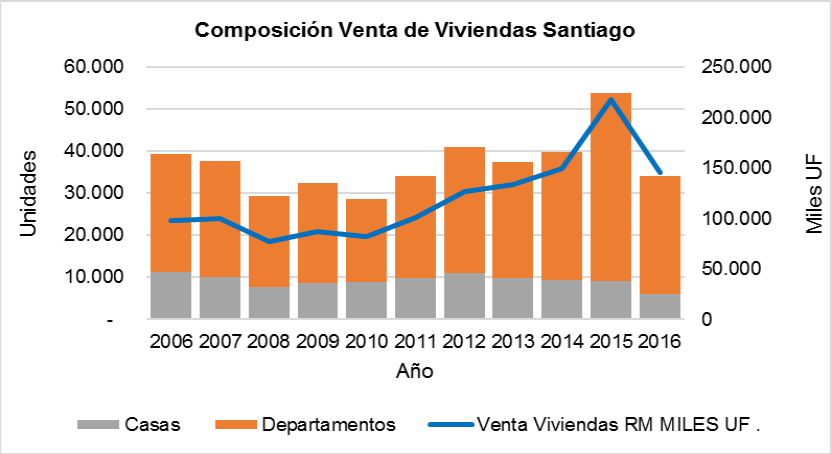



Gráfico Nº 8: Composición venta de viviendas RM Fuente: GFK Adimark

Si bien durante el 2016 el 17,7% de los cierres de negocio corresponden a casas, este porcentaje varía dependiendo del valor de la vivienda.

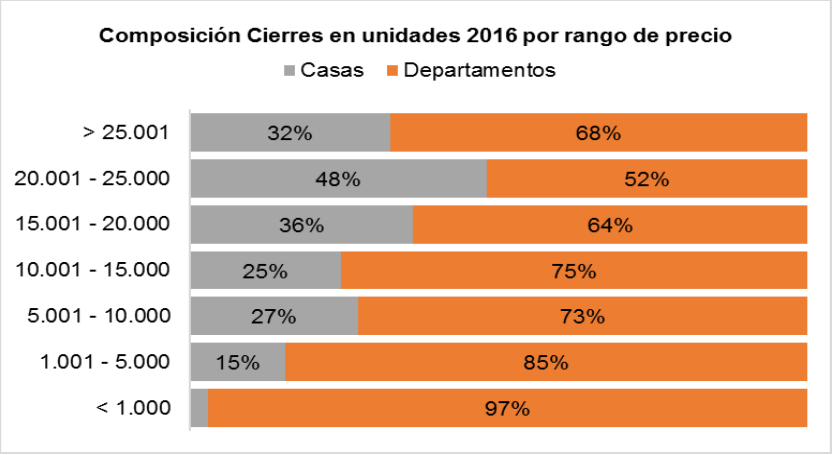



Gráfico Nº 9: Composición venta de viviendas por precio RM Fuente: GKF Adimark

Este gráfico da cuenta de un fenómeno que comenzó el 2015, que junto a las preferencias o tendencias de los consumidores finales (habitantes de las viviendas), se generó un grupo masivo de compradores – inversionistas, principalmente en el segmento departamentos en el rango de UF 1.000 a UF 3.000 aprovechando el fácil acceso al crédito, las bajas tasas de interés y la liquidez de los mercados de capitales.

Consideramos que este fenómeno se debiera tender a moderar, por la menor oferta de créditos hipotecarios producto de la incorporación, a partir del año 2016, de restricciones adicionales al otorgamiento de dichos créditos.

Respecto a la estrategia de negocios de Manquehue, el foco de su actividad se ha centrado fundamentalmente, en viviendas unifamiliares en Santiago En adelante, se quiere profundizar el ingreso al mercado de edificios de departamentos, principalmente en las comunas del sector oriente de la capital, ingresando así al 80% del mercado inmobiliario de viviendas nuevas en esta zona, por lo tanto, con una importante capacidad de crecimiento.

El ingreso al segmento de departamentos se está realizando a través de proyectos de mediano plazo, con varios edificios, buscando socios estratégicos para su desarrollo, y por otro lado, a través de proyectos de edificios unitarios desarrollados de manera directa y construidos con empresas constructoras externas a través de procesos de licitación. En particular, durante el segundo semestre del 2017 comenzará la construcción del proyecto de edificios Parque Nogales, ubicado en el sector de Los Trapenses en la comuna de Lo Barnechea. El proyecto contempla el desarrollo de seis edificios con un total de 176 unidades y la escrituración total del proyecto alcanzará los MUF3.240. El proyecto será desarrollado en conjunto con un socio.

Otra característica fundamental en la selección de los proyectos de Manquehue, es que en general corresponden a desarrollos de largo plazo (macro - proyectos), que buscan generar nuevos barrios y anticipar tendencias. Lo anterior permite desarrollar los proyectos controlando el entorno de sus etapas, garantizando de esta manera su calidad homogénea en el tiempo (plusvalía). Es así como la compañía adquirió un terreno en la comuna de Padre Hurtado considerando el desarrollo de 614 casas. La escrituración de este proyecto alcanzaría MUF1.741.

# 10. ANÁLISIS DE RIESGO DE MERCADO

Los principales factores de riesgo que enfrenta la Compañía están referidos a variables económicas fundamentales y a posibles políticas públicas que disminuyan la flexibilidad y eficiencia del sector.

Variables Económicas: afectan negativamente la demanda de vivienda los siguientes factores:

a) Aumento de la tasa de interés, lo cual encarece el pago de los dividendos de los créditos hipotecarios, sobre todo considerando que una alta proporción del adquirente de viviendas lo hace con deuda. A esto se suma la baja de % de financiamiento.

**Créditos hipotecarios Loan-to-Value (LVY) – Total Vivienda**

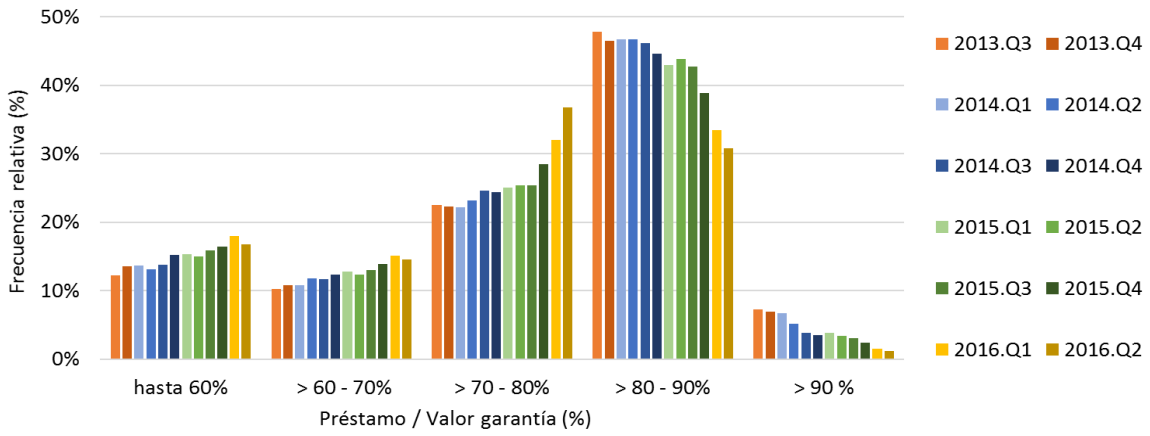



Grafico N°15: Créditos Hipotecarios Fuente: Asociación de Bancos en base a información de 9 bancos. (1) LTV = Préstamo / Valor garantía (%). Se entiende por valor garantía el valor establecido en la tasación comercial.

b) Nivel de empleo y seguridad de mantener fuentes de trabajo por parte de la población, para hacer frente al futuro servicio de la deuda.
c) Estabilidad económica, crecimiento del PIB y percepción de la gente sobre el futuro económico.

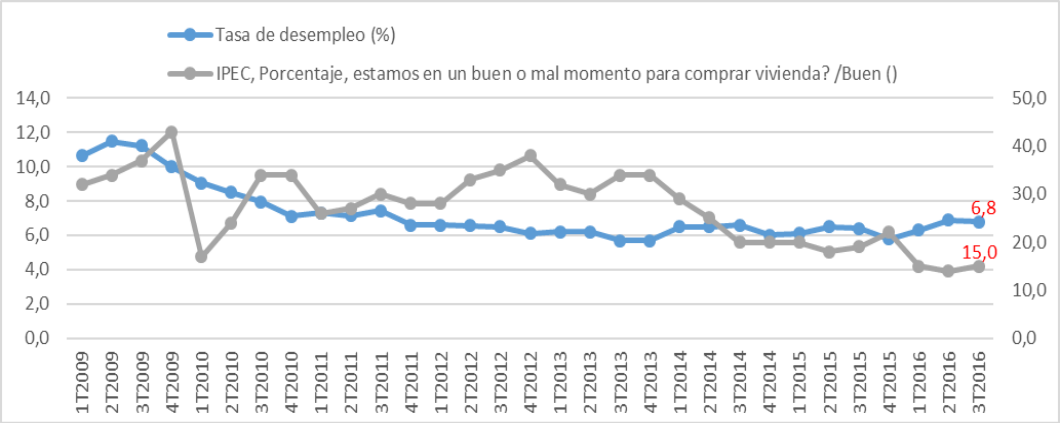



Grafico N°16: Evolución Tasa desempleo; IPEC  Fuente: Banco Central de Chile

d) Eficiencia y desarrollo del mercado financiero que permita el acceso al crédito en términos competitivos a todos los niveles socioeconómicos de la sociedad.

e) Inflación superior al rango del 2% - 4% anual, que afecta a través del desfase que se produce entre el reajuste del ingreso de las personas y el aumento de las cuotas de los créditos.

f) Variables Regulatorias y Reglamentarias:
La industria, si bien es altamente competitiva, cuenta con una autoridad sectorial y municipal que interviene fuertemente a través de leyes, reglamentos, planos reguladores y procesos aprobatorios y de recepción de proyectos que, al ser por esencia discrecionales, agregan riesgo al sector.

- Planes Reguladores que definen normas de suelo, vialidades, constructibilidad de los terrenos y están sujetos a las variaciones que la autoridad municipal resuelva en concordancia con la comunidad local. La disponibilidad de tierra para nuevos proyectos estará íntimamente ligada a las modificaciones que sufran estos planos.
- Legislación sectorial propuesta a través de los respectivos Ministerios, principalmente el Ministerio de Vivienda y Urbanismo.

- Reglamentos emanados desde el Ministerio de Vivienda y otros relacionados: Obras Públicas, Transporte y Telecomunicaciones, Agricultura y CONAMA, principalmente.

- Costos adicionales que afecten a los proyectos por sobre las provisiones realizadas al momento de evaluar el proyecto: impactos viales, mitigaciones ambientales, aporte aguas lluvias, entre otros.

- Tiempo de espera de aprobación de los proyectos por parte de los distintos organismos para iniciar obras, y rapidez en la recepción de las obras para ser entregadas a los clientes.

En general se percibe un sostenido aumento en las exigencias y sobre todo en los tiempos de tramitación de las distintas aprobaciones requeridas por el sector. Lo anterior exige anticipar el plazo de desarrollo de los proyectos, lo que disminuye la flexibilidad. Esta tendencia, que dificulta la velocidad de respuesta por el lado de la oferta y encarece los costos, genera ventajas competitivas a las grandes empresas por su mayor capacidad de gestión frente a empresas más pequeñas y con menor experiencia.

g) Disponibilidad de Nuevos Terrenos: el negocio Inmobiliario depende fuertemente de la disponibilidad de nuevos terrenos para el desarrollo y gestión de nuevos proyectos. La Compañía se encuentra constantemente en procesos de búsqueda y estudio de terrenos, siendo su principal foco los segmentos de mayor precio relativo, donde ha logrado formar un importante banco de terrenos. Sin embargo, la Compañía se encuentra sujeta a planos reguladores definidos y a la disponibilidad de nuevos terrenos para adquirir.